Publicaciones 2018

ODF.
Observatorio de Divulgación Financiera

IEF.
Instituto de Estudios Financieros

Fundació Caixa d'Enginyers

Observatorio de Divulgación Financiera

Contenido

3 Josep Soler Albertí, Director General de l'Institut d'Estudis Financer

4 Joan Cavallé Director General de Caixa Enginyers

5 La segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado
Javier Santamaría

15 Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente
Eduardo Naranjo

21 LAS SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?
Pablo Domenech

29 Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas
Ernesto Akerman Brugés

35 Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español
Javier Santacruz Cano

47 Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017
Marc Montemar Parejo y Dra. Helena Benito Mundet

57 La Crisis Financiera 2007-2017
Aristóbulo de Juan

69 Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los «robo advisors»
David Cano Martínez

79 Principios éticos en el mundo financiero
Antonio Argandoña & Luis Torras

87 Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración
Xosé Garrido

Josep Soler Albertí

Director General del Instituto de Estudios Financieros

En unos meses hará 10 años desde la primera publicación del Observatorio de Divulgación Financiera (ODF). Desde el IEF, iniciando este proyecto, teníamos y tenemos el objetivo de contribuir a divulgar conocimiento financiero aplicado, especialmente dirigido a profesionales bancarios y financieros, un colectivo que está permanentemente sujeto a los cambios y retos de un sector siempre en transformación acelerada. Creo que no s hemos ajustado convenientemente a los objetivos, que se están llevando a cabo cada año un poco más adecuadamente y estos últimos dos años con la valiosa contribución de la Fundación Caja de Ingenieros a quien no podemos sino agradecer su implicación con ODF, tan en línea con una entidad de crédito destacada en trabajar para la mejora cualitativa de las finanzas y la banca.

Este año el ODF ha publicado una serie de documentos excepcionales. En concreto nueve documentos de trabajo y notas técnicas, y ha organizado dos actos públicos relevantes. Los dos documentos de trabajo son de dos verdaderos maestros del estudio del sector. El primero, un análisis sobre la última crisis de Aristóbulo de Juan, seguramente el más prestigioso antiguo banquero central del país, aunque muy activo en su análisis y pensamiento. El segundo, del profesor Antonio Argandoña que con Lluís Torras hace un magnífico pórtico de la orientación ética que debería estar permanentemente tenida en cuenta en la actividad financiera. Las notas técnicas son también de primer nivel y entran en temas que van desde las Fintech a la inversión socialmente responsable, o desde demografía al crowfunding, y desde las SOCIMI hasta los temas de pagos enmarcados en la 2ª directiva o en el Target 2.

El Comitè editor d'ODF, un selecte i efectiu grup de professionals i acadèmics, ja té en marxa el que de ben segur serà un 2019 amb noves i molt interessants aportacions a aquest coneixement del sector. Només puc que agrair la seva feina i felicitar-los.

El Comité editor de ODF, un selecto y efectivo grupo de profesionales y académicos, ya tiene en marcha el que seguro será un 2019 con nuevas y muy interesantes aportaciones a este conocimiento del sector. Sólo puedo que agradecer su trabajo y felicitarles.

Joan Cavallé
Director General de
Caixa Enginyers

2018 ha sido el año que nos ha permitido consolidar la relación de colaboración de la Fundación Caja de Ingenieros con el Instituto de Estudios Financieros y, en concreto, con el Observatorio de Divulgación Financiera.

El conocimiento es esencial para poder tomar decisiones, por eso estamos totalmente convencidos de que a través de la formación podemos ayudar a apoderar a las personas para que tengan libertad para decidir lo que más les conviene. No nos debe dar miedo que la sociedad tenga información, todo lo contrario. Y en mayor medida en el campo de las finanzas. No hay mejor manera de fomentar una economía social, real y que contribuya al desarrollo del país que a través de la formación y la educación, pues las personas dispondrán de más herramientas para iniciar sus proyectos personales y profesionales.

La tarea que se lleva a cabo desde el Observatorio de Divulgación Financiera, con la publicación de la recopilación de las notas técnicas y documentos de trabajo es fundamental. Y se trata de un esfuerzo para explicar conceptos que pueden ser complejos o ajenos al día a día de las personas de manera que aporten un conocimiento útil para todos. Así que no me queda más que agradecer el trabajo bien hecho y desear que sigan habiendo muchas más ediciones.

No olvidemos los dos actos públicos celebrados conjuntamente en la sala de actos de la Bolsa de Barcelona, con un gran éxito de público asistente y donde especialistas financieros han debatido sobre "El ciclo demográfico y sus efectos en la economía y los mercados" y también sobre "La inversión socialmente responsable 2.0".

En este año han sido muchos los acontecimientos que han tenido un impacto en la economía y las finanzas. Pero también ha tomado mucha fuerza y reconocimiento la inversión socialmente responsable, un modelo por el que Caja de Ingenieros apuesta desde hace muchos años. De ello también se ha hablado y podrrá leerlo en esta recopilación.

Como ha quedado claro, una de las líneas de la Fundación Caja de Ingenieros es el fomento de la educación financiera, junto con la investigación y la innovación. Pero eso ofrecemos todo nuestro apoyo a la ODF, una organización que tiene un papel clave y con la que estamos totalmente alineados con el objetivo común de dar más visibilidad a las finanzas haciéndolas accesibles a todo el mundo.

Confiamos seguir compartiendo nuestro esfuerzo muchos años con el Instituto de Estudios Financieros y el Observatorio de Divulgación Financiera para poder contribuir a un mayor conocimiento popular de las finanzas.

Deseo que tenga una buena lectura.

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 31
Enero 2018
B 21662-2012

IEF. INSTITUTO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

www.iefweb.org/odf

La segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado

Javier Santamaria

Se ubica la Directiva de Servicios de Pago revisada en el contexto normativo, técnico y de mercado actual, y se exploran las implicaciones que tendrá en el sector, sobre el que se pronostican tiempos de cambios profundos y acelerados.

Se situa la Directiva de Serveis de Pagament en el context normatiu, tècnic i de mercat actual. També s'hi exploren les implicacions que tindrà en el sector, sobre el qual es pronostiquen temps de canvis profunds i accelerats.

The revised Payment Services Directive is portrayed within the current regulatory, technical, and business context, and the implications to the industry are explored, resulting in a forecast of a time of profound and accelerated change.

Última hora

La Directiva de Servicios de Pago revisada entra en vigor el próximo 13 de enero de 2018. La Comisión Europea (CE) remitió, el 27 de noviembre de 2017, al Parlamento Europeo y al Consejo, para su ratificación, la propuesta de texto final de las normas técnicas de regulación[1] sobre autenticación reforzada y comunicación común y segura relativas a servicios de pago. Terminaría con esto, básicamente, el largo proceso de desarrollo normativo secundario derivado de la promulgación de la Directiva. Un proceloso viaje cuya última etapa:

- Comenzó con el borrador de dichas normas redactado por la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y hecho público el 13 de febrero de 2017.
- Se complicó con la Comunicación de la CE de 24 de mayo en la que sugería la introducción de enmiendas de profundo calado.
- Fijaba dos posiciones bien distintas con la opinión manifestada por la ABE el 29 de junio en la que mantenía su propuesta y rechazaba, en la práctica, las sugerencias significativas de la CE.
- Sacaba a la superficie dos visiones técnicas, políticas y de negocio en conflicto defendidas con ardor por las distintas partes interesadas en los ámbitos público y privado.
- Se acercaba al final al arrancar el plazo de tres meses con que cuentan el Parlamento Europeo y el Consejo para ratificar el texto del reglamento delegado con las normas técnicas de regulación. Si se produce el acuerdo, estas normas entrarán en vigor, aproximadamente, en septiembre de 2019.

Observatorio de Divulgación Financiera

La Directiva de Servicios de Pago revisada puede zarandear los cimientos del mercado de servicios de pago en los próximos años. ¿Qué hay que saber sobre ella?

La trascendencia de los servicios de pago y su regulación

Una rápida búsqueda en Internet habla de "cambios fundamentales en la industria [de pagos]», de "uno de los impactos más importantes para *retailers* en Europa», de "revolución de los pagos *online*»… En la literatura internacional europea se emplean expresiones similares: *The Economist*, en su número de 25 de marzo de 2017, subtitulaba un artículo enfatizando que la nueva norma europea sobre pagos tiene el potencial de sacudir los bancos ("*New European payments regulation has the potential to shake up the banks"*); como ejemplo de la mayoría de voces de analistas autorizados vale el primer párrafo del informe sobre la Directiva realizado por PwC :[2]

> The adoption of the revised Directive on Payment Services (PSD2) has set the stage for *open banking* in Europe. By providing standardized access to customer data and banking infrastructure, PSD2 will lower the barriers for entry to third-party providers and financial technology companies (*FinTechs*), and it will stimulate the development of new business models and a wide range of new banking services. In this way, PSD2 will be a catalyst for both disruption and strategic renewal in Europe's banking markets.

¿Qué contiene esta Directiva que hace correr ríos de tinta en los ambientes profesionales y que, al menos en buena parte de Europa, aunque no en España, ha llevado el debate fuera del campo de los proveedores de servicios de pago y ha alcanzado a sus usuarios, empresas y ciudadanos? ¿Por qué este interés? ¿Qué van a suponer los cambios previstos y cómo van a afectar a nuestra vida? ¿Son los pagos tan importantes?

Que en España no haya trascendido una discusión más general y pública sobre esta norma[3] que se promulgó en noviembre de 2015 y entró en vigor en enero del año siguiente se debe, en primer lugar, a que hay otros focos evidentes de atención más atractivos y exigentes pero, también, al hecho de que no se haya progresado visiblemente en la necesaria transposición de esta norma al ordenamiento jurídico nacional y no se cuente con un borrador de lo que sería la correspondiente ley española sobre servicios de pago. A estas alturas del año, es prudente suponer que su promulgación no llegará a tiempo ya que el plazo formal establecido finaliza el 13 de enero de 2018 (artículo 115 de la Directiva). Reconociendo esta ausencia de norma española y obviando los obstáculos añadidos que este retraso implica, se puede analizar la Directiva asumiendo que su transposición será fiel reflejo del texto de la Directiva y no se introducirán cambios significativos en el texto español en el correspondiente proceso legislativo[4].

Antecedentes y contexto

Antes de analizar implicaciones e impactos de la nueva norma a nivel europeo, y para entender los factores impulsores de los cambios que se avecinan, es preciso detenerse en dos aspectos que, por evidentes, se pasan por alto: el primero atañe al hecho de que se habla de la segunda Directiva, lo que quiere decir que hay una primera y, por tanto, un proceso evolutivo en la legislación de los servicios de pago; el segundo implica el reconocimiento de un mercado de servicios de pago sobre el que poco se conoce, al menos por la gente corriente.

Ocho años antes de la promulgación de la segunda Directiva se había publicado la primera, la Directiva 2007/64/CE de 13 de noviembre y con idéntico título[5], con la que se establece una pieza fundamental para la creación de la Zona Única de Pagos en Euros, la SEPA (por sus siglas en inglés, *Single Euro Payments Area*), es decir, el mercado único europeo de pagos. Esta norma regula por primera vez la relación entre proveedores y usuarios de servicios de pago. Las novedades más conspicuas que introduce su articulado se refieren (interesa ir marcha atrás en la lectura del texto legal):

- A los derechos y obligaciones en relación con la prestación y utilización de servicios de pago (título IV, que define la correcta ejecución de las operaciones de pago, las condiciones de excepción, el régimen de autorizaciones y consentimientos de los usuarios, las responsabilidades y limitaciones de los proveedores y que, muy importante, establece el nexo con la debida protección de los datos).
- A las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago (título III, que fija las condiciones con que se debe facilitar información antes, durante y después de los servicios de pago, incluyendo los marcos contractuales en que estos servicios de pago se presten).
- A la identificación de los proveedores de servicios de pago (en adelante PSP) y a la introducción de una nueva categoría, las entidades de pago (título II). Aparte del hecho de que la corrección jurídica obliga a hablar del PSP y ya no de bancos (los proveedores de servicios de pago por antonomasia hasta la fecha), la introducción del concepto de entidades de pago tiene una importancia doble. Por un lado, surge la comparación con las entidades de dinero electrónico, que tienen legislación propia[6], y que materializa una diversidad regulada en paralelo y que da pie, al

menos potencialmente, a divergencias y diferencias de tratamiento, por lo que no son pocos los que reclaman una integración y homogeneización legal. Por otro lado, esta clase nueva de entidades de pago es la que recogerá la aparición de otro tipo de actores en el sector de servicios de pago que serán entronizados por la segunda Directiva.

- A la descripción del objeto y ámbito de aplicación y a la fijación de definiciones (título I). Esta parte de la norma, muchas veces banal y no trascendente, cobra en esta Directiva un valor crítico. Es la primera vez que se conciben los servicios de pago como un objeto legislable; antes, este tipo de servicios había descansado en la denominada autorregulación: los servicios se prestaban de acuerdo con las normas de negocio y estándares técnicos que los propios proveedores acordaban en régimen de cooperación en los distintos campos de actuación (nacional, transfronterizo, relativo a uno u otro instrumento de pago –tarjeta, transferencia o adeudo domiciliado, por ejemplo–, aspectos de negocio o aspectos meramente técnicos y operativos). Para hacerse una idea cabal de los anteriores intentos normativos habría que recurrir a la Directiva 97/5/CE de 27 de enero, relativa a las transferencias transfronterizas cuyo título marca la exigua extensión de su alcance y que habla de ecus, o al Reglamento (CE) nº 2560/2001 de pagos transfronterizos en euros, absolutamente específico en su objeto. Esta primera Directiva descubre, pues, que los servicios de pago se deben regular para lograr la integración del mercado interior y la armonización de los distintos regímenes nacionales. Efectivamente, en cada estado miembro los servicios de pago habían evolucionado de muy distintas maneras como consecuencia de muchos factores consuetudinarios que afectan, de manera natural, a una actividad tan ligada con aspectos profundos del comportamiento humano. Al margen de que ni esta primera Directiva, ni la segunda, por cierto, definen el término "pago"(aunque sí "orden de pago», "operación de pago"y muchos otros conexos), se abre la puerta (algunos dicen que la caja de Pandora) a la idea de que los servicios de pago son un objeto más de legislación y desaparece el limbo de la autorregulación.

El segundo aspecto que se pasa por alto habitualmente y que requiere una presentación, siquiera de trámite, es el concepto de mercado de servicios de pago. Cualquier profesional bancario reconocerá que, junto con la custodia de efectivo y otros valores, la venta de productos de ahorro, la contratación de préstamos y créditos, el asesoramiento y tratamiento de la información, los servicios de pago y transaccionales y, finalmente, la gestión de la liquidez constituyen las cinco actividades básicas que un banco como lo entendemos en la actualidad desarrolla para sus clientes. En estos tiempos modernos una inmensa mayoría de ciudadanos (y empresas y negocios) sabe que los pagos se pueden realizar en efectivo (billetes y monedas) y con instrumentos de pago ahora denominados electrónicos (fundamentalmente, tarjetas, transferencias, adeudos domiciliados; pudiendo dejar a un lado los minoritarios y casi llamados a desaparecer cheques y letras de cambio). Si nos centramos en los instrumentos electrónicos, ¿existe de verdad un mercado? Como se sospechará, una respuesta positiva implica preguntarse por el tamaño de dicho mercado, para hacerse una idea de su importancia.

La firma de la consultoría The Boston Consulting Group[7] cifra en 1,2 billones de dólares de EEUU el volumen total de ingresos en 2016, en el mundo, de la actividad relacionada con pagos. La consultora McKinsey&Company[8] va más allá y los estima, también para 2016, en 1,6 billones. Son cifras astronómicas difíciles de aprehender y contextualizar; para dar una idea de su tamaño se puede comparar con el volumen de producto interior bruto (PIB) global que el Banco Mundial estima que fue de 75,64 billones de dólares para ese periodo. Es decir, los cálculos de las empresas consultoras del tamaño del mercado lo sitúan, en términos comparativos, como una proporción del PIB del mundo del 1,57 o 2,12 por ciento, respectivamente. No es, por tanto, poca cosa. Más atención llaman, todavía, las previsiones que hacen de la evolución en los próximos años. Para The Boston Consulting Group, el crecimiento de 2016 a 2026 de esos ingresos será de un 8% anual medio en los mercados emergentes (lo que representa 700 mil millones adicionales de dólares) y del 4% anual medio en los mercados maduros (lo que representa un incremento de 250 mil millones de dólares). McKinsey&Company estima el crecimiento medio anual total, en el quinquenio de 2016 a 2021, en el 7% (lo que supondría un incremento de la cifra de negocio de unos 600 mil millones de dólares)[9]. Estas cifras y crecimientos esperados explican el interés que empresas como Google, Amazon, Facebook, Apple o Alibaba (en conjunto, conocidas como GAFAA) parecen estar mostrando por los pagos. Por supuesto que el conocimiento y la explotación de la información que acompaña los pagos tienen un valor incalculable; por supuesto que atender mejor a sus clientes y ofrecerles una mejor experiencia de usuario está entre sus objetivos. Pero no se cierren los ojos a la evidencia: también quieren obtener beneficios financieros directos, una porción del pastel.

Indudablemente estos crecimientos y esta actividad están en consonancia con los gustos y apetencias de los clientes y usuarios. Analizar cómo van a evolucionar los pagos, afectados por las normativas que se están promulgando y las que vendrán, requiere detenerse, al menos brevemente, en el entendimiento de las necesidades y preferencias de los clientes, empresas y particulares. Las consultoras

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Marketforce & Tata Consultancy Services[10] predijeron en 2016 que, en dos años, el 40% de las transacciones financieras estarían originadas por individuos pertenecientes a la generación Y[11]. Otra firma de consultoría, Accenture[12], habla del 51% de clientes bancarios que pueden cambiar de entidad en los próximos 6 meses, o del 79% de consumidores que encuentran frustrante que una compañía ofrezca lo mismo una y otra vez.

Los consumidores han cambiado y los bancos o, mejor dicho, los PSP tienen que adaptarse a los consumidores que dependen de su teléfono móvil, de las redes sociales, del concepto "*low cost*" y de las tecnologías "*cheap&smart*". Que los clientes siempre quieran más, mejor y más barato, es lo que no ha cambiado.

Los negocios, los clientes profesionales y, en general, los usuarios no individuales también han cambiado, pero buscan algo más que la mera rapidez o la competencia entre sus proveedores. Las empresas exigen de sus bancos y de los PSP más que un procesamiento STP[13]: requieren servicios de valor añadido y gestión de la información que les permita hacer crecer sus negocios, soluciones rápidas, flexibles, ubicuas que resuelvan sus problemas más allá de los relacionados estrictamente con los pagos. No es sencillo satisfacer esta extrapolación que supone la "consumerización[14]"del ámbito empresarial.

La tecnología como motor de este proceso acelerado de evolución requiere unas palabras. No es fácil adivinar cómo será el escenario de los pagos dentro de cinco o diez años y pocos se atreven a responder a las solicitudes de oráculos. Hay algunos elementos, no obstante, que parecen ingredientes fijos de las recetas. Las tecnologías de registros distribuidos (DLT, del acrónimo en inglés, *Distributed Ledger Technologies*, que son la base de *blockchain* y de la mayoría de criptomonedas incrustadas en estas plataformas como Bitcoin, Ethereum, Ripple, Litecoin…), la Internet de las Cosas (*IoT*), la inteligencia artificial, la robótica y el aprendizaje de máquinas (*machine learning*), la biometría y las técnicas avanzadas de autenticación y gestión de la identidad digital, el análisis y tratamiento de datos masivos (*Big Data*), y la ciberseguridad son ejemplos de campos que ofrecen soluciones ya, sin esperar el futuro (si acaso, les falta un punto de sazón a los ordenadores cuánticos). Todas estas "tecnologías"tienen aplicaciones en el mundo de los pagos. No debe extrañar, por tanto, que también desde este ángulo se requiriera una segunda directiva para poner al día el ámbito jurídico respecto de lo que ya funciona en la calle.

Una primera enseñanza es que para entender el complejo mundo de los pagos hay que atender a los aspectos técnicos, a los normativos y a los procedentes de los usuarios de servicios. No es que haya que ser un sabio de amplio espectro; más bien hay que crear equipos multidisciplinares con tecnólogos, asesores legales y gestores de clientes. Si, además, se quiere ser un oferente sostenible de servicios de pago y se desea diseñar productos económicamente viables, se precisa alguien con conocimientos de marketing financiero en el equipo. En lo tocante a la regulación de los pagos, no basta con un conocimiento enfocado en el área de competencia. Hay que entender de una manera más integral las normas que concurren con las específicas de pagos: las relativas a protección de datos, las que tienen que ver con la prevención del blanqueo de capitales y de financiación del terrorismo, las que tiene que ver con la seguridad en la red (Internet), las que afectan a la gestión de la identidad digital y a los procesos de autenticación, las que vengan como consecuencia de impulso de la Comisión Europea al mercado único digital (*Digital Single Market*) y otras varias que también ejercen su influencia en el campo de los servicios de pago (incluidas las que afectan el efectivo y el dinero electrónico).

La relevancia específica de la Directiva revisada

El objetivo expreso de la segunda Directiva es profundizar en la creación del mercado único integrado de pagos en la Unión Europea (UE), para lo que se requiere una actualización de las normas que las adecúen al nuevo escenario tecnológico (tanto en lo relativo a funcionalidades nuevas como en atención a los riesgos ligados a la seguridad de las transacciones) y a los niveles crecientes de servicio que requieren los usuarios en un marco competitivo mundial[15]. Revisar la primera Directiva y reformar sus aspectos obsoletos o colmar las lagunas legales es un segundo paso sencillo una vez los pagos son materia conocida desde el punto de vista legal. La segunda Directiva introduce varias novedades lógicas, casi de trámite, y algunas muy relevantes, más que cualquiera tratada en la primera Directiva.

La Directiva revisada mantiene la estructura de títulos de la primera. Las novedades normativas progresivas o de perfeccionamiento que introduce incluyen:

- La incorporación de las transacciones con un PSP fuera de la UE (lo que en terminología inglesa se denomina las transacciones *one leg out*) y de todas las divisas. En la primera Directiva era una opción que algunos estados miembros ya han implantado, entre ellos España.
- La exclusión de dispositivos de telecomunicaciones y digitales.
- La exclusión como "agentes comerciales"para proveedores de plataformas de comercio electrónico.
- La exclusión de "red limitada"y de "bienes y servicios en gama muy limitada».
- El reforzamiento de la protección a los consumidores. Este punto tiene una relevancia económica y cualitativa muy superior a los cuatro anteriores, si bien no hace más que ahondar en la senda iniciada en la normativa existente.

- La especificación de obligaciones de seguridad y establecimiento de la exigencia (salvo excepciones concretas) de autenticación reforzada. Este punto requiere explicación más pormenorizada.

El punto novedoso y disruptivo que introduce la Directiva revisada es la definición legal de unas pocas actividades más relacionadas con los servicios de pago, y la introducción del tipo de entidades que las pueden desempeñar que es la ampliación de la categoría de entidades de pago con subtipos nuevos (proveedor de servicios de iniciación de pagos, también conocidos como PISP, por sus siglas en inglés, *Payment Initiation Service Provider*; y proveedor de servicios de información sobre cuentas, también conocidos como AISP, por el inglés *Account Information Service Provider*). El uso de acrónimos se generaliza y al banco habitual que gestiona cuentas de pago ya no se le denomina así, ni siquiera PSP, sino proveedor de servicios de pago gestor de cuenta (ASPSP, en inglés, *Account Servicing Payment Service Provider*). No debe olvidarse otra funcionalidad a la que se da carta de naturaleza en el artículo 65, que es la confirmación de saldo por parte del ASPSP a petición de un PSP que emita instrumentos de pago basados en tarjetas.

Antes de detenernos en los dos aspectos más noticiables, es decir, cómo se lleva a cabo la autenticación reforzada y qué supone este acceso a las cuentas para iniciar pagos o acceder a información por terceras partes (los llamados, precisamente, TPP, por *Third Party Providers*, que engloban tanto a los PISP como a los AISP; lamentable embrollo lingüístico el de los acrónimos), merece la pena recomendar la lectura de algún documento de análisis y resumen de la Directiva más que el propio texto, que también, aunque son 93 páginas. Todas las grandes firmas de consultoría han publicado informes y documentos muy legibles sobre la PSD2[16]; los bancos internacionales también han contribuido a la difusión del entendimiento de la Directiva[17]. Un acercamiento en cinco minutos se puede conseguir con la lectura de la doble página del informe anual de 2016 de Iberpay[18], y una aproximación visual, muy informativa y entretenida, con la magnífica infografía al respecto del European Payments Council (EPC), "PSD2 Explained»[19].

El debate todavía inconcluso

Aunque parece próxima la finalización del debate sobre cómo llevar a cabo la autenticación reforzada, todavía no se conoce la versión final del documento que la CE debe remitir al Parlamento Europeo y al Consejo como consecuencia del mandato de la propia Directiva, que encomienda a la ABE la redacción de unas normas técnicas de regulación (más conocidas por el acrónimo RTS, *Regulatory Technical Standards:* las RTS constituyen un instrumento formal de actuación de la ABE) que la CE debe hacer suyas. La ABE publicó el 13 de febrero de 2017 su borrador[20], que quiso ser modificado por la CE, a través de una Comunicación emitida el 24 de mayo de 2017[21]. La ABE respondió el 29 de junio con una opinión que mantenía su posicionamiento prácticamente sin variación. Llama la atención este "enfrentamiento" en una cuestión tan técnica como la fijación de unos estándares para llevar a cabo la autenticación reforzada (básicamente el empleo de dos factores de autenticación de tres posibles: algo solo en posesión del usuario, algo solo conocido por el usuario, alguna característica propia solo del usuario). Efectivamente este nudo gordiano tiene resonancias políticas, porque refleja también la existencia de dos posicionamientos distintos que seguramente también reflejan los entendimientos de los legisladores que tendrán que tomar la decisión final, Parlamento Europeo y Consejo. El Consejo, representante de los gobiernos estará, probablemente, más próximo a las tesis más conservadoras de la ABE en cuestión de seguridad en transacciones financieras, postura que defienden los actores establecidos, como los bancos tradicionales, mientras que el Parlamento puede ser más sensible a argumentos de innovación e incremento de la competencia que trató de reflejar la Comisión en un principio, apoyada por los nuevos entrantes que se han dado en llamar "*fintechs*", empresas tecnológicas, generalmente de reciente constitución, que explotan funcionalidades innovadoras usualmente en nichos de mercados financieros y necesitan escala para su viabilidad. Efectivamente, esta dualidad técnica y política tiene su paralelismo comercial en una especie de *thriller* antagónico de "bancos versus *fintechs*». Por supuesto que los bancos habrán ejercido su influencia (*lobbying*) a través de sus asociaciones sectoriales o directamente: de esto queda poco rastro. Las *fintechs*, con menos recursos estructurales organizados, han querido alzar la voz en medios más públicos. La asociación Future of European Fintech Alliance (formada por 72 miembros, *fintechs*, nuevos bancos *challengers* y asociaciones de *fintechs*) fue rápida en emitir una opinión muy crítica con la posición, inamovible, de junio de ABE, diez páginas publicadas el mismo 29 de junio[22].

Este tipo de respuesta inmediata y contundente también se produjo como consecuencia de la carta[23] que otra asociación, la FIDO Alliance (formada por grandes empresas, incluso bancos, pero con un sesgo muy enfocado en las cuestiones de seguridad: Alibaba, American Express, Google, ING, Microsoft, Paypal, Samsung y otros muchos[24]) remitió a la CE y al Parlamento Europeo sobre el espinoso asunto del *screen scraping* (método que utilizan muchas de estas *fintechs* para acceder a las bancas electrónicas de los clientes usando sus propias credenciales, "leer las pantallas»[25] y emplear las credenciales como si fuera los clientes, de una manera muy parecida a como se lleva a cabo el fraude conocido como *man in the middle*). El BEUC (*Bureau Européen des Unions de*

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Consommateurs, asociación de defensa de los consumidores a nivel europeo) también se ha posicionado en contra de este *screen scraping* precisamente por estas similitudes con la "usurpación de la personalidad», que no tienen riesgo si la tercera parte es de confianza pero que, si se generalizan, pueden dar lugar a un uso descuidado y peligroso de las credenciales confidenciales de acceso a las cuentas bancarias. No obstante, la reacción de Future of European Fintech Alliance no se hizo esperar y el 12 de septiembre de 2017 publicó su respuesta a la carta de FIDO[26]. Merece la pena leer toda esta correspondencia porque encierra más pasión y emociones que muchas novelas epistolares de renombre.

La CE ha realizado un esfuerzo por satisfacer a ambas partes y ha remitido, el 27 de noviembre de 2017, un texto al Parlamento Europeo y al Consejo, para su ratificación el reglamento delegado que contiene el texto definitivo de las normas técnicas de regulación. La respuesta de los dos legisladores solo puede ser de aprobación o rechazo de las RTS, sin capacidad de enmienda o matización. La idea novedosa de la CE es la de permitir que los bancos o los ASPSP que pongan a disposición una interfaz dedicada de acceso a sus cuentas, con unos niveles de servicio adecuados y contrastados por el mercado[27] y certificados por la autoridad competente, no se vieran obligados a dar acceso a los TPP vía sus aplicaciones de banca electrónica, y aceptando métodos como el *screen scraping*, aunque con más seguridad porque en todo caso el TPP debe identificarse adecuadamente ante el ASPSP. El resto de los ASPSP que no faciliten una interfaz adecuada de calidad suficiente no se podrán oponer a que los TPP accedan con esta forma mejorada de "*impersonation*"[28], o "acceso directo", como prefieren denominarlo las *fintechs*. Habrá que estar atentos en las próximas semanas a la reacción de los legisladores. El calendario futuro, en todo caso, se aclara. El Parlamento y el Consejo cuentan con un plazo de tres meses para tomar su decisión. Si es positiva, se espera que el texto se publique a finales de enero de 2018. Como el plazo que se fija para la entrada en vigor de la obligatoriedad de la adopción de las medidas –plazo para que los agentes económicos se adapten– es de 18 meses, se estima que la fecha efectiva de entrada en vigor será en torno a septiembre de 2019, es decir, un año y medio después de la entrada en vigor de la PSD2 (13 de enero de 2018). Estos dieciocho meses suponen un periodo de incertidumbre por lo incompleta que resulta la Directiva sin el complemento de las normas técnicas de regulación. Los aspectos siguientes, son algunas de las cuestiones que los proveedores de servicios de pago no tienen perfectamente claro: cómo se debe establecer la conexión e interacción entre TPP y ASPSP; si se permitirá el *screen scraping* más allá de enero de 2018, no ya para los TPP ya establecidas sino para las nuevas que surjan; cómo se gestionará el consentimiento de los usuarios de cara a unos y otros agentes; dónde quedan los límites de cada licencia (AISP y PISP), por ejemplo, cuando se pretenda iniciar pagos en situaciones de diversidad de cuentas de pago de origen. Hay, además, otro aspecto que requiere reflexión por su posible repercusión en el sector y es el de la posible fragmentación derivada de una implantación de las normas, por parte de los ASPSP, descoordinada o que refleje gustos o preferencias de las comunidades nacionales y se alejen de presupuestos paneuropeos. Sin duda, las autoridades vigilarán esta evolución y procurarán que no se produzca.

Las primeras reacciones después de la publicación del texto de la CE, indican que la controversia todavía no se ha disipado. El BEUC, el mismo 17 de noviembre, publicó una nota de prensa[29] en las que indicaba que las RTS dejan mucho que desear. Su crítica expone que los estándares de seguridad son débiles y que hay un número excesivo de excepciones y derogaciones. En particular, muestra preocupación por la protección de los datos de los consumidores y se muestra escéptica a que el acceso a estos se limite a lo estrictamente necesario.

Por otra parte, la organización *The European eCommerce & Omni-Channel Trade Association* (EMOTA), que representa a los comerciantes electrónicos europeos, también se muestra crítica en su nota de prensa de la misma fecha[30], pero por razones distintas. Para ella, las RTS generan inconvenientes y obstáculos excesivos para el buen funcionamiento del comercio electrónico y molestias para los consumidores. En su opinión, las normas imponen condiciones excesivamente exigentes. Una vez más, se materializa la fricción y el difícil equilibrio que existe entre comodidad y seguridad. Los efectos combinados de la PSD2 y el Reglamento General de Protección de Datos[31] van a ser muy relevantes, sin duda.

Las implicaciones para los negocios

¿Qué esconde esta segunda Directiva sobre servicios de pago que genera esta controversia entre técnicos, entre instituciones europeas y entre ideas de negocio? Pues que siendo el mercado de los pagos muy relevante y de un tamaño más que considerable, lo que está en juego es mucho mayor y más crítico. Lo que se está dirimiendo es el modo en que los usuarios accederán a los proveedores de servicios de pago y a otros muchos servicios. Que los servicios de pago tienen un valor estratégico más allá del transaccional relativo a las propias operaciones en sentido estricto está fuera de toda duda: lo que la mayoría de empresas buscan (además de la rentabilidad inmediata) es la información que estos pagos aportan. Se trata de los datos y, con los datos, del conocimiento del cliente. Si además del conocimiento se tiene un acceso directo, un contacto con el cliente, el pago deja de ser un fin y es un medio por el cual acceder a

algo superior, la relación con el cliente o, dicho en términos pomposos, la propiedad (*ownership*) del cliente. Por eso hay tanta discusión sobre cómo se establece este acceso a las cuentas, si de modo directo o a través de una interfaz dedicada y si es con una interfaz, qué tipo de interfaz y bajo dominio de quién está esa interfaz. En última instancia, está en juego el modelo de gestión de identidades electrónicas, lo que es fácil de plantear, pero difícil de desbrozar.

Cuando se habla de interfaz dedicada, los profesionales técnicos entienden un tipo concreto de interfaz, llamada API: *Application Programming Interface*. Estas son interfaces que, de acuerdo con la Directiva revisada y las normas técnicas de regulación, proporciona el ASPSP (el banco que gestiona cuentas) para que desarrolladores terceros accedan con soluciones e ideas de negocio propias (como desarrolladores terceros acceden, vía API, a Google Maps para incluir los mapas de Google en su entorno de negocio y propuesta de valor, valga el ejemplo).

En resumen, la PSD2 impone un acceso a las cuentas de pago, y toda la información aneja, por parte de terceros, siempre con consentimiento de los clientes usuarios, que abre una vía a que estas terceras partes oferten a clientes de los bancos (en sentido amplio, los ASPSP) propuestas que los propios bancos no han desarrollado todavía. No extraña, pues, que las grandes tecnológicas (las recordadas con el acrónimo GAFAA) y la miríada de *fintechs* expresen su interés en participar. Los pagos han dejado de ser cosa de los bancos.

Esta apertura forzada de los accesos a las cuentas da origen al concepto de *open banking*; en la medida en que los bancos se acomoden al nuevo entorno tendrán que adaptarse a la existencia de relaciones nuevas, inesperadas, no sujetas a contrato alguno, que surjan espontáneamente de las terceras partes. Las entidades tradicionales que acepten esta nueva forma de llevar a cabo su negocio, en un régimen de apertura y transparencia nunca antes vivido, tendrán que desarrollar estrategias apropiadas de *open banking*. Muchos comentaristas afirman que la PSD2 es su origen material y concreto, ya que impone el empleo generalizado de las API, interfaces puestas a disposición por las entidades gestoras de cuentas para que otros desarrollen funcionalidades externas, y exploten el valor de estas fuera del alcance de las entidades. Las posibilidades son muy diversas y hay muchas maneras de plantear estrategias de adecuación al nuevo entorno (léase, por ejemplo, el documento elaborado por la Euro Banking Association al respecto[32]).

Puede ilustrar la potencialidad de estos cambios profundos que se avecinan el reflexionar sobre la combinación de los nuevos accesos a las cuentas, y la información aneja con las capacidades que se están desarrollando con los pagos inmediatos en toda Europa. Se van a poder ordenar transferencias con abono y disponibilidad inmediatos (cuestión de muy pocos segundos) en la cuenta del beneficiario, en cualquier momento del día, cualquier día de la semana. Habrá muchas empresas con iniciativas para explotar los distintos ámbitos, entre personas, entre empresas, entre personas y empresas o administraciones públicas. La inmediatez cambia el concepto de los pagos, y que estos sean accesibles por proveedores ajenos a la gestión de las cuentas obliga a cambiar los modelos de negocio.

Cambiará, por tanto, la naturaleza de la relación de los usuarios con sus proveedores de servicios de pago y, necesariamente, estos cambiarán. Surgirán nuevos proveedores porque otros modelos distintos a los actuales de negocio serán viables. Se consolidarán los TPP existentes, aunque tengan que convertirse en entidades reguladas. Los ASPSP, tradicionales proveedores, también tendrán que decidir si desarrollar sus capacidades de iniciación de pagos y acceso a la información de cuentas gestionadas por otras entidades como si de TPP se tratara. El mercado generará nuevos servicios y nuevas funcionalidades, en muchos casos vehiculadas por *fintechs*. Todo ello enriquecerá el ecosistema europeo de los servicios de pago. Los grandes beneficiados serán, sin duda, los usuarios.

Se inicia un periodo de adaptación que requerirá cuantiosas inversiones por parte de los proveedores de servicios de pago (para alegría de consultores, desarrolladores de software, fabricantes de hardware, bufetes de asesoramiento legal y otros). Las grandes empresas tecnológicas que hoy lideran la relación digital con los consumidores están muy interesadas, como lo están las nuevas *fintechs*. Esta intensificación de los niveles de competencia por supuesto que genera retos a los actores establecidos, por más que estén convencidos de que también existen oportunidades. Este nuevo entorno es un factor más de cambio en Europa que hará más necesaria la reestructuración de la industria bancaria, su redimensionamiento y la reducción de la capacidad implantada en el continente. Un factor que se une a otros varios en plantear ese nuevo ecosistema competitivo que le pone un signo de interrogación a la rentabilidad sectorial, al menos en lo que a los servicios de pago se refiere.

Con toda la nueva competencia procedente de los nuevos entrantes, los bancos tradicionales tienen ya problemas urgentes que resolver. Sin embargo, serán los propios bancos los que resulten potencialmente más letales porque la PSD2 abre acceso a los nuevos entrantes, pero también a los establecidos. Las entidades de crédito que operan en el mercado de los pagos no necesitan licencia adicional para desarrollar las nuevas actividades definidas por la Directiva: pueden, sin traba, iniciar pagos y acceder a la información de cuentas en otras entidades, en el mismo régimen y con las mismas capacidades que las que se conceden a los nuevos entrantes. En un brevísimo análisis "porteriano[33]" se podría

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

concluir que los bancos tradicionales van a tener que hacer frente a una fortísima intensificación de la competencia por nuevos productos sustitutivos y las amenazas de empresas competidoras entrantes, pero que bastante tienen con la ya existente rivalidad entre competidores actuales. La pregunta fundamental que tienen que plantearse los bancos es si, al margen de tener que lograr la conformidad con el nuevo marco normativo, deberán desplegar estrategias proactivas en busca de ingresos adicionales o se contentan con la mera defensa de su negocio tradicional.

Nunca antes el sector de los pagos había resultado tan interesante y atractivo desde un punto de vista profesional; tanto que muchos de los que están en las refriegas técnicas, institucionales, comerciales se lo toman acaloradamente. Los pagos han pasado de producir "*boredom*" a levantar pasiones en los "*boardrooms*"[34].

Relación de abreviaturas y acrónimos empleados

ABE: Autoridad Bancaria Europea
AISP: Proveedor de servicios de información de cuentas, según la Directiva (UE) 2015/2366
API: Interfaz de programación de aplicaciones
ASPSP: Proveedor de servicios de pago gestor de cuenta, según la Directiva (UE) 2015/2366
BEUC: *Bureau Européen des Unions de Consommateurs*
CE: Comisión Europea
EPC: *European Payments Council*
DLT: *Distributed Ledger Technology* (o *Technologies*), tecnología(s) de registros distribuidos
EMOTA: *The European eCommerce & Omni-Channel Trade Association*, que representa a los comerciantes electrónicos europeos
GAFAA: Google, Amazon, Facebook, Apple, Alibaba
IoT: *Internet of Things*, la Internet de las Cosas.
PIB: Producto Interior Bruto
PISP: Proveedor de servicios de iniciación de pagos, según la Directiva (UE) 2015/2366
PSD2: Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE, y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) nº 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE
PSP: Proveedor de servicios de pago, según la Directiva (UE) 2015/2366
RTS: Normas Técnicas de Regulación, emitidas por la ABE
SEPA: Zona Única de Pagos en Euro, o *Single Euro Payments Area*
STP: *Straight Thorough Processing*, o procesamiento directo de extremo a extremo
SWIFT: *Society for Worldwide Interbank Financial Tele communication SCRL*
TPP: Proveedor tercero (*third party provider*); engloba a AISP y PISP.
UE: Unión Europea

Bibliografía y notas al pie

1. Muchas veces se las denomina con el acrónimo inglés, RTS: *Regulatory Technical Standards*. Véase la página 12.

2. Catalyst or threat? The strategic implications of PSD2 for Europe's Banks. 2016 - PwC.

3. Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) nº 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE (Texto pertinente a efectos del EEE).

4. No siempre se ha llegado tarde. Baste con recordar la promulgación del Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y le eficiencia que, en sus artículos del 9 al 15 anticipaba en más de un año la reducción de las tasas de intercambio en operaciones de pago con tarjeta previstas en el Reglamento (UE) 2015/751 para diciembre de 2015 y junio de 2016.

5. Diario Oficial de la Unión Europea de 5 de diciembre de 2007. En España se transpuso con la Ley 16/2009 de Servicios de Pago.

6. Directiva 2009/110/CE y, antes, la 2000/110/EC.

7. Global Payments 2017 – Deepening the Customer Relationship – The Boston Consulting Group.

8. Global Payments 2017: Amid Rapid Change, An Upward Trajectory – McKInsey&Company.

9. Es preciso señalar que la estimación de McKinsey&Company asigna el crecimiento mayoritariamente a las regiones APAC (Asia-Pacífico) y Latinoamérica. Para la región de EMEA (Europa, Oriente Medio y África), el crecimiento es no significativo o nulo y se constata un estancamiento de la cifra de negocio desde 2011 en 300 mil millones de dólares. Este dato es importante para entender por qué empresas globales pueden percibir un atractivo inherente en el negocio global de los pagos, cuando desde una perspectiva europea no parece un sector apetecible y en expansión.

10. Digital Roadmap – Marketforce & Tata Consultancy Services.

11. Wikipedia informa que la generación Y, que sigue a la X, es la generación milenial, del milenio o milénica, y cor-

responde, aproximadamente a los nacidos en la década de los ochenta.

12. Digital Customer – *Accenture*.

13. STP: *Straight through processing*, o procesamiento directo de extremo a extremo.

14. Tendencia creciente por la cual las nuevas tecnologías de la información surgen primero en el mercado de los consumidores y, luego, *machine learning* se propagan hacia las organizaciones comerciales y gubernamentales (Wikipedia).

15. No hay que ser ajeno a la realidad de la competencia, existente a nivel global, entre las potencias económicas (Europa, Estados Unidos, China…) y al hecho de que los campeones europeos en el sector de pagos brillan por su ausencia.

16. Sin ánimo exhaustivo y como botón de muestra valgan el informe de PwC mencionado en la primera página, el análisis de Accenture, https://www.accenture.com/t20160831T035645Z__w__/us-en/_acnmedia/PDF-19/Accenture-Banking-Opportunities-EU-PSD2-v2.pdf#zoom=50, y el de Deloitte, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/Banking/lu-psd2-new-market-entrants-03032016.pdf.

17. Se pueden citar, como meros ejemplos de ayuda, el informe de Deutsche Bank, http://cib.db.com/docs_new/White_Paper_Payments_Services_Directive_2.pdf, y el esfuerzo divulgativo de BBVA, https://www.bbva.com/es/lo-saber-la-psd2/.

18. Páginas 25 y 26 del Informe Anual de 2016 de Iberpay: https://www.iberpay.es/Documentos/DOCREF_INFORMESANUALES/IBERPAY_INFORME_ANUAL_2016___1.PDF.

19. https://www.europeanpaymentscouncil.eu/sites/default/files/files/2017-06/EPC_Infographic_PSD2_March-2017_Updated%20June%202017.pdf.

20. https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/payment-services-and-electronic-money/regulatory-technical-standards-on-strong-customer-authentication-and-secure-communication-under-psd2.

21. https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2017/EN/C-2017-3459-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF.

22. https://www.futureofeuropeanfintech.com/assets/170704-EBAs-opinion-on-the-European-Commissions-amendments-to-the-RTS.pdf.

23. https://fidoalliance.org/fido-alliance-addresses-psd2-screen-scraping/.

24. https://fidoalliance.org/participate/members/.

25. A veces se traduce esta ingeniería inversa del *screen scraping* como "raspado de pantalla».

26. https://futureofeuropeanfintech.com/assets/170912-Respone-to-FIDO-Alliance-letter-on-PSD2.pdf.

27. Parece que la idea incorpora como elemento constitutivo la creación de una entidad, cuya naturaleza jurídica estaría por decidir, en la que participarían los ASPSP y los TPP, para examinar las API y analizar su idoneidad y adecuación (.https://blog.vasco.com/legal/psd2-update-rts-screen-scraping/).

28. Con el *screen scraping*, los proveedores terceros "se hacen pasar" por las personas a las que toman prestadas las credenciales de acceso; aunque con consentimiento no se puede hablar de suplantación de la personalidad, el procedimiento es similar.

29. http://www.beuc.eu/publications/proposed-security-standards-online-payments-eu-leave-lot-be-desired/html

30. https://www.emota.eu/so/cL-_3APD?cid=faa1c1b0-59dc-4f53-b7f9-2d746b5542f0#/main.

31. Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de abril de 2016 relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y por el que se deroga la Directiva 95/46/CE.

32. https://www.abe-eba.eu/media/azure/production/1355/eba_open_banking_advancing_customer-centricity_march_2017.pdf

33. Porter, Michel Eugene. (Marzo–Abril 1979) How Competitive Forces Shape Strategy, Harvard Business Review.

34. Juego de palabras en inglés: los pagos han pasado del aburrimiento a ser asuntos candentes de los consejos de administración.

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 32
Marzo 2018
B 21662-2012

IEF. Instituto de Estudios Financieros

www.iefweb.org/odf

Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente

Eduardo Naranjo Hernández, CFA.

En los últimos años ha incrementado notablemente el debate acerca de los motivos que pueden estar detrás de los desequilibrios surgidos en el sistema de liquidación de la Unión Monetaria Europea (UME), el TARGET2. En este artículo, y a través de un ejemplo numérico, se describe la evolución del balance del TARGET2, las causas que subyacen en esta evolución, así como las consecuencias a medio plazo que pueden derivar de estos desequilibrios.

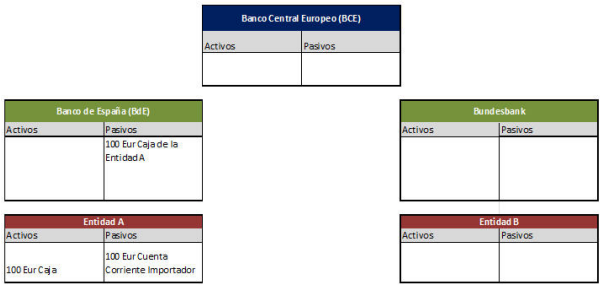
En els darrers anys ha augmentat notablement el debat sobre els motius que hi poden haver darrere dels desequilibris sorgits en el sistema de liquidació de la Unió Monetària Europea (UME), el TARGET2. En aquest article, i a través d'un exemple numèric, es descriu l'evolució del balanç del TARGET2, les causes que hi ha al darrere, així com les conseqüències a mitjà termini que poden derivar d'aquests desequilibris.

Tener una adecuada infraestructura de pagos es, junto con el desarrollo de los mercados de capitales y las instituciones financieras, uno de los principales pilares de cualquier sistema financiero. El TARGET2 *(Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System)* es el sistema de liquidación en tiempo real en la euro zona. Permite que las transacciones financieras sean liquidadas de manera inmediata, centralizándose todas las operaciones en las cuentas tesoreras que las contrapartidas tienen en el Banco Central Europeo (BCE), a través de los bancos centrales nacionales.

Un posible inconveniente de este sistema de liquidación es que puede crear desequilibrios entre los activos y pasivos que cada banco central nacional tiene con el BCE. Si en términos netos, y dentro de la Unión Monetaria Europea (UME), un país importa más de lo que exporta, se produce una situación de déficit en la cuenta corriente que no necesita ser financiado con divisas extranjeras. ¿Quiere decir esto que no puede existir una crisis de balanza de pagos dentro de una unión monetaria? A priori no hay una respuesta clara y, tal y como muestran Cecioni y Ferrero[1], ésta podría depender tanto de la persistencia y la naturaleza, como de la manera en que se financien estos déficits por cuenta corriente.

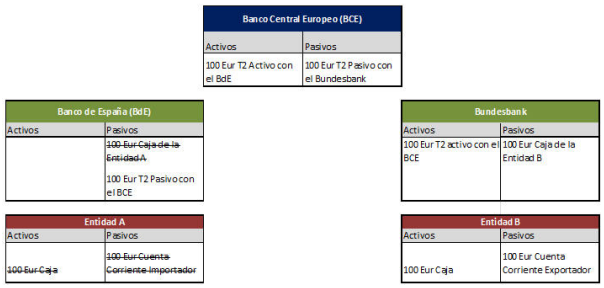
Observatorio de Divulgación Financiera

Tabla 1. Situación inicial



Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2. Situación posterior al pago de 100 euros desde el importador español al exportador alemán.



Fuente: Elaboración propia.

Periodo 1 (1999-2007). Antes de la crisis financiera global existían países con déficit en la cuenta corriente, pero el TARGET se mantenía en equilibrio.

Tras la creación de la UME los países periféricos se encontraban en una situación de déficit en la cuenta corriente, tal y como refleja el gráfico 1 para el caso particular de España. Estos, a través de una liberalización financiera, una política monetaria holgada que permitía abaratar el acceso al crédito, y tras disiparse el riesgo de la devaluación interna requerida para comerciar con países más competitivos al no tener la opción de devaluar la divisa, se beneficiaron de un crecimiento económico sostenido, a su vez, por la confianza y la entrada de capitales privados desde países núcleo como Alemania, que permitían financiar estos déficits por cuenta corriente a pesar del consiguiente aumento del endeudamiento privado.

Por ejemplo, un banco español (Entidad A) tiene 100 euros en la caja provenientes de un cliente que es importador. El pasivo es una cuenta corriente con los 100 euros. La Entidad A tiene esta tesorería depositada en su cuenta en el Banco de España (BdE):

La Entidad A recibe una orden de su cliente importador para que realice un pago de 100 euros a cargo de su cuenta corriente y a favor de un proveedor y exportador alemán, el cual tiene su cuenta en un banco alemán (Entidad B).

La Entidad A transfiere un depósito de 100 euros a la Entidad B. Esta transferencia se realiza mediante el TARGET2:

- La Entidad A ordena que se realice una transferencia de 100 euros a la Entidad B a través del BdE.
- El BdE pide al BCE que abone 100 euros al Bundesbank.
- El Bundesbank abona los 100 euros a la Entidad B.
- Cuando el Bundesbank crea una reserva de 100 euros a favor de la Entidad B (un pasivo para el Bundesbank) machea este pasivo con un TARGET2 activo en el BCE.
- El BCE por su parte machea el pasivo que tiene con el Bundesbank con un TARGET2 activo de 100 euros con el BdE (un TARGET2 pasivo para el BdE), el cual finalmente contabiliza este pasivo con una caída de las reservas existentes de la Entidad A en la cuenta tesorera que ésta tiene en el BdE.

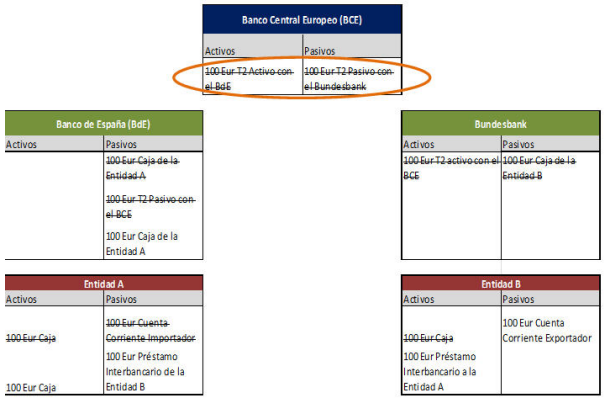
¿Cómo se cubría en el periodo 1999-2007, el desequilibrio aparecido en el TARGET2 tras la operación anterior? La entidad financiera alemana (Entidad B) presta este exceso de reservas de 100 euros mediante el mercado de depósitos interbancarios, obteniendo por lo general una rentabilidad mayor que si lo dejara depositado en el Bundesbank. Para simplificar el ejemplo suponemos que la Entidad B presta este exceso de 100 euros a la Entidad A. Esta vez, la reserva viaja mediante el TARGET2 en la dirección opuesta al caso anterior, cancelando contablemente los activos y pasivos que los dos bancos centrales nacionales tienen con el BCE.

- Cuando la Entidad B presta 100 euros a la Entidad A, el Bundesbank correspondientemente cancela su pasivo con la Entidad B y pierde su TARGET2 activo de 100 euros con el BCE.
- Simultáneamente, la Entidad A ve en su cuenta tesorera del BdE la repuesta (+100 euros).
- El BdE por su lado ve como su pasivo con la Entidad A incrementa en 100 euros, pero al haber recibido la transferencia vía el TARGET2, cancela su pasivo con el BCE.

En este punto el balance del TARGET2 está en equilibrio al poder reemplazar la Entidad A el faltante de liquidez con un pasivo privado proveniente de la Entidad B; así se puede afirmar que el país exportador financia «indirectamente» sus exportaciones. Por lo tanto, y como también recogen los estudios de algunos autores como Whelan[2], la clave no reside en si un país tiene o no tiene déficit en la cuenta corriente, sino en si dispone del capital exterior suficiente para financiarlo.

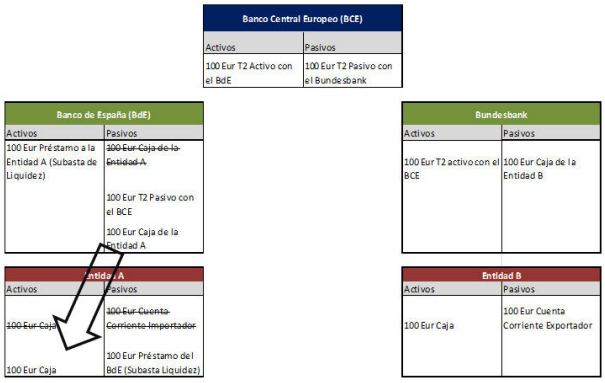
Esta sintonía de saldos del TARGET2 equilibrados era la tónica general en este primer periodo, tal y como muestran los gráficos 1 y 2 para los casos específicos de España y Alemania.

Tabla 3. Situación posterior al pago de 100 euros desde el importador español al exportador alemán y de la operación interbancaria de préstamo desde la Entidad B a la Entidad A. Equilibrio en el TARGET2.



Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4. Situación posterior al pago de 100 euros desde el importador español al exportador alemán. El faltante es cubierto por una operación de refinanciación con el BdE. Se mantiene el desequilibrio en el TARGET2.



Fuente: Elaboración propia.

Periodo 2 (2007-2013). Los países periféricos seguían mostrando déficit en la cuenta corriente pero se crean desequilibrios en el TARGET2.

Desde el inicio de la crisis financiera los países periféricos tuvieron que hacer frente a severas recesiones económicas y a devaluaciones internas resultantes de las políticas de austeridad impuestas. Sus posiciones de endeudamiento eran elevadas y sus situaciones fiscales vulnerables, a la vez que surgían síntomas de sufrir burbujas en los precios de determinados activos, como por ejemplo el inmobiliario. El empeoramiento de la calidad crediticia de estos países y de sus agentes hizo que la confianza desapareciera y que los flujos de financiación externa se secaran produciéndose una repatriación de capitales desde los países periféricos hacia los países núcleo.

Ante tal situación, el BCE inicia un periodo de políticas monetarias ultra expansivas, dotando de liquidez ilimitada las entidades financieras de los países miembros, con el objetivo de evitar un colapso en las fuentes de financiación. El destacado papel que jugaron los bancos centrales nacionales y el BCE como proveedores de liquidez en última instancia durante esta época es estudiado por Bindseil y Konig[3]. Estamos ante el punto de partida de los desequilibrios en el TARGET2.

Partiendo del ejemplo anterior, la Entidad A no puede recuperar las reservas perdidas mediante un préstamo privado hecho por la Entidad B u otra, y por lo tanto el TARGET2 "*imbalance*" de 100 euros no es cancelado. En este caso, es el BdE el que repone la caída de reservas de la Entidad A mediante las subastas de liquidez disponibles u operaciones de refinanciación del BCE, a las que la Entidad A puede acudir siempre y cuando cuente con el colateral suficiente (colateral basado en renta fija que cumpla ciertas características de emisión y de *rating*).

La situación descrita en este periodo afectó a gran escala. Las entidades financieras de países como Italia, España o Portugal dejaron de poder obtener financiación en los mercados de capitales, mientras que las entidades financieras de países core como Holanda o Alemania guardaban grandes excedentes de liquidez en sus bancos centrales nacionales. En el gráfico 2 se observa esta tendencia para el ejemplo alemán, que vivió un aumento del saldo acreedor en el TARGET2 de cero hasta unos 700 mil millones de euros en este periodo comprendido entre el 2007 y el 2013.

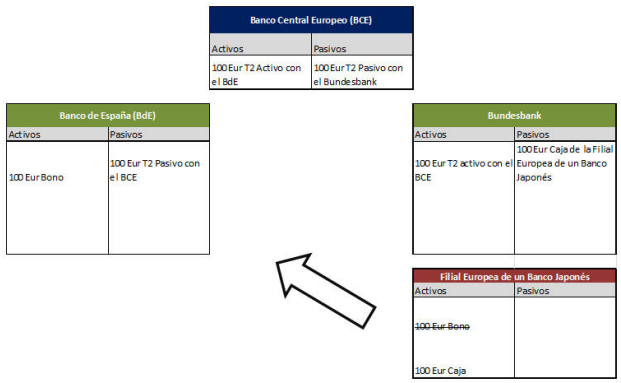
Periodo 3 (2013–Actualidad). Se mantienen los desequilibrios en el TARGET2

A pesar de que en términos generales se puede afirmar que hoy Europa, aunque a un ritmo lento, crece y que la confianza se ha restablecido entre los agentes, no solo los desequilibrios en el TARGET2 no se han reducido, sino que además, en algunos casos como en Alemania, la posición del TARGET2 en el activo del Bundesbank está en máximos con casi 900 mil millones de euros (ver tercer periodo del gráfico 2), que equivale aproximadamente a un tercio del PIB germano.

Esta vez la principal razón no responde a las mismas causas que en el periodo 2007-2013, sino que es un efecto de segunda ronda de los programas de compras de activos (APP) llevadas a cabo por el BCE[4]. Aproximadamente el 50% de las operaciones del APP han involucrado a entidades financieras

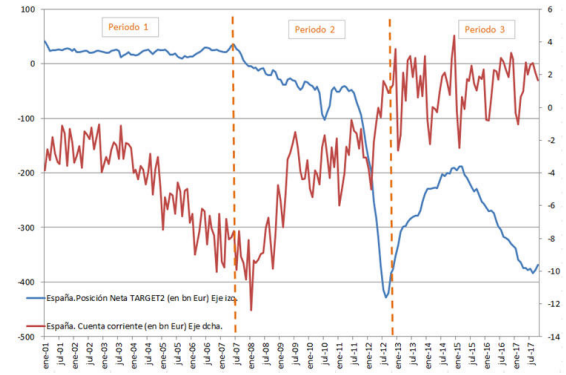
www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Tabla 5. Ejemplo de una compra de un activo de renta fija que realiza el BdE bajo el APP a una entidad extranjera que opera en Europa con una filial depositada en Alemania.



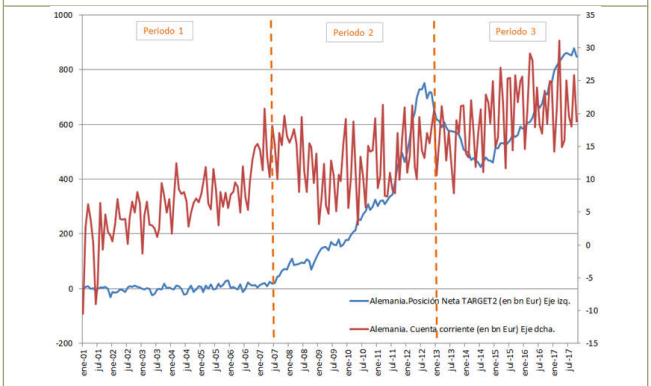
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 1. España evolución de la posición neta del TARGET2 y del saldo de la cuenta corriente.



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2. Alemania evolución de la posición neta del TARGET2 y del saldo de la cuenta corriente.



Fuente: Bloomberg

vendedoras no residentes en la zona euro. Estas entidades financieras extranjeras suelen operar en Europa con filiales domiciliadas por lo general en países núcleo como Alemania. Este hecho ha afectado sustancialmente los balances del TARGET2, al recibir flujos estructurales de dinero aquellos países, como Alemania, que albergan un mayor número de las filiales europeas de estas entidades no residentes.

Por ejemplo, si el BdE, y dentro de las exigencias del APP, realiza una compra de un activo de renta fija a una entidad extranjera (por ejemplo un banco comercial japonés) que opera en Europa con una filial domiciliada en Alemania, se producen unos apuntes contables que desequilibran el TARGET2.

Por lo tanto, y al contrario que en los aumentos de los desequilibrios del periodo anterior, el cambio en esta ocasión es más una consecuencia directa del movimiento de flujos transfronterizos de la aplicación del APP, que el síntoma de un renovado estrés en los mercados financieros.

En los gráficos 1 y 2 se muestra la evolución de las cuentas del TARGET2 del Banco de España y el Bundesbank, reflejándose en ellos las diferencias entre los tres periodos descritos en este artículo.

Conclusión

En este artículo se observa que las variaciones en el saldo del TARGET2 de un país pueden tener diferentes orígenes y que no existe una correlación con el estado de la balanza por cuenta corriente. En el primer periodo de estudio (1999-2007), y cogiendo el ejemplo de España, vemos un país en constante déficit por cuenta corriente y con el saldo del TARGET2 prácticamente en equilibrio. En el segundo periodo (2007-2013), España mejora su balanza de pagos aunque esta se mantiene aún con un saldo deficitario. La fuga de capitales provocada por la crisis financiera es reemplazada por las subastas de liquidez ilimitadas del BCE, provocando una aceleración del saldo neto del TARGET2 en España hacia terreno negativo. Por último, en el tercer periodo (2013-Actualidad), el hecho de que los desequilibrios del TARGET2 se mantengan, a pesar de la mejora de los flujos de financiación, de la confianza, y de que España tenga superávit en la cuenta corriente, responde más al efecto que produce la operativa del APP.

Las consecuencias reales de los desequilibrios alcanzados en el TARGET2 son difíciles de estimar y afectarían sobre todo aquellos países con excedentes, como son Holanda o Alemania. Las pérdidas potenciales solo aflorarían en caso de una quiebra desordenada con salida de la UME de un país miembro con déficit en el TARGET2.

Algunos economistas, como el expresidente del IFO Hans-Werner Sinn[5], cuestionan que el BCE durante la crisis financiera se haya podido extralimitar en sus funciones y que indirectamente haya financiado los déficits fiscales

de los países periféricos. Sinn, entre otras medidas, aboga por limitar el tamaño permitido de los desequilibrios en el TARGET2 o que haya una reducción de los déficits por cuenta corriente a través de una mejora de competitividad vía devaluación interna, hecho que lastraría el ritmo actual de recuperación económica.

En cambio en otros trabajos como el de Cesaratto[6], creen que la solución pasa por avanzar en una mayor integridad fiscal entre países miembros para evitar nuevas crisis de solvencia en estados y bancos, en línea con los avances que ya se están produciendo en relación a la Unión Bancaria.

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Bibliografía

Kraemer, Joer. "The hidden trap of the debt crisis". Thinking Ahead Commerzbank, 2012.

Alexopoulos, Yiagos y otros. "TARGET2: I am a Euro, get me out of here!". Credit Suisse European Economics, 2012.

Cecioni y Ferrero. "Determinants of TARGET2 imbalances". Banca d´Italia, 2012.

Cesaratto, Sergio. "The implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond". European Journal of Economics and Economic Policies, 2013.

Sinn, Hans-Werner; "The ECB´s stealth bailout". www.voxeu.org, 2011.

Bindseil y König. "TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis". Kredit und Kapital, 2012.

Cecchetti y otros. "Interpreting TARGET2 Balances". BIS Working Papers No 393, 2012.

ECB. "Economic Bulletin". Issue, 7/2016.

Auer, Raphael. "What Drives TARGET2 Balances? Evidence from a Panel Analysis". Swiss National Bank Working Papers, 2012.

Notas al pie

1. Cecioni y Ferrero. "Determinants of TARGET2 Imbalances". Banca d´Italia, 2012.

2. Whelan, Karl. "TARGET2 and Central Bank Balance Sheets". University Collegue Dublin, 2012.

3. Bindseil y König. "TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis". Kredit und Kapital, 2012.

4. ECB. "Economic Bulletin". Issue 7/2016.

5. Sinn, Hans-Werner. "The ECB´s stealth bailout". www.voxeu.org, 2011.

6. Cesaratto, Sergio. "The Implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond". European Journal of Economics and Economic Policies, 2013.

Sobre el autor:

Jefe de renta fija en el departamento de Mercado de Capitales de Caja de Ingenieros. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la ULPGC y máster en Banca y Finanzas por la UPF. Tiene la certificación CFA.

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 33
Mayo 2018
B 21662-2012

IEF. Instituto de Estudios Financieros

www.iefweb.org/odf

LAS SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?

Pablo Doménech

Las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, equivalentes a los Real Estate Investment Trust (REIT) americanos) –cuya actividad principal es la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler y que surgieron conforme la Ley 11/2009, de 26 de octubre, modificada posteriormente por la Ley 16/2012, de 26 de diciembre y que a partir de 2013– empezaron a aparecer con un auge espectacular en los últimos 3 años, cotizando 51 de ellas en el MAB y 5 en el Mercado oficial, 2 de ellas actualmente en el IBEX. ¿Qué explica este crecimiento? ¿Por qué se han convertido en el vehículo de moda del sector inmobiliario? ¿Han canalizado la exposición al mercado inmobiliario para el inversor minorista?

I. Introducción

Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, en adelante SOCIMI, son la versión española de los conocidos internacionalmente como 'Real Estate Investment Trust', en adelante REIT, un vehículo de inversión en el sector inmobiliario nacido en EE.UU. en la década de los sesenta y que posteriormente se trasladó a Europa, donde si bien históricamente los primeros en adoptarlos fueron los holandeses, es en GB donde más han prosperado y donde se encuentra el mercado de REIT más importante a nivel europeo. En España, fueron aprobadas a través de la ley 11/2009 de 26 de octubre, si bien esta regulación fue un fracaso en cuanto al encaje en el sector inversor y hubo que esperar a que una nueva versión, en 2012, propusiera algunas modificaciones que mejoraron su atractivo, especialmente en el terreno fiscal, introduciendo la exención del Impuesto sobre Sociedades, así como una significativa deducción en transmisiones patrimoniales. Uno de los objetivos, pues, de la regulación de este vehículo es facilitar el mercado del alquiler, bonificándolo fiscalmente sí, pero también sometiéndolo a una supervisión específica.

Desde 2013 hasta la actualidad (mayo 2018) las SOCIMI han ido creciendo en número hasta contar con 56 de ellas en España, de las que 51 cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil, en adelante MAB, 5 en el mercado oficial[1] y 2 de ellas en el IBEX35. Todas ellas en conjunto prácticamente alcanzan los 23.000 millones de euros en capitalización bursátil.

1. A falta de la respectiva aprobación de sus Juntas Generales, Inmobiliaria Colonial y Axiare Patrimonio harán efectiva su fusión en los próximos meses.

Este crecimiento frenético, en apenas cuatro años, de un vehículo que en sus inicios no fue bien recibido por los inversores, conduce a reflexionar si esta tendencia responde fundamentalmente a las ventajas legales y fiscales ofrecidas en su reforma pocos años después o, quizá, por la recuperación del sector inmobiliario; o bien juegan otros elementos como explicación a su éxito reciente, como por ejemplo el acceso del inversor minorista al mercado inmobiliario a través de la inversión en SOCIMI o incluso un efecto relativo a la evolución del MAB, un mercado de acceso más sencillo.

Quizá una combinación de todos estos elementos y alguno más, o alguno en particular, explicará la evolución reciente de este nuevo tipo de vehículo de inversión que en América y Europa cuenta con una historia mucho más dilatada. En todo caso, vamos a tratar de contextualizar en las próximas líneas todo lo referente a su evolución reciente en el mercado español, con el fin de arrojar algo de luz al respecto.

II. Legislación de las SOCIMI. Ventajas

Las SOCIMI son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en la tenencia de (i) activos de naturaleza urbana para su arrendamiento (mediante adquisición o promoción), incluyendo, entre otros, viviendas, locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas o (ii) de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras de análoga o similar actividad (conocidas como «REIT»).

Las SOCIMI se incorporaron a nuestro derecho por medio de la Ley 11/2009, de 26 de octubre. El escaso éxito alcanzado por esta novedosa fórmula de inversión hizo que se acometiera una profunda reelaboración de su régimen jurídico y, sobre todo, fiscal, para provocar su atractivo en el mercado, lo cual se realizó por medio de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre.

Entre las modificaciones que esta ley incorporó al régimen especial de las SOCIMI destacan las relativas a la posibilidad de cotizar en un sistema multilateral de negociación, como el MAB, o la eliminación de las restricciones relativas a la financiación ajena, pero sin renunciar a los elementos estructurales de configuración de estas entidades, de manera similar a los existentes en países de nuestro entorno.

A ello, cabe añadir que, a pesar de la importancia de algunas de las modificaciones sustantivas, lo cierto es que la principal novedad que incorporó la Ley 16/2012 se sitúa en el régimen fiscal aplicable a través del establecimiento de una tributación a tipo de gravamen del cero por ciento, para estas entidades, respecto de las rentas que proceden del desarrollo de su objeto social y finalidad específica.

Las principales características del actual régimen de SOCIMI son:

- Capital social mínimo de 5 millones de euros, ya sea por aportación dineraria o no dineraria.
- Cotización obligatoria en mercados regulados o, alternativamente, en sistemas multilaterales de negociación, como es el caso del MAB, cuya regulación es mucho más flexible.
- Las sociedades tributarán al tipo cero por ciento sobre los beneficios obtenidos, siempre y cuando los accionistas que posean una participación igual o superior al 5 % en el capital social de las mismas tributen sobre los dividendos distribuidos a un tipo igual o superior al 10 %. En caso contrario, la sociedad estará sometida a un gravamen especial del 19 %.
- Reparto obligatorio del beneficio del ejercicio, mediante distribución de dividendo como mínimo del 80 % de las rentas obtenidas por arrendamiento.
- La opción por aplicar este régimen fiscal especial deberá adoptarse por acuerdo de la junta general de accionistas y comunicarse a la delegación de la Agencia Estatal de Administración Tributaria del domicilio fiscal de la entidad, antes de los tres últimos meses previos a la conclusión del período impositivo que sea el primero al que se desee aplicar el régimen.
- Se permiten las SOCIMI de un solo activo inmobiliario.
- Inexistencia de límite de endeudamiento.
- Posibilidad de realizar promoción inmobiliaria en filiales de la SOCIMI y reducción del plazo de mantenimiento del activo en caso de promoción (3 años), ya que resulta indiferente si el inmueble ha sido promovido por la entidad.
- **Requisitos de inversión**: Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos, el 80 % del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, en terrenos para la promoción de bienes inmuebles que vayan a destinarse a dicha finalidad, siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición, así como en participaciones en el capital o patrimonio de aquellas otras entidades que sean SOCIMI u otras entidades no residentes en territorio español, que tengan el mismo objeto social que aquéllas y que estén sometidas a un régimen similar al establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios.

Es muy importante tener en cuenta que quedan excluidos del régimen de las SOCIMI, es decir, no servirán para el cómputo del 80 %, (i) determinados bienes inmuebles de características especiales a efectos catastrales, esto es, principalmente grandes infraestructuras e inmuebles a los que normalmente se accedería a través de concesiones administrativas (inmuebles destinados a la producción de energía eléctrica y gas y al refino de petróleo, las centrales nucleares, las presas, saltos de agua y embalses, autopistas, carreteras y túneles de

Gráfico 1

Contribuyentes:	Dividendos	Ganancias patrimoniales
Impuesto sobre la renta de las Personas Físicas Residentes	Tributan sin aplicación de la exención de 1.500 euros anuales.	Tributan según las reglas generales de cálculo.
Impuesto sobre Sociedades: Personas jurídicas residentes / Establecimientos permanentes	Tributan sin aplicación de la deducción por doble imposición interna.	
Impuesto sobre la Renta de no residentes (sin Establecimiento Permanente)	Tributan sin aplicación de la exención de 1.500 euros anuales.	Tributan sin aplicación de la exención de participaciones en fondos de inversión.

peaje y aeropuertos y puertos comerciales); ni, (ii) los bienes inmuebles cuyo uso se ceda a terceros mediante contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero (*leasing*).

Finalmente, será posible que, junto a la actividad económica derivada del objeto social principal, las SOCIMI desarrollen otras actividades accesorias, entendiéndose como tales aquellas cuyas rentas, en conjunto, representen menos del 20 % de las rentas de la sociedad en cada período impositivo.

La Ley contempla el régimen fiscal especial aplicable a los socios de las entidades acogidas al régimen fiscal especial de las SOCIMI. Los dividendos distribuidos con cargo a beneficios o reservas, respecto de los que se haya aplicado el régimen fiscal especial de la Ley y ganancias o pérdidas patrimoniales obtenidas en la transmisión o reembolso de la participación en el capital de las sociedades que hayan optado por la aplicación de este régimen, recibirán el siguiente tratamiento:

Ventajas para los inversores

- Mayor posibilidad de diversificar carteras con una menor inversión:
  Los inversores a través de las SOCIMI tienen la posibilidad de invertir en una variedad de activos inmobiliarios con distintos instrumentos y contribuyendo a diversificar su cartera de inversión.
- Posibilidad de acceso a los mejores gestores inmobiliarios de cada sector:
  Delegación de la gestión de los activos inmobiliarios a la SOCIMI, facilitando así a los inversores el acceso a una gestión profesional para el seguimiento, contratación y valoración de los activos componentes de la cartera.
- Excelente tributación: Las SOCIMI tributarán por impuesto de sociedades al 0 %, respondiendo los accionistas tan solo por los dividendos repartidos.
- Liquidez más fácil que con activos inmobiliarios:

Al permitir que estas sociedades puedan cotizar en mercados regulados o, alternativamente, en sistemas multilaterales de negociación, se permite a los accionistas comprar y vender títulos de forma rápida a precio de mercado, dando salida a las acciones y obteniendo liquidez de forma inmediata.

Otros requisitos de interés (relativos a SOCIMI incorporadas al MAB)

La Circular 2/2013 de 15 de febrero establece el régimen aplicable a las SOCIMI cuyas acciones se incorporen al MAB. Dicha Circular parte de la regulación existente para las empresas en expansión (Circular 5/2010). Así, los siguientes requisitos son aplicables a las entidades emisoras:

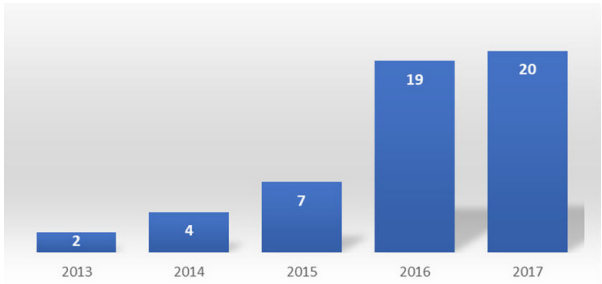
- Requisitos formales: se permiten SOCIMI y REIT (objeto social análogo). Capital totalmente desembolsado y sin restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones.
- Requisitos contables: podrá ser el estándar contable nacional o las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o, en su caso, las US GAAP.
- Información inicial: se deberá presentar el «documento informativo de incorporación».
- Designación de asesor registrado y proveedor de liquidez: se deberá designar un asesor registrado del MAB. También se deberá contar con un proveedor de liquidez.
- Requisitos de difusión: se impone una difusión mínima en el momento de la incorporación, debiendo quedar en manos de accionistas con menos de un 5 % al menos 2 M eur o un 25 % de las acciones emitidas.
- Valoración por experto independiente: se exigirá una valoración de la empresa, en su conjunto, realizada por un experto independiente en el momento de la salida.

Por su parte, los requisitos aplicables a los accionistas de referencia son los que se muestran a continuación (debiendo encontrarse los tres últimos en los Estatutos Sociales):

- Compromiso de permanencia: no podrán los accionistas de referencia y principales directivos vender acciones o

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Gráfico 2: SOCIMIs incorporadas por año



realizar operaciones equivalentes, *lock-up*, dentro del año siguiente a su incorporación.

- Comunicación de las participaciones significativas de la sociedad: deberán comunicarse aquellas adquisiciones o ventas que alcancen, superen o desciendan del 5 % y sus múltiplos. Lo mismo sucederá cuando administrativos y directivos adquieran o vendan un 1 % y sus múltiplos.
- Publicidad de los pactos parasociales y comunicación a la sociedad.
- Cambio de control de la sociedad: el accionista que reciba una oferta de compra que implique el control de la compañía (>50 %), no aceptará si el adquirente no ofrece a todos los accionistas iguales condiciones.

III. Las SOCIMI en los mercados financieros: MAB y Mercado oficial

A cierre de mayo de 2018, cincuenta y una SOCIMIs cotizan en el MAB y cinco lo hacen en el Mercado oficial, aunque el número va creciendo mes a mes, ya que la normativa permite incorporarse a un mercado cotizado en un plazo de 2 años, así pues, los proyectos lanzados estos últimos años van materializándose en la actualidad.

La mayor parte de las SOCIMI deciden debutar en el MAB con la intención de ganar tamaño para saltar al mercado oficial más adelante, ya que el segundo mercado tiene requisitos mucho más exigentes. Como contrapartida las ventajas también son mayores, dado que ofrece mayor notoriedad, más liquidez y facilita la labor de captar capital en su caso. En cierto modo una buena parte de las SOCIMI tendrían por objetivo cotizar en el mercado oficial, pero prefieren obtener un *track record* en el MAB demostrando que las inversiones que van haciendo consiguen las rentabilidades esperadas y ganando tiempo para consolidar sus equipos. La rentabilidad inicial de estos vehículos va ligada en buena medida a un mínimo tamaño, por lo que necesitan captar fondos para mejorarlo.

En lo relativo a las acciones en circulación, la tipología es diversa, nos encontramos con algunas que apenas cuentan con un *free float* de un 1 % hasta las que lo tienen de un

Gráfico 3

LAS QUINCE SOCIMIS MÁS IMPORTANTES POR CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

SOCIMI	Capitalización Bursátil (MM€)	Free Float (%)	Mercado	Año de Fundación o Transformación
MERLIN PROPERTIES	5.820	99,08%	Ibex 35 (Continuo)	2.014
INMOBILIARIA COLONIAL	4.157	71,81%	Ibex 35 (Continuo)	2.017
GENERAL DE GALERIAS COMERCIALES	2.860	0,38%	MAB	2.017
HISPANIA ACTIVOS INMOBILIARIOS	1.922	79,27%	Continuo	2016 (2014)
AXIARE PATRIMONIO	1.363	75,52%	Continuo	2.014
GMP PROPERTY	1.004	0,24%	MAB	2.016
LAR ESPAÑA REAL ESTATE	848	94,19%	Continuo	2.014
ZAMBAL SPAIN	685	3,86%	MAB	2.015
BAY HOTELS & LEISURE	503	0,44%	MAB	2.017
OLIMPO REAL ESTATE	201	83,55%	MAB	2.017
URO PROPERTY HOLDINGS	190	15,38%	MAB	2.016
TRAJANO IBERIA	176	74,89%	MAB	2.015
ALBIRANA PROPERTIES	168	(*)	MAB	2016 (2014)
ISC FRESH WATER INVESTMENT	156	20,47%	MAB	2.016
EURO CERVANTES	155	1,30%	MAB	2.016

Datos Bloomberg Mayo_2018

(*) Dato no publicado

Fuente: Bloomberg Mayo 2018

100 %. Aquellas compañías que cuentan con un *free float* bajo suelen ser aquellos vehículos que ya estaban creados con anterioridad a la regulación y tenían ya el capital captado, de manera que no necesitan captación de fondos adicionales, simplemente cumplen con la regulación. Cuando nos encontramos con volúmenes altos de *free float* normalmente se trata de gestores que se proponen captar dinero en el mercado.

Un porcentaje muy alto de las SOCIMI elige el *listing* como formato para salir a cotizar, algo que ocurre porque estas compañías no tienen, por el momento, un interés en captar nuevo capital ni dar entrada a accionistas en la compañía, pero siempre existirá la posibilidad de realizar ampliaciones de capital a posteriori para obtener fondos.

Asimismo, cabe destacar que el peso de las SOCIMI en el MAB es muy significativo, siendo de las veinte empresas con mayor capitalización del MAB diecisiete de ellas, SOCIMI. (véase Gráfico 3).

IV. Las SOCIMI en España frente al mercado de REIT en Europa

Probablemente pueda ser prematura la comparación con REIT de otros mercados como el americano o algunos de los europeos más allá de las SOCIMI del mercado oficial, no obstante, aunque sea por proximidad geográfica resulta ilustrativo para situarnos en nuestro entorno más cercano.

En la actualidad, según datos de mayo de 2018 la capitalización bursátil de las SOCIMI en España prácticamente alcanza ya los 23.000 M eur, si bien de estos, 14.100 corresponden al mercado oficial y sobre estos, 8.500 a las dos SOCIMI que cotizan en el IBEX35, una de ellas, reconvertida como tal muy recientemente, es Inmobiliaria Colonial lo que, sin generar en este sentido ninguna alteración de precios en el sector, no constituye una creación de mercado por sí misma.

Gráfico 4: Distribución patrimonio en los REIT en UE

DISTRIBUCIÓN PATRIMONIO EN REITs EN UE	
PAIS	%
UNITED KINGDOM	28,75
ALEMANIA	22,21
HOLANDA	11,69
FRANCIA	9,55
ESPAÑA	4,30
BELGICA	3,61
ITALIA	0,50
OTROS	19,41
Datos EPRA 3T_2017	

Fuente: Epra 3T_2017

Gráfico 5

Países	Fundación	Capital Mínimo	Difusión de la Inversión	Financiación Ajena
UK	2007	50,000 £	Recargo sobre dividendos en accionistas con más de un 10%	Sin Restricciones
Alemania	1995	15,000,000 €	Entre el 15% y el 25% repartido entre accionistas inferiores al 3%. Máximo un solo accionista directo el 10%	Los fondos propios deberán representar al menos el 45 por 100 del valor de mercado de las propiedades inmobiliarias.
Holanda	1969	15,000,000 €	Sin restricciones	Límite de 60% del volumen de activos y el 20% del valor en libros de las inversiones.
Francia	2003	15,000,000 €	El 15% repartido entre accionistas inferiores al 2%. Máximo un solo accionista el 60%	Sin Restricciones
España	2009-2012	5,000,000 €	El 25% (mín.2,000,000 €) repartido entre accionistas inferiores al 5%	Sin Restricciones
Bélgica	2007	1,250,000 €	Sin restricciones	Límite del 65% del valor de los activos, los intereses no pueden suponer más de un 80% de los ingresos totales.
Italia	2007	40,000,000 €	El 35% repartido entre accionistas inferiores al 2%. Máximo un solo accionista el 51%	Sin Restricciones

En Europa destacan por tradición e historia el mercado holandés de los REIT y por envergadura el mercado inglés.

Ambos con un peso significativo en Europa, son respectivamente el primero y tercero en REIT cotizados en bolsa, sin olvidar a Alemania con un peso significativo también en segundo lugar, los ponemos en comparación con otros tantos en el entorno europeo, que si bien en sus regímenes jurídicos comparten características no se rigen exactamente por los mismos principios, ni tienen hoy por hoy, tamaños parecidos.

En el gráfico 4 se puede observar la cuota en patrimonio invertido en los REIT a nivel europeo distribuido por país.

Las principales características de estos países de la UE en lo que a los REIT se refiere son las que muestra el gráfico 5.

A excepción de Holanda y Alemania los mercados europeos se decidieron por la figura del REIT en la década 2000-2010. Reino Unido, España y Bélgica son los países menos restrictivos a efectos de los capitales mínimos.

En lo que se refiere a la difusión de la inversión, Holanda y Bélgica no imponen restricciones, los demás a excepción de los ingleses lo restringen de forma parecida. Exigen un porcentaje a difundir en *free float* repartido en pequeñas participaciones del 2-3 %. En el Reino Unido optan por penalizar fiscalmente las grandes participaciones.

Para el endeudamiento se contraponen dos enfoques, uno sin restricciones y otro que según el país lo limita en base a fondos propios o activos de la Sociedad.

En cuanto a los requisitos relativos a la inversión nos encontramos con distintos enfoques según el país. (véase Gráfico 6)

Por lo demás, pocos países tienen un enfoque exacto en términos de requisitos para invertir, si bien todos ellos sostienen un mínimo a invertir en activos inmobiliarios para su arrendamiento, con diferentes porcentajes en cada caso, así como en otras actividades complementarias del mercado inmobiliario, véase promoción, arrendamiento financiero y otros.

V. Otros vehículos inmobiliarios de inversión colectiva

Las instituciones de inversión colectiva vienen reguladas en la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, y en el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se desarrolla el reglamento de la Ley 35/2003.

Las IIC inmobiliarias, según define el artículo 35 de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, son aquellas de carácter no financiero que tienen por objeto principal la inversión directa en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. Se trata de una figura análoga a las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, fondos y sociedades de capital, por lo que se trata de vehículos regulados, bajo la supervisión de la Comisión del Mercado de Valores, en adelante CNMV.

Gráfico 6

Países	Requisitos de la Inversión	Reparto mínimo de resultados
UK	Al menos 3 inmuebles que representen más del 40% del total. Al menos el 75% dedicado a al alquiler. El 75% de los beneficios procedentes de arrendamientos.	90%
Alemania	Al menos el 75 del total de activos serán inmuebles. El 75% de los beneficios procedentes de arrendamientos, arrendamiento financiero o venta de inmuebles.	90%
Holanda	La actividad se reducirá a la obtención de rentas precedentes de el alquiler y de las inversiones inmobiliarias. Otras actividades a través de filiales.	100%
Francia	Los activos sólo se dedicarán al alquiler, los afectos a otras actividades no superarán el 20% de los activos. El arrendamiento financiero no superará el 50% del total.	85%
España	Al menos el 80 del total de activos serán inmuebles o participaciones en otras SOCIMI. El 80% de los beneficios procedentes de arrendamientos. Promoción a través de filiales.	80%
Bélgica	Cada proyecto inmobiliario no puede suponer más de un 20 por 100 del valor de los activos del REIT.	80%
Italia	Al menos el 80 del total de activos serán inmuebles. El 80% de los beneficios procedentes de arrendamientos, arrendamiento financiero o venta de inmuebles.	85%

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Gráfico 7

	Free Float	Capitalización Bursátil (MM€)	%
Continuo	11.245	14.112	80%
MAB	1.091	8.462	13%
Total	12.336	22.574	55%

Datos Bloomberg Mayo_2018

Fuente: Bloomberg Mayo 2018

Los gestores de estos vehículos tendrán la obligación de calcular un valor liquidativo de estos fondos o sociedades en inversión inmobiliaria con carácter periódico y la política de inversión de estas se regirá por unas normas especiales y asimismo gozará también como las SOCIMI de un régimen fiscal especial.

Entre otras se regirán por las siguientes normas:

- **Las sociedades de inversión inmobiliaria** invertirán, al menos, el 80 % del promedio anual de saldos mensuales de su activo en bienes inmuebles para su arrendamiento. El resto del activo podrán tenerlo invertido en los valores admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación.
- **Los fondos de inversión inmobiliaria** deberán ajustar la inversión de su activo a las siguientes reglas:
  - Al menos el 70 % del promedio anual de saldos mensuales deberá estar invertido en bienes inmuebles para su arrendamiento.
  - Deberán mantener un coeficiente de liquidez mínimo del 10 % del activo total del mes anterior. El cumplimiento del coeficiente se limitará a los meses en los que exista derecho de reembolso de los partícipes, y se calculará sobre la base del promedio diario del coeficiente a lo largo del mes. Este coeficiente deberá materializarse en efectivo, depósitos, cuentas a la vista en una entidad de crédito o en activos o instrumentos de renta fija con plazo de vencimiento o remanente de amortización inferior a 18 meses y compraventas con pacto de recompra de valores de deuda pública, siempre que se negocien en mercados secundarios.
  - El resto del activo únicamente podrá estar invertido en los valores admitidos a cotización en bolsas de valores o en otros mercados o sistemas organizados de negociación.
- Otra norma será aquella por la que ningún bien, incluidos los derechos sobre él, podrá representar más del 35 % del patrimonio total en el momento de su adquisición. A estos efectos, se considerará el valor de mercado de tasación previa a la compra, o el efectivamente pagado o comprometido cuando sea superior al de tasación.
- Estos porcentajes y criterios de inversión deberán alcanzarse por las IIC en el plazo de tres años a partir de su inscripción en el registro especial de la CNMV.

No obstante lo anterior y el potencial desarrollo que pudieran tener estos vehículos, en cierta medida paralelos a las SOCIMI, los cuantiosos requerimientos que suponen a nivel de supervisión por parte de la CNMV, así como la aparente menor liquidez frente a los mercados regulados y a pesar de sus ventajas fiscales, equiparables a las de las SOCIMI o REIT, en la actualidad tan sólo contamos en España con 3 Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) registrados en la actualidad, todos ellos en proceso de liquidación, y en cuanto a Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII) sólo hayamos 4 registrados, uno en liquidación.

Los cuatro vehículos acumulan un patrimonio de 668 M eur a cierre del tercer trimestre de 2017, 108 M eur de Sociedades y 560 M eur de Fondos, en liquidación por tanto más de 600 M eur.

Dado el volumen y la tendencia del sector inmobiliario regulado por la normativa de inversión colectiva no parece que estemos hablando de una alternativa real a las SOCIMI, ya que como hemos comentado en la actualidad estas acumularían de forma aproximada una capitalización bursátil cercana a los 23.000 M eur y un total de activos bajo gestión muy por encima de lo que estos vehículos importan.

VI. Análisis del perfil de inversor en las SOCIMI

A la hora de analizar el perfil del potencial inversor en las SOCIMI se dan distintas posibilidades, uno de los perfiles más habituales va a ser el constituido por patrimonios familiares o empresariales que vehiculizan sus inversiones inmobiliarias a través de una SOCIMI con el objetivo de aprovechar sus ventajas fiscales, o en estos términos aquellos que por el motivo que sea están interesados en obtener estas ventajas y no tienen interés en dar entrada a nuevos accionistas.

Otro perfil sería el de aquellos que en la búsqueda de vehículos bien capitalizados buscan aprovechar coyunturas del mercado favorables, a razón de la reciente crisis inmobiliaria esperaban obtener beneficios del periodo de recuperación, o bien simplemente los que buscan la compra de activos de primera clase con la idea de vender en pocos años.

En la medida que el tiempo va pasando van apareciendo también inversores institucionales, desde compañías de seguros y fondos de pensiones como fondos de inversión internacionales que tienen una visión más a largo plazo.

También juega su papel el inversor minorista, ya que la transformación en SOCIMI de alguna sociedad inmobiliaria con trayectoria, como por ejemplo Colonial, no sólo arrastra

Gráfico 8: Distribución SOCIMI MAB por free float

Distribución SOCIMIs MAB por Free Float			
Free Float	SOCIMIs MAB	Free Float (MM€)	Capitalización Bursátil (MM€)
0-33%	33	491	7.258
33%-66%	8	66	320
67%-100%	10	538	884
	51	1.095	8.462
	Datos Bloomberg Mayo_2018		

Fuente: Bloomberg Mayo 2018

sus propios accionistas sino que va generando notoriedad para el tipo de vehículo, señalando este como el más idóneo. Pero también juega para éste y algún otro perfil inversor la especialización, esto es, la tendencia de las SOCIMI es especializarse, lo que significa la incorporación de equipos gestores con *track record* y una importante mejora de la percepción del producto inmobiliario cotizado. Bien por dedicarse a invertir en activos del sector terciario y comercial, la explotación de centros comerciales, residencias geriátricas y residencias de estudiantes, parecen ser un nuevo nicho de mercado con una gran rentabilidad a largo plazo. No podemos olvidar la vivienda como especialización, que probablemente se va a ir consolidando en el tiempo.

Con todo, si intentamos analizar la parte del accionariado de las SOCIMI que conforma el *free float* y por tanto podemos considerar que se expone al mercado inmobiliario a través de un producto financiero cotizado ya sea en mercado oficial o a través del MAB nos encontramos con escenarios muy dispares según la SOCIMI de que se trate, según fuentes habituales de mercado podremos encontrar desde el caso que no llega ni al 1 % de *free float* hasta aquellas que lo hacen al 100 %. Cabe tener presente que aquellas que cotizan en el MAB no están obligadas a publicar este dato hasta el primer año, con lo que algunas de las compañías analizadas, de las que han empezado a cotizar en 2017, no se podrán analizar a estos efectos.

Lo que sí parece comprobarse es que de las 4 compañías cotizadas en Mercado oficial (descartamos Axiare Patrimonio por estar en proceso de fusión por absorción), ninguna de ellas cuenta con un *free float* inferior al 75 %, superando 3 de ellas el 90 %. Por el contrario, en aquellas que cotizan en el MAB la casuística es muy diversa. (Véase Gráfico 7).

Sobre totales el *free float* en el MAB parece muy inferior que el de las compañías que cotizan en el Mercado oficial, pero no debemos olvidar que en el primero hay muchas más sociedades para una cotización bursátil significativamente menor, y en las que en base a la distribución expuesta a continuación apenas un tercio de ellas cuenta con un *free float* relevante que explique la exposición del inversor minorista a través de este vehículo y del MAB. (véase gráfico 8)

VII. Conclusiones

A la luz de lo expuesto anteriormente el crecimiento de las SOCIMI en número y capital se debe a varios factores: la mejora de su fiscalidad como detonante inicial en la legislación de 2012, el desarrollo del MAB como alternativa de mercado cotizado con menores restricciones a la hora de la incorporación, la oportunidad de participar de la recuperación del sector vivida desde 2013, la consolidación del mercado del alquiler, la creciente especialización de los vehículos y la profesionalización de sus gestores, así como la liquidez y la facilidad de acceso que constituye la transformación de la inversión inmobiliaria en acciones.

Sin duda la SOCIMI se va a convertir en el elemento dinamizador del sector inmobiliario. Ya sea por lo atractivo del mercado inmobiliario en estos últimos años de recuperación o por las ventajas fiscales que ofrecen, han movilizado capitales extranjeros y nacionales situándose en términos de accesibilidad muy por delante de otros vehículos, por regulaciones más complejas, medidas de control, reporte y carga fiscal, entre otros.

A nadie se le escapa que el elemento fiscal ha sido determinante a la hora de la incorporación a los mercados de muchas SOCIMI y todavía lo es, tanto en aquellas que cotizan en el MAB como en el mercado oficial, en buena medida la transformación reciente de Inmobiliaria Colonial así lo demuestra, como también lo hace el crecimiento de Merlin Properties y ello no debería confundirnos, ya que estas compañías junto con las otras tres cotizadas en mercado oficial aportan la gran mayoría de los inversores minoristas expuestos al sector inmobiliario a través de SOCIMI. No obstante, estas grandes corporaciones vía crecimiento patrimonial o transformación en SOCIMI han generado un efecto llamada, popularizando este vehículo.

Por otro lado, la expectativa de una tendencia a la concentración, una vez se vaya consolidando el mercado y en la medida que algunas de las SOCIMI que actualmente cotizan en el MAB den el salto al mercado oficial, parece lógico pensar, que en el futuro próximo el inversor minorista que quiera participar en inmobiliario no podrá obviar este canal. Especialmente debido a que en la actualidad, a excepción de las cotizadas en el mercado oficial, las SOCIMI del MAB han canalizado la exposición al mercado inmobiliario del inversor minorista en una proporción mucho más discreta; de hecho en su mayoría lo hacen en proporciones muy poco significativas.

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Bibliografía:

Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica.

Mercado Alternativo Bursátil. Circular 9/2017, de 22 de diciembre, de Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el MAB de acciones emitidas por empresas en expansión y por sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) – (Texto Refundido)

Mercado Alternativo Bursátil. Circular 2/2013, de 5 de marzo, por la que se establece el régimen aplicable a las sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) cuyos valores se incorporen al MAB.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

FTSE Russell. FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series v8.0. Septiembre, 2017.

FTSE Russell. FTSE EPRA/NAREIT Europe. Indicative Index Weight Data as at Closing on 29 Septiembre, 2017.

Sobre el autor:

Head of Internal Control & Compliance en Trea Asset Management SGIIC SA

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 34
Junio 2018
B 21662-2012

IEF. INSTITUTO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

www.iefweb.org/odf

Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas

Ernesto Akerman Brugués

Gracias a la existencia de instrumentos financieros para gestionar los riesgos causados por inclemencias meteorológicas, ya no hay excusas para no incluir el clima en el *pool* de riesgos habitualmente cubiertos por las empresas. No gestionar este riesgo dejaría a las empresas expuestas a factores con una gran influencia sobre su cuenta de resultados.

Introducción

Toda actividad empresarial, sea cual sea su naturaleza, conlleva siempre una serie de riesgos asociados. A lo largo de la historia, empresas de todo el mundo han destinado una gran cantidad de recursos en intentar cubrir y, por tanto, tratar de mitigar los posibles efectos negativos que un determinado riesgo ha podido suponer en su negocio.

Propongo que hagan el siguiente ejercicio: al azar pregunten a los directores financieros de unas cuantas empresas cuáles son los principales riesgos que tienen que gestionar durante su día a día. Estarán de acuerdo conmigo que entre las respuestas más comunes encontraríamos el riesgo de crédito, el riesgo de tipo de interés, el riesgo de país, el riesgo de tipo de cambio, el riesgo de variación en el precio de las materias primas, etc. Por lo general, sería poco habitual que entre sus respuestas se hallara el riesgo climático. Por otro lado, empresarios y ejecutivos de todo el mundo muestran una especial atención a la evolución diaria de las divisas o a los discursos de política monetaria del Banco Central Europeo o de la Reserva Federal Americana. Pero, ¿estamos seguros que las variaciones en las divisas o en los tipos de interés tienen más efecto en la economía que los cambios en las temperaturas o en las precipitaciones? Dicho de otro modo, ¿es más racional gestionar el riesgo del tipo de cambio o del tipo de interés que el riesgo climático? Esta es una pregunta que toda empresa debería plantearse.

Riesgo climático

Si tuviera que definir riesgo climático de una forma simple diría que es el impacto negativo que una determinada variable meteorológica (precipitación, nieve, viento, radiación solar, etc.) puede causar en una empresa. Es decir, se trata de la potencial incertidumbre sobre la generación de ingresos o posibles pérdidas causada por eventos climáticos no catastróficos. En términos generales, y debido al alto número de sectores empresariales a los que afecta, es

Observatorio de Divulgación Financiera

probable que sea uno de los riesgos de mayor trascendencia a nivel mundial. Es de vital importancia señalar que en muchas ocasiones los eventos climáticos no tienen que ser extremos (tsunamis, tifones, inundaciones, etc.) para que sean perjudiciales; sería suficiente que lloviera unos días por encima o por debajo de lo habitual para que los efectos negativos pudieran ser elevados. En el caso del sector del esquí, ligeros retrasos en las nevadas a partir de mediados del mes de noviembre, históricamente han hecho que se redujeran de forma importante las estimaciones de facturación del sector turístico en las zonas de montaña. En el caso de las aerolíneas, existen unas altas correlaciones entre los niveles de precipitación en el *hub* principal y el total de retrasos que acaban afectando el conjunto de aeropuertos en los que la compañía aérea opera. Por tanto, aquellas empresas cuyos ingresos se ven reducidos por si hace menos o más frio, llueve menos o más, o el viento sopla con menor o mayor intensidad, tienen riesgo climático. Del mismo modo, todos aquellos agentes que pueden sufrir pérdidas económicas derivadas del comportamiento de una o más variables meteorológicas, están sometidos al riesgo climático. Para entender la importancia que este riesgo puede suponer en la economía y, por tanto, en el ámbito empresarial y gubernamental es importante tener en cuenta algunos datos y estudios:

- Según el Departamento de Comercio de los Estados Unidos, el 70 % de las empresas norteamericanas están de alguna manera afectadas por la meteorología.
- El Instituto Meteorológico Británico afirma que el 80 % de la actividad empresarial está sujeta a riesgos climáticos.
- Cada año, se estima que las condiciones meteorológicas desfavorables pueden penalizar hasta un 25 % el producto interior bruto de países industrializados.
- El IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) identifica tres efectos principales de cambio climático en los fenómenos meteorológicos que añaden una mayor urgencia a gestionar estos riesgos. Tendencia a temperaturas más cálidas y extremas, períodos de sequía más largos y mayor volumen de precipitaciones.
- Según un estudio realizado por la Universidad de Stanford y la Universidad de Notre Dame, las compañías que gestionan activamente el riesgo climático pueden ver incrementado su valor de mercado en relación a aquellas que no lo hacen.

Algunos ejemplos de la dependencia climática son: la producción de energía hidroeléctrica, afectada por las precipitaciones; las aerolíneas, afectadas por el frío, las precipitaciones, la nieve y la niebla; las empresas de bebidas y del sector de helados, afectadas negativamente por veranos más fríos de lo habitual; los parques de atracciones, afectados por la lluvia; la generación de energía eólica, que depende del viento; las estaciones de esquí, totalmente dependientes de la nieve; los eventos al aire libre que pueden suspenderse debido a la lluvia.

Un factor muy importante a tener en cuenta es que el riesgo climático es por lo general un riesgo volumétrico y no de precio. Si el tipo de interés a un año sube 50 puntos básicos, los costes de financiación de una empresa se encarecerían 0,5 % por el importe pendiente de devolución. Sin embargo, si la temperatura media de un mes sube o baja tres grados, las ventas de una empresa no suben o bajan tres grados. Es por ello que es preciso realizar correlaciones y análisis de sensibilidades para identificar las variaciones en las magnitudes económicas como consecuencia de la meteorología.

¿Cómo se cubre el riesgo climático?

La constante y rápida evolución de los mercados reaseguradores y de capitales hacia productos de gestión paramétricos (ligados a un índice) permitieron durante la década de los 90 el nacimiento de soluciones dirigidas a minimizar el riesgo causado por la volatilidad meteorológica. Como hasta la actualidad el clima no lo podemos cambiar, los gestores de riesgos encuentran en los instrumentos de cobertura de riesgos climáticos, ampliamente conocidos como derivados climáticos, una posible solución para neutralizar los riesgos causados por la inestabilidad meteorológica y protegerse ante escenarios adversos. Es posible contratar algunos derivados a través de la Chicago Mercantile Exchange pero al ser las problemáticas de cobertura de las empresas tan específicas, muchas de las operaciones son OTC.

Hay unos cuantos pasos, la mayoría de sentido común, que previamente deben tenerse en consideración a la hora de estructurar una operación de cobertura:

1. Identificación de la variable o variables clave que afectan el negocio.
2. Identificación del impacto de la variable meteorológica en los ingresos, márgenes, costes y beneficios.
3. Identificar una fuente fiable y neutral de datos. En el caso de España, por ejemplo, contaríamos con los registros de las estaciones meteorológicas oficiales de la AEMET (Agencia Estatal de Meteorología) o del MeteoCat (Servicio Meteorológico de Catalunya), entre otros. La calidad y disponibilidad de los datos son algunas veces los principales problemas que impiden realizar una operación de cobertura.
4. Identificación del periodo de tiempo durante el cual la influencia de la variable climática es operativa.

5. Cuantificación de la relación entre las variaciones en las variables climáticas y los cambios en el parámetro financiero afectado por el clima.
6. Analizar las sensibilidades.

El objetivo de implementar una cobertura radica en que una vez cuantificados y analizados los diferentes riesgos que la meteorología puede suponer para las actividades de una empresa, éstos se pueden transferir a una tercera parte (aseguradora, reaseguradora, fondo de inversión, etc.) con el objetivo de estabilizar la cuenta de resultados.

Un derivado de clima se basa en un subyacente que no es negociable como sí lo son los subyacentes de los derivados sobre activos financieros convencionales. El subyacente del derivado en este caso son los datos meteorológicos de una estación meteorológica nacional.

Los derivados de clima son un producto de cobertura financiera ante escenarios climatológicos adversos que, en el caso más simple, el comprador paga una prima que le otorga el derecho al cobro de una cantidad determinada si se dan unas condiciones meteorológicas concretas. Sus características principales son:

- Se trata de productos financieros paramétricos, ligados a un índice, cuyo subyacente se compone de observaciones meteorológicas. Por ejemplo, un índice podría ser los litros por metro cuadrado de precipitación en una semana, la temperatura media mensual de un mes o las horas de radiación solar de un año.
- Inexistencia de procesos de peritaje ya que solo importa el comportamiento de la variable meteorológica y por consiguiente no hay que demostrar pérdidas.
- Pago inmediato y determinado objetivamente en base a los registros de una estación meteorológica.

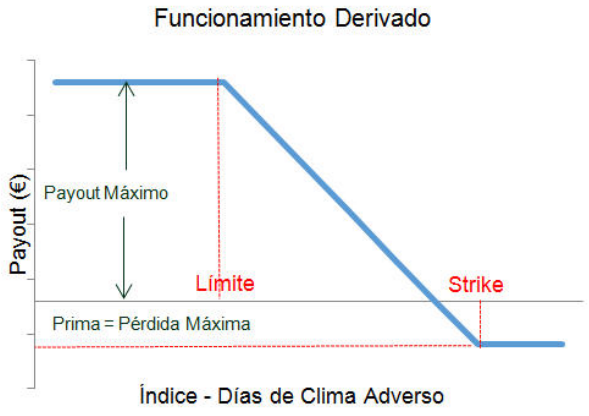
Hay la posibilidad de estructurar coberturas de todo tipo de derivados como Swaps y Collars.

Las operaciones de cobertura se implementan a través de un índice basado en condiciones climáticas (precipitación, temperatura, nieve, velocidad del viento, radiación, etc.) que impiden que la actividad empresarial se desarrolle con normalidad. El índice es el subyacente a partir del cual se realizarán los potenciales pagos.

Una vez elaborado el índice, deben determinarse los parámetros que traducen el índice a una estructura financiera de cobertura y que determinarán la cuantía de la prima:

- Tick (Valor de cada punto del índice)
- Strike (nivel del índice a partir del cual se empieza a pagar el Tick)
- Payout Máximo
- Periodo

Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia

El siguiente grafico ilustra el funcionamiento típico de un derivado climático.

Las transacciones más habituales son con productos cuyo índice depende de la temperatura y la precipitación, si bien, otras variables como el viento, la niebla o la nieve también juegan un papel importante. Por ejemplo, las compañías del sector energético podrían cubrir a través de derivados climáticos las potenciales pérdidas causadas por un invierno más cálido de lo normal (que haría que la gente no encendiera la calefacción) o un verano más frío de lo habitual (que supondría que la gente no encendería el aire acondicionado). En el caso del invierno, dicha cobertura se podría articular con un derivado que pagara cada día que la temperatura media se situara por encima del umbral de 18°C, nivel a partir del cual se considera que la gente no pone la calefacción. Algunos otros ejemplos serían:

- Compañías del sector agrícola podrían proteger sus cosechas frente a inundaciones o periodos de sequía.
- Las centrales hidroeléctricas podrían gestionar el riesgo de caída en la producción de energía causada por los periodos de sequía.
- Estaciones de esquí podrían cubrir el riesgo económico que implicaría que no nevara.
- Las aerolíneas podrían cubrir las pérdidas provocadas por los retrasos causados en los días de lluvia.

Para concluir este apartado enfatizaría que el clima tiene una incidencia muy relevante en el tejido empresarial de una economía, generando importantes pérdidas si las condiciones meteorológicas son adversas. Dichas condiciones se pueden gestionar a través de coberturas eficientes mediante derivados climáticos obteniendo importantes ventajas y beneficios tales como:

1. Estabilidad en los *cash flows* operativos y reducción del riesgo.
2. Pago automático si se dan las condiciones meteorológicas adversas.
3. Gestión alineada con los intereses de los accionistas.

Historia y magnitudes del mercado

El año 1997 supuso el inicio del mercado de derivados de clima. El pistoletazo de salida se dio con las tres transacciones OTC entre la entonces todopoderosa empresa estadounidense Enron, Willis y el conglomerado Koch Industries. Dichas operaciones basadas en los índices de temperatura en las ciudades norteamericanas de Milwaukee y Wisconsin estuvieron estructuradas en formato *swap*, de manera que, unas empresas pagarían a las otras si la temperatura estaba por debajo de un valor del índice en el invierno del 97/98, mientras que las otras, pagarían si la temperatura estaba por encima. La gran mayoría de operaciones posteriores tuvieron como protagonistas el sector energético, tratando de cubrir las pérdidas ocasionadas por inviernos más cálidos de lo normal. Con el paso del tiempo han ido cogiendo fuerza otros sectores como la construcción, la agricultura, el transporte o el turismo.

El segundo hito relevante se produjo en 1999 cuando la Chicago Mercantile Exchange lanzó una plataforma estandarizada de contratación de futuros y opciones para índices de temperatura únicamente para algunas ciudades de Estados Unidos. Posteriormente se amplió el mercado a Canadá, Europa y regiones de Asia y del Pacifico.

En 1999 también se creó la Weather Risk Management Association con el objetivo de representar al mercado y promover la industria. A día de hoy forman parte de la asociación 37 entidades.

La gestión financiera del riesgo climático es una gestión totalmente personalizada, ya que cada empresa tiene unos riesgos muy específicos. Es por ello que muchas de las operaciones llevadas a cabo se realizan a través de OTC. Este hecho dificulta enormemente conocer la dimensión total del mercado. No obstante, según el informe 2011 Weather Risk Derivatives Survey elaborado por PWC para la Weather Risk Management, en el que colaboraron 14 entidades, se puede extraer que: i) en 2011 el valor total nocional de los contratos negociados fue de 11.828 millones de dólares, lo que supuso un crecimiento del 18,4 % respecto a 2010: ii) más del 90 % de las operaciones se llevaron a cabo en Estados Unidos; iii) los contratos sobre temperatura son los más utilizados; iv) el sector energético fue el más importante, con casi el 50 % de las operaciones.

Ejemplo de cobertura

Los meses más importantes de actividad de la empresa Parque Acuático S.L. son julio y agosto, ya que se concentra la mayor parte de su facturación anual. Un clima desfavorable incidirá directamente en un menor número de visitantes y un menor número de horas al día en el que el parque estará operando a pleno rendimiento. La empresa tiene una estructura de costes fijos muy elevada por lo que pequeñas desviaciones en su cifra de negocio, pueden hacerle incurrir en pérdidas. Tras analizar los datos meteorológicos de los últimos 20 años, en los que se observa un importante incremento de las precipitaciones en los meses de julio y agosto, así como una mayor variabilidad climática, la dirección general de la compañía procede a analizar una operación de cobertura, considerando los siguientes parámetros:

Media de visitantes por día soleado: 10.000.
Media de visitantes por día de lluvia: 3.000.
Margen medio por visitante: 20 €.

En este caso en particular se podría plantear como una posible solución a la variabilidad climática, un producto que cubriera la disminución de los ingresos debido a las precipitaciones con las siguientes características:

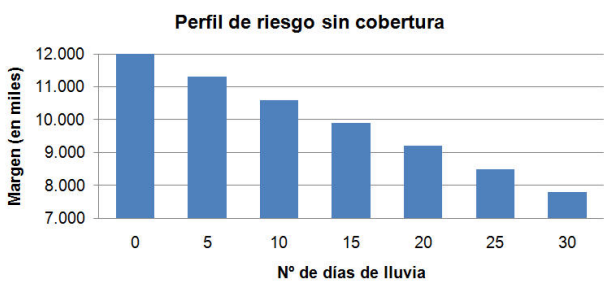
- Producto: opción Call sobre días de lluvia.
- Periodo a cubrir: 1.07.18 – 31.08.18.
- Definición día de lluvia: día en el que el nivel de precipitación sea superior a 3 mm entre las 09.00 y las 19.00 horas (horario de apertura del parque) en la estación meteorológica seleccionada.
- Strike (franquicia): 10 días de lluvia. En este caso empezaría a pagar a partir del onceavo día de lluvia.
- Payout por día de lluvia: 140.000 €. Cantidad que se recibiría por cada día de lluvia una vez superado el Strike.
- Payout máximo: 2.800.000 €.
- Prima: 180.000 €.

Los siguientes dos gráficos muestran un sencillo, teórico e hipotético perfil de riesgo de la empresa, considerando el no realizar o realizar la cobertura. (Véase Gráficos 2 y 3).

Las barras de color azul muestran el margen de la empresa estimado teniendo en consideración diferentes escenarios que podrían suceder durante el periodo analizado. En el caso de implementar una cobertura, el margen de la empresa se vería reducido por el importe de la prima e incrementado por los *payouts* (barras rojas) si se dan las condiciones establecidas para el cobro.

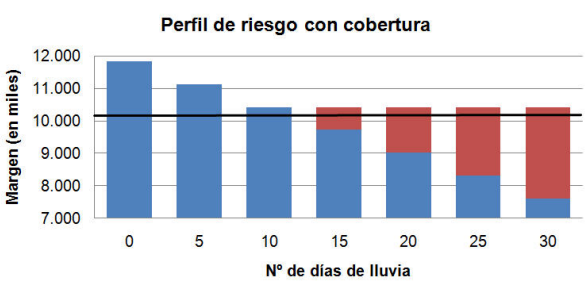
La línea de color negro muestra el nivel de margen que la empresa lograría estabilizar, y por tanto, éste no se vería penalizado si hubiera unas condiciones meteorológicas (en este caso lluvia), que impidieran el correcto desarrollo de la actividad en el parque.

Gráfico 2



Fuente: Epra 3T_2017

Gráfico 3



Fuente: Epra 3T_2017

Problemáticas de los derivados climáticos

Uno de los mayores inconvenientes de los derivados de clima radica en el riesgo base, entendido como el diferencial entre lo que determina la cobertura en base al índice y la pérdida real. El riesgo de base depende fundamentalmente de la proximidad de la estación de medición al lugar donde se quiere realizar la cobertura. Debido a que los fenómenos climáticos, como las precipitaciones, acostumbran a estar bien localizadas, una corta distancia entre la estación meteorológica y el lugar exacto de cobertura podrían generar diferencias entre las pérdidas ocasionadas y los pagos de los derivados. Por tanto, cuanto más cerca de la base meteorológica, menor riesgo de base en este sentido.

Otro factor crítico es la disponibilidad, precisión y calidad de los datos históricos de las estaciones meteorológicas. Es importante por dos motivos. Primero, si no hay un mínimo de histórico suficiente y fiable (por lo general 10 años), no será posible generar un *pricing* y por tanto llevar a cabo una transacción. Sería como tratar de dar una cotización de un seguro de auto sin saber la siniestralidad media de los últimos años de sujetos similares al tomador de la póliza. Por otro lado, la falta de datos facilitaría llevar a cabo muchos errores en el cálculo del índice, y por tanto, en el importe de las indemnizaciones. Este factor podría quedar en gran parte subsanado si hubiera una perfecta recopilación y mantenimiento de las estaciones meteorológicas, cuyos responsables generalmente suelen ser los servicios meteorológicos nacionales.

Finalmente, al tratarse de un mercado en el que muchas operaciones son OTC, existe una importante falta de liquidez y de transparencia en el precio.

Conclusión

Está más que demostrado que los cambios en las condiciones meteorológicas, por ligeros que sean, pueden comprometer los ingresos, costes o beneficios de cualquier empresa. Si bien las compañías no pueden controlar la variabilidad climática, si es posible mitigar su impacto financiero. Durante décadas las empresas han intentado cubrir diferentes tipos de riesgos. Mediante *forwards*, futuros, opciones y *swaps*, entre otros, se han cubierto riesgos relativos a las bolsas de valores, materias primas, tipos de interés o divisas. Siendo para las empresas el clima un factor de riesgo de mayor relevancia que los anteriormente citados, la inexistencia de un mercado, no permitió en su día hacer algo al respecto. En muchos casos el clima ya no será una excusa. Considerando que hay un mercado de riesgo climático lo suficientemente desarrollado como para al menos analizar potenciales operaciones de cobertura, se hace difícil no concluir que aquellas empresas expuestas a factores climáticos deberían sopesar la cobertura de los mismos, beneficiando en múltiples aspectos a la empresa y a sus accionistas. La casi inexistencia de operaciones en España es un reflejo de que quizá el mercado no está todavía preparado para acoger estos productos. Considero que una mayor educación financiera para las empresas en esta materia seria determinante para que cuanto menos se tomaran en serio los riesgos climáticos.

Bibliografía:

1. Pérez-González, Francisco from Stanford University and NBER Hayong Yun from University of Notre Dame: «Risk Management and Firm Value: Evidence from Weather Derivatives», junio 2011. http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=A1ED5B2B5E8BEA4090AF0CD2EAAB5245?doi=10.1.1.645.3246&rep=rep1&type=pdf

2. Mussió, Verónica: «Derivados Climáticos Aplicados a la Agricultura», Argentina, 2005.

3. Myers, R: «What Every CFO Needs to Know About Weather Risk Management», CME Group & Storm Exchange Inc, 2008.

4. Considine, Geoffrey: «Introduction to Weather Derivatives», Aquila Energy, 2000. http://www.cmegroup.com/trading/weather/files/WEA_intro_to_weather_der.pdf.

5. Castro Mariano: «Managing Weather Risk with Rainfall Option», 2009. https://www.econlink.com.ar/files/derivados-climaticos.pdf

6. 2011 Weather Risk Derivative Survey prepared for the Weather Risk Management Association

7. The Weather Business. How companies can protect against increasing weather volatility. Allianz, 2013.

8. Geoffrey Considine, Ph.D., Weather Derivatives Group, Aquila Energy. http://www.cmegroup.com/trading/weather/files/WEA_intro_to_weather_der.pdf

9. Starr-McCluer, Martha. The effects of weather on retail sales. Federal Reserve Board of Governors. Enero 2000.

10. Platen Eckhard and West Jason, «Fair Pricing of Weather Derivatives», julio 2004.

11. www.artemis.bm

12. www.wrma.org

13. www.cmegrouop.com

Sobre el autor:

Ernesto Akerman Brugués es licenciado en Administración de empresas, posee el Certified European Financial Analyst y tiene el postgrado en Dirección Financiera. Ha desarrollado su carrera profesional en las áreas de mercado de capitales, M&A y capital riesgo en empresas como Grupo GVC Gaesco, Grupo Mémora y Caixa Capital Risc, la división de Venture Capital de La Caixa.

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 35
Julio 2018
B 21662-2012

IEF. INSTITUTO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

www.iefweb.org/odf

Evolución del *Equity Crowdfunding* en España, 2011-2017

Marc Montemar Parejo y Dra. Helena Benito Mundet

El trabajo muestra la evolución de las plataformas de *equity crowdfunding* en España desde el 2011, revisando previamente la normativa aplicable a estas plataformas y los beneficios fiscales derivados de la inversión en la mayoría de empresas que publican sus proyectos en ellas.
El estudio realiza un análisis, tanto a nivel estatal como a nivel de comunidad autónoma, del número de proyectos y del volumen de financiación conseguido por este tipo de plataformas, así como del número de inversores y volumen medio invertido por los mismos. Los datos obtenidos muestran un importante incremento de la financiación obtenida mediante el *equity crowdfunding*, y al compararlos con el resto de Europa vemos que el potencial de crecimiento todavía es muy grande.

Palabras clave: Crowdfunding, *Equity Crowdfunding*, *Crowdinvesting*, *Crowdequity*, Financiación Alternativa.

Introducción

Tradicionalmente, las empresas de nueva creación se han financiado, de forma inicial, con recursos provenientes del equipo emprendedor y de personas cercanas a ellos (*family, friends and fools*). En el momento en que estas empresas necesitaban ampliar sus recursos económicos, las formas más usuales eran ampliaciones de capital vía socios externos o *business angels*, o bien, si la empresa empezaba a tener capacidad de generar beneficios, vía préstamos, frecuentemente proporcionados por la banca.

En los últimos años han surgido nuevas formas de financiación, alternativas a las planteadas con anterioridad, entre las cuales nos queremos centrar de forma especial en una de ellas, conocida como *crowdfunding*, que se basa en la realización de aportaciones, normalmente pequeñas, por parte de muchos inversores, que permiten obtener los recursos necesarios para dar continuidad a la empresa.

Existen 4 tipos de *crowdfunding*:

Equity-based crowdfunding: también conocido como *crowdequity* o *crowdinvesting*, consiste en la realización de aportaciones dinerarias por parte de múltiples inversores a cambio de la adquisición de acciones o participaciones de una sociedad.

Observatorio de Divulgación Financiera

Lending-based crowdfunding: denominado también *crowdlending*, consiste en la realización de aportaciones dinerarias por parte de múltiples inversores en forma de préstamo a cambio de recuperar el capital invertido y obtener unos intereses adicionales proporcionales al capital invertido.

Reward-based crowdfunding: El *crowdfunding* de recompensa permite obtener recompensas a cambio de las aportaciones realizadas. Estas recompensas se pueden dar en forma de reconocimientos, servicios o productos usualmente relacionados con el proyecto financiado. Muchas veces se utiliza este modelo como una forma de realizar preventas del producto o servicio que la empresa financiada pretende ofrecer.

Donation-based crowdfunding: El *crowdfunding* de donación es utilizado para financiar causas que aporten bienestar a la sociedad. Es el típicamente utilizado por organizaciones sin ánimo de lucro. El único tipo de recompensa que obtiene quien aporta fondos es la satisfacción de haber participado en la campaña.

El estudio que presentamos se ha centrado en analizar la evolución en España del *equity-based crowdfunding*.

Los datos analizados nos muestran que, desde las primeras actividades financiadas en España con *crowdfunding*, en el año 2011, y hasta el 2017, las plataformas de *equity crowdfunding* han permitido levantar en nuestro país un capital de casi 50 millones de euros.

En este trabajo analizamos la evolución de las plataformas de *crowdequity* en nuestro país desde su implantación en el año 2011, realizando un repaso previo de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, en la que se establece el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa. Por otro lado exponemos los beneficios fiscales que permite obtener la inversión en la mayoría de los proyectos publicados por este tipo de plataformas. A continuación, basándonos en los estudios *Moving Mainstream, Sustaining Momentum y Expanding Horizons* realizados por la Universidad de Cambridge, presentamos la evolución del *equity crowdfunding* en Europa, mostrando finalmente los datos obtenidos en nuestro estudio tanto a nivel estatal como a nivel de comunidad autónoma.

El principal objetivo de este estudio es el de demostrar el importante crecimiento en nuestro país de este novedoso sistema de financiación, y como éste puede ser de gran apoyo, tanto para las empresas de nueva creación como para aquellas de pequeña capitalización que pretenden expandir su modelo de negocio.

Los resultados obtenidos muestran un claro incremento tanto del número de proyectos financiados mediante este nuevo tipo de financiación alternativa, como del volumen de financiación conseguido en cada uno de los mismos. También nos muestran como cada vez es mayor el número de inversores que participan de forma activa en los proyectos financiados por las plataformas de crowdequity.

Metodología

En base al estudio realizado, hemos establecido que el nacimiento de las plataformas de *crowdfunding* de inversión en nuestro país fue en el año 2011. También hemos identificado los principales actores en el sector, que son: Crowdcube, La Bolsa Social, CapitalCell, Lignum Capital, Mynvest, TheCrowdAngel, StartupXplore, Inverem, Socios Inversores, Adventureros, Einicia, Welcome Capital y Fellow Funders. El estudio se ha realizado con los datos aportados por estas plataformas, que representan prácticamente la totalidad de los proyectos financiados en España mediante *crowdequity* durante los últimos años.

También se han encontrado otras plataformas que actuaban como plataformas de equity *crowdfunding*, entre las que se encontrarían Bihoop, Álzate, Ynversion, Lemon Fruits, SeedQuick, Inversore, Nuuki e Inproxect. Estas se han descartado del estudio debido a que o bien no están activas o bien ya no publican proyectos de *crowdequity* en sus webs.

Una vez identificadas las principales plataformas, se ha procedido a determinar cuáles son los datos necesarios para poder realizar el estudio, teniendo en cuenta los aspectos que más se tratan en los estudios previos que hemos analizado. Siguiendo los criterios aplicados en estos estudios, se ha establecido que los datos principales son: proyectos financiados, tipos o categoría del proyecto, importe financiado por proyecto, número de inversores por proyecto, año de cada ronda de financiación, y país y localidad del proyecto.

Se ha realizado la investigación/recopilación de los datos necesarios mediante la consulta de los datos facilitados en las webs por las plataformas mencionadas, además del envío de encuestas y/o realización de entrevistas personales con los responsables de estas empresas.

Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa

Tras varios años sin una regulación específica al respecto, en el 2015 se aprueba la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, donde se regulan nuevas figuras en donde, entre otras estipulaciones, se establece el régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa.

En esta Ley se definen las plataformas de financiación participativa de la siguiente forma:

«*Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web*

Tabla 1: Plataformas registradas en la CNMV, 14/2/2018

Registro oficial CNMV Plataformas financiación participativa				
Denominación Social	**No. Registro Oficial**	**Fecha de Registro**	**Página Web**	**Tipo**
LA BOLSA SOCIAL, PFP, S.L	1	15/12/15	https://www.bolsasocial.com/	Equity Crowdfunding
SOCIOSINVERSORES 2010 PFP, S.L.	2	15/7/16	https://www.sociosinversores.com/	Equity Crowdfunding
TUTRIPLEA FINANCE PFP, S.L	3	27/7/16	http://www.mytriplea.com/	Crowdlending
LIGNUM CAPITAL, PFP, S.L.	4	27/7/16	http://www.lignumcap.com/	Equity Crowdfunding
SOCIEDAD ECONOMICA PARA EL DESARROLLO DE LA FINANCIACION ALTERNATIVA COLECTUAL PFP, S.L.	5	21/9/16	www.colectual.com	Crowdlending
EASY FINANCING CLUB, PFP, S.L.	6	21/9/16	www.excelend.com	Crowdlending
GROW.LY PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.	7	14/10/16	www.growly.es	Crowdlending
LENDIX ESPAÑA, PFP, S.L.	8	14/10/16	https://es.lendix.com	Crowdlending
SOCILEN, PFP, S.L.	9	21/10/16	https://www.socilen.com/	Crowdlending
ECROWD INVEST PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.	10	21/10/16	WWW.ECROWDINVEST.COM	Crowdlending
CROWDCUBE SPAIN PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.A.	11	30/11/16	WWW.CROWDCUBE.ES	Equity Crowdfunding
FELLOW FUNDERS, PFP, S.A.	12	2/12/16	www.fellowfunders.es	Equity Crowdfunding
ARBOL FINANCE, PFP, S.L.	13	29/12/16	www.arboribus.com	Crowdlending
ADVENTUREROS, PFP, S.L.	14	13/2/17	www.adventureros.es	Equity Crowdfunding+Crowdlending
WELCOME CAPITAL PLATAFORMA DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA, S.A.	15	13/2/17	www.welcomecapital.es	Equity Crowdfunding+Crowdlending
EINICIA CROWDFUNDING PFP, S.L.	16	13/2/17	www.einicia.es	Equity Crowdfunding+Crowdlending
CAPITAL CELL CROWDFUNDING PLATAFORMA DE FINANCIACION PARTICIPATIVA, S.L.	17	17/3/17	WWW.CAPITALCELL.NET	Equity Crowdfunding
THE CROWD ANGEL, PFP, S.L.	18	24/3/17	WWW.THECROWDANGEL.COM	Equity Crowdfunding
STARTUPXPLORE, PFP, S.L.	19	21/4/17	https://startupxplore.com	Equity Crowdfunding
HOUSERS GLOBAL PROPERTIES, PFP, S.L.	20	2/6/17	www.housers.com	Crowdfunding Inmobiliario
CIVISLEND PFP, S.A.	21	6/10/17	www.civislend.com	Crowdlending Inmobiliario
CROWDHOUSE WORLDWIDE PFP, S.L.	22	19/1/18	www.icrowdhouse.com	Crowdfunding Inmobiliario

Fuente: Web de la CNMV

u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores.

No tendrán la consideración de plataformas de financiación participativa las empresas que desarrollen la actividad prevista en el apartado anterior cuando la financiación captada por los promotores sea exclusivamente a través de:

a) Donaciones.
b) Venta de bienes y servicios.
c) Préstamos sin intereses."

También se indica que los proyectos de financiación participativa se podrán instrumentar mediante:

- Emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital.(*Crowdequity*)
- Emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada.(*Crowdequity*)
- Solicitud de préstamos.(*Crowdlending*)

A continuación se relacionan los aspectos más relevantes de esta ley aplicables a las plataformas de equity *crowdfunding*:

Plataformas de financiación participativa

Las empresas que quieran actuar como plataformas de financiación participativa deberán solicitar autorización para su registro como tales en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una vez concedida la autorización, quedarán inscritas en un registro que será público y contendrá los datos actualizados de la denominación social, la dirección de dominio de Internet y el domicilio social de la plataforma de financiación participativa, así como la identidad de los administradores y una relación de los socios con participación significativa.

La denominación «plataforma de financiación participativa», así como su abreviatura «PFP» quedará reservada para estas entidades, las cuales deberán incluirlas en su denominación social.

Ninguna persona física o jurídica no autorizada como PFP podrá ejercer las actividades que quedan legalmente reservadas a estas.

Las PFP deberán publicar en su web el funcionamiento básico de la plataforma indicando cómo se seleccionan los proyectos, cómo se trata la información proporcionada por los promotores, así como los criterios de publicación. También deberá advertir, entre otros, de los riesgos de no obtener los rendimientos esperados, de la posible dilución de la participación en la sociedad, de no recibir dividendos, de no poder influir en la gestión de la sociedad, de las

Tabla 2: Volumen de mercado por país de la financiación alternativa en Europa

2016 Online Alternative Finance Volume by Country		
Country	M€	Market Volume per Capita(€)
UK	5.608	85,44
France	444	6,64
Germany	322	3,89
Netherlands	194	11,41
Finland	142	25,88
Spain	131	2,82
Italy	127	2,1
Georgia	103	27,58
Denmark	88	15,36
Sweden	86,5	8,73
Estonia	82,5	62,68
Ireland	76,8	16,09

Fuente: Estudio *Expanding Horizons* de la Universidad de Cambridge

Tabla 3: Volumen de mercado por tipología de la financiación alternativa en Europa

2016 Market Share by Alternative Finance Model (excl. UK)		
Model	M€	%
Peer-to-Peer Consumer Lending	696,81	33,8%
Peer-to-Peer Business Lending	349,96	17,0%
Invoice Trading	251,87	12,2%
Equity-based Crowdfunding	218,64	10,6%
Reward-based Crowdfunding	190,76	9,2%
Real Estate Crowdfunding	109,45	5,3%
P2P Property Lending	95,15	4,6%
Balance Sheet Business Lending	59,13	2,9%
Donation-based Crowdfunding	32,4	1,6%
Debt-based Securities	22,85	1,1%
Balance Sheet Consumer Lending	16,74	0,8%
Mini-Bonds	10,16	0,5%
Profit Sharing	8,36	0,4%
Balance Sheet Property Lending	1	0,05%
TOTAL	**2.063,28**	**100%**

Fuente: Estudio *Expanding Horizons* de la Universidad de Cambridge

restricciones a la libre transmisibilidad de las participaciones y de la falta de liquidez que implica la inversión en este tipo de proyectos. En la web también se deberán publicar las tarifas aplicables a los inversores y a los promotores, el procedimiento de contratación y la forma de facturación.

Las PFP, deberán tener un capital social íntegramente desembolsado en efectivo por valor igual o superior a 60.000 € o bien disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional, aval o garantía equivalente que permita cubrir reclamaciones de daños en caso de negligencia de un mínimo de 300.000 € por reclamación y de un total de 400.000 € anuales para todas las reclamaciones. También se permite una combinación de capital social y seguro, aval o garantía que en total dé cobertura a los aspectos comentados con anterioridad.

Las plataformas de financiación participativa que estuvieran ejerciendo esta actividad con anterioridad a la publicación de esta Ley, deberán solicitar la inscripción en el registro correspondiente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y adaptarse a esta Ley en el plazo de 6 meses desde su entrada en vigor. Cuando hayan transcurrido quince meses desde la entrada en vigor de esta Ley, si estas plataformas no han sido inscritas, no podrán realizar nuevas operaciones, aunque podrán concluir las que tuvieran pendientes en el momento de entrada en vigor de esta Ley.

A 14 de febrero de 2018, se habían registrado 22 plataformas, que se recogen en la tabla 1.

De las 22 plataformas registradas, 8 corresponden a plataformas de equity *Crowdfunding*, 8 a plataformas de *crowdlending*, 3 mixtas que pueden publicar tanto proyectos de *crowdequity* como de *crowdlending* y 3 plataformas de *crowdfunding* inmobiliario.

Proyectos

Se establece un límite económico por proyecto de 2 millones de euros, éste límite se podrá ampliar hasta 5 millones de euros cuando los proyectos se dirijan de forma exclusiva a inversores acreditados.

Las plataformas deberán establecer para cada proyecto un objetivo de financiación, así como un plazo máximo durante el cual los inversores puedan participar en la financiación de cada uno de los proyectos. Tanto el plazo como el objetivo de financiación se podrán ampliar hasta un máximo del 25 % de lo establecido en la plataforma. Si un proyecto no alcanza el 90 % del objetivo de financiación publicado, las plataformas deberán devolver a los inversores las cantidades aportadas.

Ningún promotor podrá tener publicado de forma simultánea más de un proyecto en la misma plataforma.

Proyectos vinculados

Las plataformas podrán participar en los proyectos publicados siempre y cuando su participación no supere el 10 % del objetivo de financiación establecido en cada proyecto, tampoco les está permitido tener control sobre la empresa. Solamente podrán publicar proyectos de los que sean promotores siempre y cuando la suma de dichos proyectos, en cada ejercicio, no supere el 10 % de todos los fondos recaudados durante el año anterior. Todo lo comentado anteriormente también se aplica a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de estas plataformas, así como a sus familiares más cercanos.

Las plataformas de financiación participativa no podrán participar en proyectos publicados por el resto de plataformas.

Inversores

La Ley clasifica a los inversores como inversores acreditados e inversores no acreditados. Para que las personas físicas

Tabla 4: Volumen de mercado por tipología de la financiación alternativa en España

Estudios Universidad de Cambridge										
Model	2012		2013		2014		2015		2016	
	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%	M€	%
Estudio Universidad de Cambridge 2015(Moving Mainstream)										
Online Alternative Finance Market Volumes	**10**	**100%**	**29**	**100%**	**62**	**100%**				
Equity-based Crowdfunding	1,2	12%	6,2	21%	10,5	17%				
Peer-to-Peer Business Lending	0,6	6%	2,8	10%	13,7	22%				
Reward-based Crowdfunding	8,1	81%	19,5	67%	35,1	57%				
Invoice Trading	0	0%	0	0%	0,6	1%				
Donation-based Crowdfunding	0,3	3%	0,6	2%	0,8	1%				
Real Estate Crowdfunding										
Peer-to-Peer Consumer Lending										
Estudio Universidad de Cambridge 2016(Sustaining Momentum)										
Online Alternative Finance Market Volumes			**17**	**100%**	**36**	**100%**	**50**	**100%**		
Equity-based Crowdfunding			6,2	36%	10,5	29%	5,3	11%		
Peer-to-Peer Business Lending			2,8	16%	13,7	38%	21,8	44%		
Reward-based Crowdfunding			7,5	44%	9,1	25%	9,4	19%		
Invoice Trading			0	0%	0,6	2%	7	14%		
Donation-based Crowdfunding			0,6	4%	0,8	2%	3	6%		
Real Estate Crowdfunding			0	0%	0	0%	2,9	6%		
Peer-to-Peer Consumer Lending			0	0%	0	0%	0,5	1%		
Estudio Universidad de Cambridge 2017(Expanding Horizons)										
Online Alternative Finance Market Volumes			**17**	**100%**	**36**	**100%**	**50**	**100%**	**131**	**100%**
Equity-based Crowdfunding			6,2	36%	10,5	29%	5,3	11%	10,1	8%
Peer-to-Peer Business Lending			2,8	16%	13,7	38%	21,8	44%	44,5	34%
Reward-based Crowdfunding			7,5	44%	9,1	25%	9,4	19%	13,6	10%
Invoice Trading			0	0%	0,6	2%	7	14%	14,4	11%
Donation-based Crowdfunding			0,6	4%	0,8	2%	3	6%	3,2	2%
Real Estate Crowdfunding			0	0%	0	0%	2,9	6%	26	20%
Peer-to-Peer Consumer Lending			0	0%	0	0%	2	4%	2	2%
Balance Sheet Consumer Lending			0	0%	0	0%	0	0%	16	12%
Balance Sheet Property Lending			0	0%	0	0%	0	0%	1	1%
Balance Sheet Business Lending			0	0%	0	0%	0	0%	0,1	0%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de los estudios Moving Mainstream, *Sustaining Momentum y Expanding Horizons* realizados por la Universidad de Cambridge

puedan actuar como inversores acreditados, deben acreditar unos ingresos anuales superiores a los 50.000 € o bien un patrimonio financiero superior a 100.000 €, además deben solicitar a las plataformas el ser consideradas como inversores acreditados antes de realizar cualquier inversión, así como renunciar de forma expresa a su tratamiento como inversores no acreditados. Las plataformas deberán realizar una evaluación de la experiencia y conocimientos de los clientes para asegurarse de que estos pueden tomar sus propias decisiones de inversión y comprenden los riesgos asociados.

Límites de inversión para inversores no acreditados

Los inversores no acreditados no podrán invertir en un mismo proyecto publicado un importe superior a 3.000 €. Tampoco podrán invertir, en un periodo de doce meses, un importe superior a 10.000 € en los proyectos publicados en el conjunto de plataformas.

Beneficios fiscales a la inversión en *equity crowdfunding*

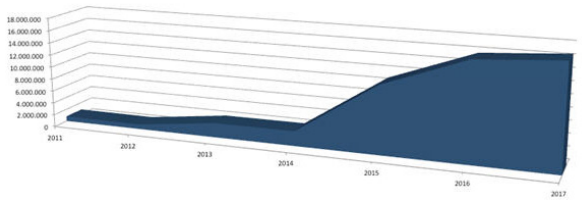
La Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, incorpora una nueva deducción en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas con efectos desde el 29 de septiembre de 2013.

Las inversiones realizadas en empresas de nueva o reciente creación tienen derecho a una deducción del 20 % del capital aportado en la cuota estatal del IRPF. En la posterior desinversión, si esta tiene lugar en el plazo de entre tres y doce años, la ganancia de capital se declarará exenta, siempre y cuando se reinvierta en otra entidad de nueva o reciente creación. La inversión máxima deducible anualmente en este tipo de empresas, siempre que éstas cumplan unas determinadas condiciones, será de 50.000 €, que correspondería a una deducción máxima de 10.000 € por año.

Adicionalmente a las deducciones estatales, algunas comunidades autónomas también contemplan deducciones fiscales sobre la parte autonómica del IRPF. Estas deducciones se podrán aplicar siempre y cuando la residencia fiscal de la empresa en la que se invierte, coincida con la residencia fiscal del inversor. En la mayoría de los casos, a excepción de algunas comunidades autónomas, para poder aplicar la deducción fiscal, las empresas financiadas deben tener en el momento de realizar la inversión una edad máxima de 3 años, además dicha inversión se debe conservar durante un periodo también de 3 años.

A continuación se detallan las deducciones fiscales sobre el capital invertido establecidas en las diferentes comunidades autónomas:

Gráfico 1: Financiación obtenida en España mediante equity crowfunding, €



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

- Andalucía: 20 % hasta un límite de 4.000 € anuales.
- Aragón: 20 % hasta un límite de 4.000 € anuales.
- Baleares: 20 % hasta un límite de 600 € anuales.
- Cantabria: 15 % hasta un límite de 1.000 € anuales.
- Castilla y León: 20 % hasta un límite de 10.000 € anuales.
- Cataluña: 30 % hasta un límite de 6.000 € anuales. Esta deducción se podrá ampliar hasta un 50 % y 12.000 € si la inversión se realiza en sociedades creadas o participadas por universidades o centros de investigación.
- Extremadura: 20 % hasta un límite de 4.000 € anuales.
- Galicia: 20 % hasta un límite de 4.000 € anuales.
- Madrid: 20 % hasta un límite de 4.000 € anuales.
- Murcia: 20 % hasta un límite de 4.000 € anuales.
- Navarra: 20 % hasta un límite de 4.000 € anuales.
- País Vasco: 20 % hasta un límite de 10.000 € anuales.

Evolución del equity *crowdfunding*

En los estudios publicados por la Universidad de Cambridge *Moving Mainstream* (2015), *Sustaining Momentum* (2016) y *Expanding Horizons* (2017) se recogen los datos correspondientes a la financiación conseguida en Europa por parte de las diferentes formas de financiación alternativa durante el periodo comprendido entre los años 2012 y 2016. En los estudios se incluye, no solo la financiación conseguida mediante equity *crowdfunding*, sino toda la inversión levantada mediante los diferentes tipos de financiación alternativa. Además de la información agregada, los estudios también incluyen un desglose pormenorizado de cada una de las siguientes áreas geográficas: Francia, Alemania, Holanda, Países Nórdicos, Europa del Este y Central, Italia y España.

Según los datos presentados en el estudio *Expanding Horizons*, el volumen total en Europa, incluyendo el Reino Unido, del mercado de financiación alternativa en el año 2016 fue de 7.671 millones de euros, de los cuales un 73 % corresponde al Reino Unido y el 27 %, al resto de Europa.

Excluyendo el Reino Unido, este mercado movió 2.063 millones de euros en el 2016, 1.019 millones de euros en el 2015, 594 millones en 2014 y 326 millones en el 2013. Esto representa unos crecimientos del 82 % entre los 2013 y 2014, del 72 % entre los 2014 y 2015 y del 101 % entre los 2015 y 2016.

En la tabla 2 podemos observar el volumen total y por habitante del mercado de financiación alternativa en el año 2016, de los países con mayor volumen de financiación alternativa.

En la tabla 3 se muestra el volumen de mercado en Europa, excluyendo el Reino Unido, clasificado por tipología de financiación.

Como podemos observar en la tabla 3, en el año 2016, el *equity crowdfunding* movió en Europa, excluyendo el Reino Unido, un volumen de 218,64 millones de euros. El estudio también indica que, en cuanto al *equity crowdfunding* se refiere, la media de financiación por proyecto en Europa en el año 2016, excluyendo el Reino Unido, fue de 324.608 €.

En la tabla 4 se muestran los importes y porcentajes financiados en España mediante financiación alternativa para cada una de las diferentes categorías.

En el estudio *Sustaining Momentum* publicado en el 2016 observamos una rectificación muy importante respecto al estudio *Moving Mainstream* publicado en el 2015 en la categoría de *crowdfunding* de recompensa. Según los autores, los datos del estudio *Moving Mainstream* eran incorrectos e incluían una significativa sobreestimación del volumen total de actividad correspondiente al *crowdfunding* de recompensa, estos datos se corrigieron en el estudio Sustaining Momentum.

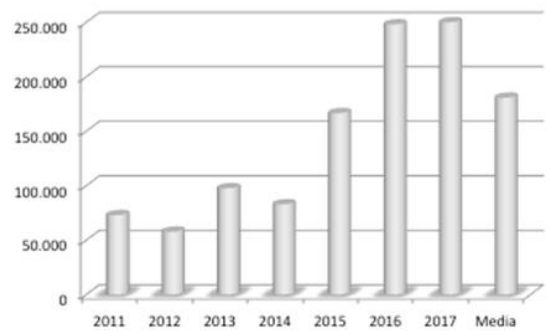
Si nos centramos en la parte del estudio de la Universidad de Cambridge correspondiente al *equity crowdfunding* en nuestro país, observamos un crecimiento exponencial de este tipo de financiación alternativa entre los años 2012 y 2014, viendo posteriormente una importante caída del importe financiado en el 2015. Este último dato no

Tabla 5: Financiación media por proyecto, €

Media de € por Proyecto			
Año	€	NºProyectos	€/Proyecto
2011	801.000	11	72.818
2012	749.500	13	57.654
2013	2.340.000	24	97.500
2014	2.399.405	29	82.738
2015	10.988.051	66	166.486
2016	15.866.782	64	247.918
2017	16.743.672	67	249.906
Total	**49.888.410**	**274**	**182.074**

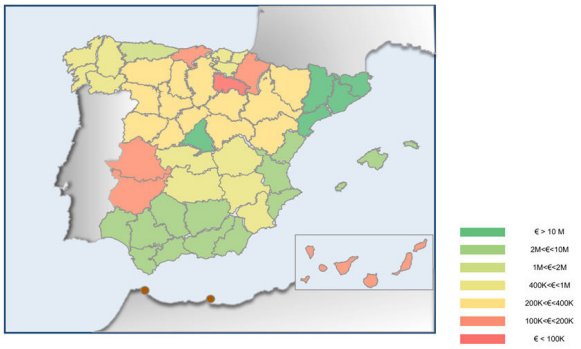
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

Gráfico 2: Financiación media por proyecto, €



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

Mapa 1: Distribución del volumen financiado por comunidad autónoma, €



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

coincide con los resultados obtenidos en nuestro estudio, en el que observamos que, además de tener un crecimiento importante de forma agregada en el año 2015 respecto al año 2014, ninguna de las plataformas que hemos analizado muestra una reducción del importe financiado en el 2015 respecto al año anterior.

Tal y como comentábamos en la introducción de este artículo, nuestro estudio se ha centrado en analizar todas las plataformas de *equity crowdfunding* que continuaban en activo en España durante el año 2016. Somos conscientes pues, que para los primeros años faltan los datos de aquellas plataformas que han desaparecido o están inactivas. También nos consta que en algunos casos algunas plataformas informaron sobre los volúmenes de inversión totales de rondas en las que éstas solamente eran partícipes de una parte de las mismas.

Debido a la inexistencia de una regulación específica en nuestro país de las plataformas de financiación participativa con anterioridad al año 2015 es muy difícil establecer, al menos en los financiados antes del 2015, qué proyectos corresponden a un *equity crowdfunding* puro o a un tipo distinto de interacción entre diversas personas, como podrían ser *business angels*, para crear una empresa o poner en marcha un nuevo proyecto o estrategia empresarial.

La primera plataforma de *equity crowdfunding* que se creó en nuestro país fue Sociosinversores, en el año 2011. La seguirán, en el año siguiente, The Crowd Angel, y en el 2013 se añade Inverem. En el año 2014 entran en acción CrowdCube y CapitalCell, en el 2015 Lignum Capital, La Bolsa Social y StartupXplore, en el 2016 Mynvest y Fellow Funders y en el 2017 Adventureros, Welcome Capital y Einicia.

Tal y como se puede observar en el gráfico 1, los datos analizados nos muestran un incremento exponencial del

Tabla 6: Financiación anual por comunidades autónomas, €

Comunidad Autónoma	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total	%
Catalunya	70.000 €		908.500 €	1.401.900 €	3.537.813 €	5.731.326 €	9.876.710 €	21.526.249 €	43,15%
Comunidad de Madrid	350.000 €	377.000 €	345.000 €	196.290 €	1.999.540 €	5.719.032 €	3.762.161 €	12.749.023 €	25,56%
Andalucía	50.000 €	24.000 €	411.500 €	232.400 €	1.585.750 €	1.798.284 €	507.164 €	4.609.098 €	9,24%
Islas Baleares			88.000 €		1.800.000 €	200.000 €	645.493 €	2.733.493 €	5,48%
Comunidad Valenciana		135.000 €	36.000 €	16.000 €	340.118 €	1.017.880 €	931.396 €	2.476.394 €	4,96%
Asturias			200.000 €		980.000 €			1.180.000 €	2,37%
Galicia				126.000 €		348.060 €	401.050 €	875.110 €	1,75%
NA	176.000 €	176.000 €	143.000 €	213.815 €	58.000 €			766.815 €	1,54%
Castilla La Mancha				25.000 €		250.000 €	341.620 €	616.620 €	1,24%
Murcia		2.500 €			75.000 €	500.000 €		577.500 €	1,16%
País Vasco			40.000 €		145.000 €		278.078 €	463.078 €	0,93%
Castilla León				40.000 €	320.000 €	20.000 €		380.000 €	0,76%
Aragón						282.200 €		282.200 €	0,57%
Extremadura	140.000 €		40.000 €		19.000 €			199.000 €	0,40%
Cantabria	15.000 €			130.000 €				145.000 €	0,29%
Islas Canarias			28.000 €	18.000 €	72.000 €			118.000 €	0,24%
Navarra			100.000 €					100.000 €	0,20%
Extranjero		10.000 €			55.830 €			65.830 €	0,13%
La Rioja		25.000 €						25.000 €	0,05%
Total general	**801.000 €**	**749.500 €**	**2.340.000 €**	**2.399.405 €**	**10.988.051 €**	**15.866.782 €**	**16.743.672 €**	**49.888.410 €**	**100%**

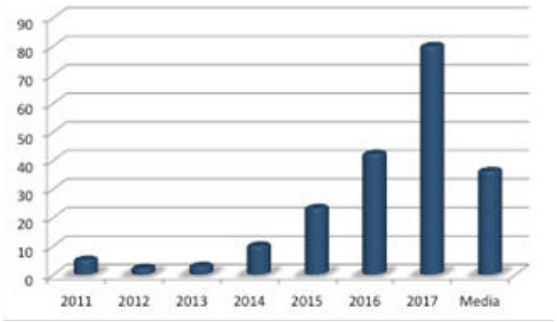
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

Tabla 7: Media de inversores por proyecto, Nº

Media de Inversores por Proyecto	
Año	Inversores/Proyecto
2011	5
2012	2
2013	3
2014	10
2015	23
2016	42
2017	80
Media	**36**

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

Gráfico 3: Media de inversores por proyecto, Nº



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

importe de financiación obtenido mediante este tipo de plataformas, especialmente a partir del 2014, pasando de los 801.000 € en el año 2011 a los casi 20 millones de euros en el año 2017.

En conjunto, desde la creación de las plataformas de *equity crowdfunding* hasta finales del 2016, estas plataformas han conseguido casi 50 millones de euros para financiar un total de hasta 274 proyectos.

Analizando la evolución año a año, en la tabla 5 se muestran los importes y los proyectos financiados, así como la media de euros levantados por proyecto, cuya evolución también viene representada en el gráfico 2.

En cuanto a volúmenes de financiación gestionados por las plataformas de crowdequity, vemos que en el año 2011 se financiaron 801.000 € y, a pesar de existir una pequeña bajada en el año 2012 del volumen de financiación levantado hasta los 749.500 €, el volumen vuelve a incrementarse de forma considerable hasta los 2.340.000 en el año 2013 y hasta los 2.399.405 en el año 2014. En el 2015, el volumen de financiación se incrementa rápidamente hasta los 10.988.05 € y durante el 2016 se consigue incrementar en casi un 50 % la cifra hasta los 15.866.782 €. Durante el año 2017 las plataformas de equity *crowdfunding*, con base en España, financiaron 16.743.672 €.

Aunque pueda parecer que en el último año el incremento de la inversión en *crowdequity* en nuestro país no es muy elevado, cabe destacar que los datos no incluyen la financiación de proyectos que las plataformas han decidido publicar en sedes de otros países, como es el caso de Housers, Santamanía y Loanbook. Crowdcube financió estos tres proyectos, con una financiación agregada de más de 2,5 millones de euros, a través de crowdcube.com, con sede en el Reino Unido.

Respecto al número de proyectos financiados y del importe medio de los mismos, en el año 2011 se consiguen financiar 11 proyectos mediante este novedoso sistema de financiación en España, denominado equity *crowdfunding*, levantando un capital medio por proyecto de 72.818 €. En el año siguiente observamos que el número de proyectos financiados asciende a 13, aunque el capital medio financiado por proyecto desciende hasta 57.654 €. Este importe medio por proyecto pasa casi a duplicarse en el año 2013 hasta los 97.500 €, siendo 24 los proyectos financiados. En el año 2014 las plataformas de *crowdequity* financiaron 29 proyectos con una financiación media de 82.738 € por proyecto y a partir del 2015 podemos observar un notable aumento, ascendiendo el número de proyectos financiados a 66 y el capital medio levantado por proyecto de 166.486 €. En el 2016 se financiaron 64 proyectos, siendo la financiación media de los mismos de 247.918 € y durante el 2017 se financiaron 67 proyectos con una media de financiación de 249.906 €.

La evolución nos muestra que, de forma general, además de ser cada vez mayor tanto el número de proyectos financiados como el importe total levantado año tras año, los proyectos financiados son cada vez de mayor importe. En el estudio realizado se han detectado muchas empresas que tras conseguir una exitosa ronda de financiación en su nacimiento, continúan utilizando este tipo de plataformas en etapas posteriores, solicitando importes superiores a los solicitados en la primera ronda, para financiar su crecimiento.

Distribución autonómica del *equity crowdfunding* en España

Si analizamos la evolución de este fenómeno por distribución geográfica, en el mapa 1 se muestra el capital levantado mediante *equity crowdfunding* en el Estado español distribuido por comunidades autónomas, durante el periodo 2011-2017.

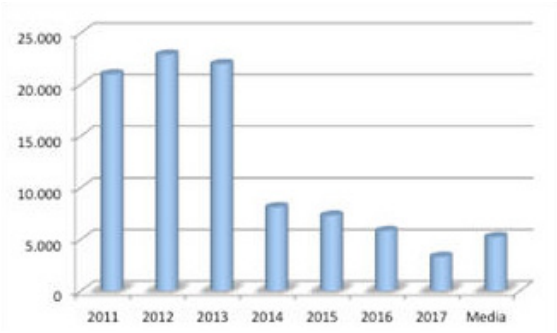
Cataluña y la Comunidad de Madrid son las autonomías en las cuales este tipo de plataformas de financiación

Tabla 8: Media de euros aportados por inversor y por proyecto financiado, €

Media de € por Inversor	
Año	**€/Inversor**
2011	20.962
2012	22.857
2013	21.945
2014	8.074
2015	7.275
2016	5.781
2017	3.279
Media	**5.196**

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

Gráfico 4: Media de euros aportados por inversor y por proyecto financiado, €



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos suministrados por las plataformas de *crowfunding*

participativa han levantado más capital, habiendo sido financiados más de 12 millones de euros en el caso de la Comunidad de Madrid y más de 21 millones de euros en el caso de Cataluña durante el periodo analizado. A continuación les siguen Andalucía, Islas Baleares y la Comunidad Valenciana con una financiación total de más de 2 millones de euros por comunidad. En el siguiente rango, de 1 a 2 millones de euros, quedaría enmarcada Asturias. Entre 400 mil euros y 1 millón de euros habrían conseguido las empresas financiadas mediante *equity crowdfunding* ubicadas en Galicia, Castilla la Mancha, Murcia y País Vasco; y de 200.000 a 400.000 € las empresas ubicadas en Castilla León y Aragón. Importes inferiores a 200.000 €, sería la financiación levantada mediante estas plataformas de *crowdequity* en Extremadura, Cantabria, Islas Canarias, Navarra y La Rioja.

A continuación, en la tabla 6, se muestran los importes que han conseguido financiar, año a año, en cada una de las comunidades autónomas, las plataformas objeto de este estudio.

Inversores en las plataformas de *equity crowdfunding*

Las plataformas de *equity crowdfunding* nacieron en España con la intención de poner en contacto empresas y/o proyectos que necesitaban financiación con inversores interesados en invertir en nuevas aventuras empresariales. Podríamos decir que los primeros inversores de estas plataformas tenían un perfil más del tipo business angel, ya que, tal y como se puede observar, en la tabla 7 y en el gráfico 3, el número medio de inversores por proyecto en las etapas iniciales del *crowdequity* era bastante reducido, siendo 5, 2 y 3 el número de inversores medio durante los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente. En el año 2014 fueron 10 los inversores que de media invirtieron en cada uno de los proyectos financiados, número que creció de forma espectacular hasta los 23 en el año 2015 y casi duplicándose hasta los 42 inversores durante el año 2016 y duplicándose nuevamente en el año 2017 hasta una media de 80 inversores por proyecto.

También nos confirman este hecho los datos mostrados en la tabla 8 y en el gráfico 4, ya que muestran que los importes aportados por inversor eran mucho mayores durante las etapas iniciales. 20.962 €, 22.857 € y 21.945 € fueron los importes medios aportados por inversor y por proyecto durante los años 2011, 2012 y 2013, respectivamente. En los años 2014, 2015 y 2016 los importes medios aportados por inversor y por proyecto descendieron hasta los 8.074 €, 7.275 € y 5.781 €. En el 2017, 3.279 fueron los euros medios aportados por inversor y proyecto.

En base a los datos obtenidos en el estudio, podemos afirmar que estas plataformas han pasado de tener un tipo de inversor exclusivamente del estilo business angel a tener un mixto de inversores *business angels* y otro tipo de inversor que, sin ser un especialista en el sector, decide invertir parte de sus ahorros en empresas de nueva creación. Por otro lado, estas plataformas también permiten a los *business angels* diversificar más sus carteras, con tickets de inversión más reducidos (1.000 € - 5.000 €) que los tradicionales (25.000 € - 50.000 €).

Conclusiones

En base al estudio realizado y a los datos analizados, vemos que el *equity crowdfunding* está teniendo un fuerte crecimiento en nuestro país desde su nacimiento en el año 2011 hasta la actualidad. Consideramos que la nueva regulación del año 2015 podría haber frenado el crecimiento de este tipo de financiación, debido tanto al proceso de adaptación por el que han debido pasar las plataformas existentes, como por la dificultad añadida que implica a los

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

nuevos actores que quieran lanzar plataformas de equity *crowdfunding*, profesionaliza las plataformas y minimiza los riesgos de que las plataformas realicen malas praxis. Esto contribuye a generar más confianza entre los inversores que quieran invertir en este tipo de plataformas.

Aunque vemos un elevado crecimiento de este novedoso sistema de financiación, también creemos que el grado de conocimiento de nuestra sociedad de las plataformas de *crowdequity* es todavía bastante bajo, con lo que prevemos que, a no ser que se produzcan cambios radicales en el entorno, este tipo de financiación continuará con elevados niveles de crecimiento. Si comparamos el volumen per cápita que mueve el *crowdfunding* en España, 2,82 €, respecto al de otros países, 6,64 € en Francia o hasta los 85,44 € en el Reino Unido, país en el que este sistema de financiación está mucho más desarrollado, vemos también que el potencial de crecimiento en nuestro país es considerable.

Aunque ya se han producido algunas experiencias de «exit» de proyectos financiados a través de equity *crowdfunding*, como podrían ser los casos de Zank, Zeclinics o Glovo, para que aumente de forma sustancial, tanto el número de inversores, como el número y volumen de proyectos financiados mediante este modelo de financiación, necesitamos ver más resultados positivos de las primeras empresas e inversores que utilizaron este método de financiación alternativa. Debido a lo novedoso que es este sistema de financiación, para que podamos disponer de datos suficientes para analizar este aspecto en nuestro país, consideramos que todavía tenemos que esperar unos 2 o 3 años más.

A pesar de las aparentes bondades del crowdequity, también somos conscientes de que existen determinados riesgos que pueden hacer que éste frene su actual crecimiento. Entre los principales riesgos destacaríamos los cambios o bloqueos que se puedan producir en el ámbito normativo, reducciones o eliminaciones de las actuales deducciones fiscales por inversión en empresas de nueva creación tanto en el ámbito estatal como en el ámbito autonómico, subidas considerables de los tipos de interés actuales o bien que un número excesivo de empresas financiadas mediante *crowdequity* tuvieran que dejar de ejercer la actividad y, en el peor de los casos, que varias plataformas de financiación participativa tuvieran que cerrar por quiebra.

Una vez expuestas las bondades y los riesgos del *equity crowdfunding* en nuestro país, consideramos que los años 2018 y 2019 serán años muy exitosos para este reciente modelo de financiación alternativa puesto a disposición de las empresas.

Bibliografía:

1. Alemany, L. y Bultó, I. (2014). «*Crowdfunding: nueva fórmula de financiación para los emprendedores*». Harvard Deusto Review, 237, pp. 6-19.

2. Belleflamme, P., Lambert, T. y Schwienbacher, A. (2014). *Crowdfunding: Tapping the right crowd». Journal of Business Venturing*, vol. 29, 5, pp. 585-609.

3. Benito, H. y Maldonado, D. (2015). «*La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa*». Análisis Financiero, 129, pp. 68-78.

4. Borello, G., De Crescenzo, V. y Pichler, F. (2015). «*The Funding Gap and The Role of Financial Return Crowdfunding: Some Evidence From European Platforms».* Journal of Internet Banking and Commerce, 20, 1, pp. 1-20.

5. Deffains-Crapsky, C. y Sudolska, A (2014). «*Radical innovation and early stage financing gaps: Equity-based Crowdfunding challenges*». Journal of Positive Management, 5, 2, pp. 3-19.

6. Gray, M., Rau, R., Wardrop, R. y Zhang B. (2015). «*Moving mainstream: the European alternative finance benchmarking report*». University of Cambridge y Ernst & Young. Disponible en: http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf [consultado 14 de enero de 2017]

7. Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. BOE, 28 de abril de 2015(101), pp. 36599-36684.

8. Macht, S. A. y Weatherston, J. (2015). «*Academic Research on Crowdfunders: What's Been Done and What's To Come?*». Strat. Change, 24, pp. 191–205.

9. Mollick, E. (2014). «*The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*». Journal of Business Venturing, 29, 1, pp. 1-16.

10. Rossi, M. (2014). «*The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding*». International Journal of Financial Research, 5(2), pp. 8-18.

11. Stemler, A. R. (2013), «*The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power and money of the masses*». Business Horizons, 56, pp. 271-275.

12. Turan, Semen S. (2015). «*Financial Innovation - Crowdfunding: Friend or Foe?*» Procedia - Social and Behavioral Sciences, 195, pp. 353-362.

13. Zhang, B. et al (2016): «*Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*». University of Cambridge. Disponible en https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf [consultado 10 de febrero de 2017]

14. Ziegler, T. et al (2017): «*Expanding Horizons. The 3rd European Alternative Finance Industry Report*». University of Cambridge. Disponible en https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-02-ccaf-exp-horizons.pdf [consultado 14 de febrero de 2018]

Webgrafía:

1. https://www.adventureros.es/ [consultado 14 de febrero de 2018]

2. http://www.bolsamania.com/declaracion-impuestos-renta/deducciones-en-la-renta-por-invertir-en-empresas/ [consultado 2 de marzo de 2017]

3. https://www.bolsasocial.com [consultado 14 de febrero de 2018]

4. http://capitalcell.net [consultado 14 de febrero de 2018]

5. https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx [consultado 14 de febrero de 2018]

6. https://www.crowdcube.es [consultado 14 de febrero de 2018]

7. https://www.crowdcube.com [consultado 14 de febrero de 2018]

8. https://www.einicia.es/ [consultado 14 de febrero de 2018]

9. http://www.inverem.es [consultado 2 de marzo de 2017]

10. http://www.lignumcap.com [consultado 14 de febrero de 2018]

11. https://www.mynbest.com [consultado 2 de marzo de 2017]

12. https://www.sociosinversores.com [consultado 14 de febrero de 2018]

13. https://startupxplore.com/es [consultado 14 de febrero de 2018]

14. https://www.thecrowdangel.com [consultado 14 de febrero de 2018]

15. https://vanacco.com [consultado 29 de mayo de 2018]

Sobre los autores:

Marc Montemar Parejo, Doctorando del programa de Economía, derecho y empresa de la Universidad de Girona, es Ingeniero Superior, tiene un MBA y posee el Certified European Financial Analyst.

Helena Benito Mundet es licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Barcelona y Doctora en Ciencias Económicas por la Universidad de Girona. Es profesora titular del Departamento de Empresa de la Universidad de Girona y ha desarrollado su actividad investigadora en el campo de la contabilidad, la historia de la empresa y las finanzas.

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 36
Julio 2018
B 21662-2012

IEF
INSTITUTO DE ESTUDIOS FINANCIEROS
www.iefweb.org/odf

Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español.

Javier Santacruz Cano

El presente estudio aborda el impacto de los cambios demográficos en el perfil de riesgo de los inversores y en la forma de colocar sus activos de más a menos riesgo para el caso español. Tomando en consideración la evolución del *asset allocation* familiar hasta la actualidad, se estudia la distribución de la riqueza neta en función de los cambios en el grado de aversión al riesgo (porcentaje de cartera financiera invertida en activos de riesgo) y cómo evoluciona la función de utilidad a lo largo del ciclo vital.

Palabras clave: Riqueza neta, renta variable, demografía, longevidad, *asset allocation*

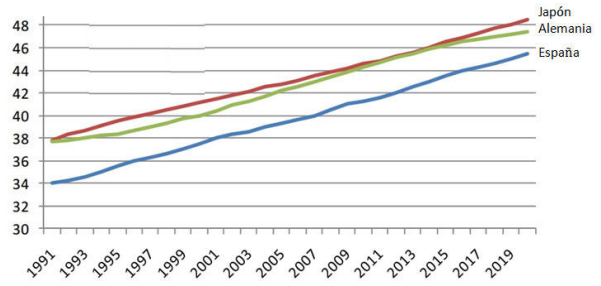
Introducción. La cuestión demográfica

La demografía es una de las grandes variables que determina el potencial de una economía en el largo plazo, determinando el horizonte temporal y algunos de los parámetros clave en la gestión del riesgo. Más allá del comportamiento cíclico, auge-recesión, de la economía en el corto plazo, existen fuerzas de carácter tectónico que resultan tremendamente útiles a la hora de determinar la evolución de una economía en el largo plazo. El crecimiento y estructura de la población es una de estas tendencias clave para entender el sentido del *mar de fondo* en una economía. Por tanto, es importante saber cuánto crece la población pero también de qué manera rejuvenece o, por el contrario, envejece.

Como se desprende de todos los estudios y estadísticas hasta la fecha, la capacidad del ser humano de vivir más es una de las tendencias globales más claras en el largo plazo –especialmente en los países de nuestro entorno– consecuencia directa de la mejora generalizada de las condiciones de vida y el progreso económico y social. La economía se enfrenta, en este sentido, a un proceso de longevidad caracterizado por una caída simultánea de las tasas de natalidad y fertilidad, combinada con un aumento prolongado de la esperanza de vida. (De Freitas, 2013).

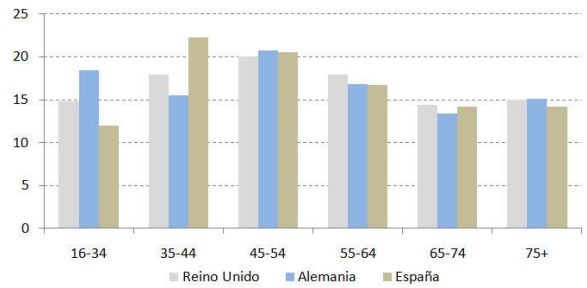
Observatorio de Divulgación Financiera

Gráfico 1: Evolución de la edad media de la población (1991-2019)



Fuente: OCDE y US Census Bureau. Desde 2015 previsión.

Gráfico 2: Distribución de los hogares por cohortes de población (%)



Fuente: Santacruz (2017). OCDE.

En consecuencia, se produce una elevación sistemática de la edad media y también de la edad mediana de la población de forma generalizada en los países desarrollados. Tomando los últimos datos homogéneos publicados por la OCDE para España, puede observarse un incremento anual continuado a razón de 1,2 años en términos de edad mediana (la que separa en un 50 % la distribución de la población a derecha e izquierda), situándola para 2017 en 42,7 años. En el caso de Alemania, la edad mediana asciende a 47,1 años y Japón se sitúa como el país de la OCDE con la edad mediana más elevada, situándose en 47,3 años también para 2017.

A pesar de que en la política económica y en los estudios financieros suele darse más importancia a la esperanza de vida, el factor más importante es la elevación de la población media y mediana como determinante de los cambios en los patrones de consumo, ahorro e inversión (Santacruz, 2017). Una población más madura tiene consecuencias en términos de productividad, fuerza laboral y valor añadido en una dinámica *maltusiana* pero al revés, puesto que ahora no existe la amenaza de que la población crezca por encima de los medios de subsistencia. En este sentido, sus efectos dependen tanto de la situación de partida como de la capacidad que tenga el sistema económico de cambiar, mejorar y progresar para atender nuevas necesidades de los agentes económicos.

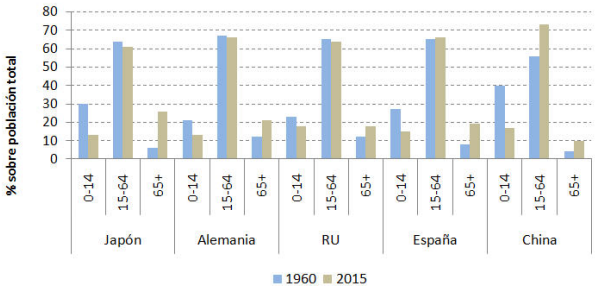
La longevidad es uno de los grandes retos económicos en el medio y largo plazo para una economía como la española, la cual en la última década ha empezado a manifestar claros síntomas de envejecimiento. Sin embargo, se trata de un proceso en estado temprano, no avanzado, a la luz de los datos ofrecidos de nuevo por la OCDE. España es uno de los países con mayor proporción de población por debajo de la edad media. Concretamente, el 22,3 % de la población española está concentrada entre los 35 y los 44 años. Esto contrasta con países del entorno como Alemania, donde el porcentaje es del 15,5 % o del Reino Unido en el 17,9 %.

Por consiguiente, si bien la tendencia es clara (en 2050 habrá el triple de personas mayores de 60 años con respecto al 2000, según las estimaciones de la Organización Mundial de la Salud, y, por si fuera poco, habrá más proporción de personas mayores de 75 años que en la cohorte de población entre los 16 y los 34 años), España todavía se encuentra en una fase primaria del proceso gracias al relativo atraso en la aparición de la «generación del baby-boom» con respecto a la Europa Occidental y que justo en este momento está empezando a jubilarse (Van Bavel y Reher, 2013).

Sin embargo, no hay que confundir el estado temprano de longevidad de España con una ausencia de consecuencias palpables ya a corto plazo. En 2015, España por primera vez en su historia contemporánea perdió población, tal como publicó el Instituto Nacional de Estadística (INE) a través del Padrón Municipal. Esto no había sucedido nunca en tiempos de paz. Si a ello se añade una caída mucho más pronunciada que en los países de su entorno de la tasa de fertilidad tal como muestran M. Eslami (Eslami, 2016) y el Banco Mundial con datos de 2015, podrá verse hasta qué punto los efectos ya se están dejando sentir en la actualidad. El número de hijos por mujer en edad adulta en España es de 1,3 frente a Italia (1,4), Alemania (1,5), Reino Unido (1,8) o Francia (2,0). Sólo Portugal tiene un promedio menor que el de España, con 1,2 hijos por mujer.

Incluso, Japón tiene un promedio más elevado que el de España: 1,5 hijos por mujer. En esta cuestión, España ya está al mismo nivel de preocupación que Japón, país que puede ser considerado como la «escuela del envejecimiento» por haber sido el pionero en el proceso de longevidad y sobre el que existe una gran cantidad de literatura que reflexiona y estudia las consecuencias económicas, sociales y políticas de tener una población envejecida (véase, por ejemplo, MacKellar et al, 2004). También es una guía útil para evaluar los efectos demográficos sobre las carteras de inversión de los agentes económicos sometidos a una profunda

Gráfico 3: Distribución de los hogares por cohortes de población



Fuente: Santacruz (2017). Banco Mundial.

recesión de balances, un proceso deflacionario inducido contra-intuitivamente por décadas de políticas monetarias expansivas y la expansión del Gobierno en todos los aspectos de la economía japonesa (Koo, 2011).

Tomando en consideración estos posibles efectos para la economía española, se desarrollan en las siguientes secciones la evolución del *asset allocation* en el último ciclo económico, los efectos demográficos en la toma de decisiones de inversión, los cambios en el grado de aversión al riesgo y la evaluación de la utilidad para el inversor a lo largo de su ciclo vital en función de la aversión al riesgo y la riqueza neta.

Cambios en los patrone ahorro y composición de la inversión familiar en España

Las últimas dos décadas han supuesto para España un profundo cambio de sus estructuras productivas, de ahorro y de inversión. La entrada en la moneda única europea a partir de 1999 significó un cambio institucional básico sin el cual no es posible entender los hechos más significativos posteriores como fueron la expansión crediticia, la burbuja inmobiliaria, el endeudamiento exterior o la crisis del sistema bancario concentrado en las cajas de ahorros.

Pero no sólo es la entrada en el euro la que impacta en los patrones de ahorro e inversión de los agentes económicos. En un análisis pormenorizado por cohortes de población, el efecto demográfico pesa enormemente en las decisiones de consumo y ahorro, más allá de lo que el ciclo económico determina. Se trata, por tanto, de cambios estructurales en el comportamiento de los individuos y no de cuestiones coyunturales fruto de la expansión económica o de la recesión posterior a partir de 2009.

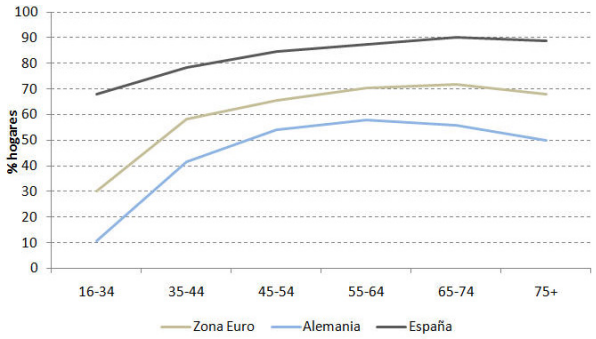
Para estudiar estos cambios, se parte de dos referencias imprescindibles: la primera es la Encuesta Financiera y de Consumo de las Familias que realiza periódicamente el Banco Central Europeo (BCE) y la segunda la Encuesta Financiera de las Familias que desde principios de los años 2000 publica el Banco de España y homólogas encuestas de otros bancos centrales nacionales pertenecientes al Eurosistema. En su última publicación con datos correspondientes a 2015, se destaca la preferencia de los españoles por los activos reales frente a los activos financieros. Concretamente, el 85,1 % de la riqueza neta (es decir, descontadas las deudas existentes) está materializada en activos reales como los inmobiliarios frente al 14,9 % invertido en activos financieros (BCE, 2017).

El caso de España es bien distinto al de, por ejemplo, Alemania, donde el 77,6 % de la riqueza neta de los hogares está invertida en activos reales, mientras que el restante 22,4 % está en activos financieros. Como es evidente, el mayor peso lo acapara la vivienda habitual. Pero aquí también hay importantes discrepancias entre España y sus comparables. Mientras en España, el peso de la vivienda en propiedad es enorme –el porcentaje de familias que posee una vivienda en propiedad entre los 45 y 54 años es del 84,7 %–, en Alemania es considerablemente menor (54 %) y lo mismo sucede con respecto a la media de la Eurozona (65,6 %).

En términos de balance de activos y pasivos, el elevado peso de la vivienda en propiedad condiciona la elección del resto de activos tanto reales como financieros en los que una familia española materializa su riqueza. Este hecho suele destacarse como un rasgo cultural propio de España, donde la política económica y la regulación inmobiliaria han estimulado desde hace décadas la tenencia de vivienda en propiedad frente al alquiler, unida a la inseguridad tradicional que acompaña al mercado del alquiler desde la legislación proteccionista de los inquilinos que trajo la Ley de Arrendamientos Urbanos de 1964.

Sin embargo, el factor relevante que condiciona el *asset allocation* no es que la vivienda tenga un peso mayoritario en la composición de la cartera de activos, sino que es el esfuerzo financiero a la hora de comprar una casa el que

Gráfico 4: Propiedad de la vivienda habitual en porcentaje de los hogares



Fuente: Santacruz (2017). BCE.

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

condiciona la colocación del ahorro, especialmente si existe un sobre-esfuerzo en la compra de la vivienda como se mostrará posteriormente. (García-Montalvo, 2007).

Una vez destacada la importancia de la vivienda, siguiendo la metodología y los resultados obtenidos en el estudio «Longevidad y Cambios en el Ahorro y la Inversión» (Santacruz, 2017) en el cuadro siguiente se elabora la distribución de los activos y pasivos de las familias españolas y la evolución en la última década.

A la luz de las cifras consignadas en la tabla 1, se observa un fuerte crecimiento de la inversión en activos financieros en detrimento de los activos reales. Especialmente significativo es el aumento del patrimonio invertido en fondos de pensiones y seguros, con un crecimiento del 2,95 % y del 5,92 % anual acumulado desde 2005. Por otro lado, se observa un ajuste continuado del valor de los activos inmobiliarios, mostrando hasta qué punto el «ladrillo» sí puede perder valor y deja de ser un «valor refugio» para protegerse frente a la inflación.

En este sentido, la tendencia de España es similar a la de Alemania, donde el proceso de longevidad está más avanzado: los activos financieros ganan peso sobre los activos reales, manteniendo estos la mayoría del peso sobre el patrimonio total. En cuanto a los pasivos, España arrastra todavía una deuda más elevada que sus pares europeos, aunque los últimos datos del Banco de España correspondientes a las Cuentas Financieras de la Economía Española de 2016 muestran la primera reducción del endeudamiento a largo plazo (-0,72 % anual acumulado entre 2006 y 2016).

La carga de deuda de la que parte desde edades muy tempranas la familia media española es, en sí misma, un problema crucial en el proceso de envejecimiento. Es el reflejo más fiel del grave problema de ahorro que las familias españolas tienen y subraya el enorme esfuerzo financiero que realizan para hacerse con una vivienda en propiedad. La cohorte más joven (entre 16 y 34 años) arrastra una deuda de 71.400 euros frente a tan sólo 5.000 euros de una familia alemana de la misma edad. Sólo en la edad madura de su carrera profesional consiguen reducir esta deuda viva a 43.000 euros frente a los 41.100 euros de las alemanas.

Estas últimas se endeudan más tarde y lo hacen midiendo el esfuerzo financiero sobre su renta disponible y sobre el valor del activo o activos que están adquiriendo. Por consiguiente, los hogares alemanes son los que mejor controlan la ratio de deuda sobre ingresos anuales. Su endeudamiento en el máximo es 70,8 veces ingresos (en la cohorte de edad entre 35 y 44 años), mientras que en España en la misma cohorte, dicha ratio es 124,1 veces ingresos. Sólo al llegar a la jubilación, los hogares españoles consiguen reducir su endeudamiento sobre ingresos por debajo de 50

Tabla 1: Balance de los hogares. España

Categoría	Tipo de activo	2005	2015	TCAC
Activo financiero	Fondos de inversión	203.435	250.990	2,12%
	Seguros	84.345	149.999	5,92%
	Fondos de pensiones	123.599	165.367	2,95%
Activo real	Vivienda habitual	174.250	138.700	-2,50%
	Otros bienes reales	241.800	154.000	-4,89%
	Joyas, obras de arte	3.000	5.000	5,84%
	Valor empresa familiar	114.200	58.500	-7,16%

Categoría	Tipo de activo	2005	2015	TCAC
Pasivo	Deuda corto plazo	33.174	28.006	-1,67%
	Deuda largo plazo	620.329	701.633	1,24%

Fuente: Santacruz (2017). Datos a cierre de período. En millones de euros.

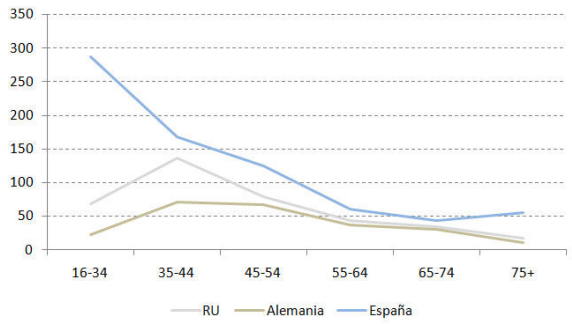
veces, cercano a los niveles de Alemania o Reino Unido que desde la cohorte anterior a la jubilación ya han hecho el esfuerzo de desapalancarse para preparar el retiro.

Como está expresado anteriormente, tal endeudamiento va dirigido a la compra de vivienda desde la cohorte en que el cabeza de familia empieza a trabajar. Con ello, se consigue una riqueza neta 100.000 euros superior a la de los hogares alemanes, especialmente en el máximo entre los 55 y los 64 años, caracterizada por ser fase de acumulación y generación de riqueza antes de la jubilación (Santacruz, 2017). Sin embargo, la pregunta es ¿cuál es el coste en términos de alternativas de ahorro y pérdidas de bienestar en el que incurre una familia española con respecto a una familia alemana de perfil de riesgo similar?

Es evidente que un mercado de elevadas rigideces de oferta y demanda estable a lo largo del tiempo como es el sector inmobiliario español, unido a unas determinadas pautas de ahorro en las familias, genera activos con un valor más alto en promedio que el real estate alemán. Sin embargo, aunque la discusión se ha centrado en responder la pregunta ¿son los hogares españoles más ricos que los alemanes?, lo relevante como se señala anteriormente no es la riqueza neta que genera la vivienda en propiedad sino el sobre-esfuerzo financiero que se realiza para tenerla, tal como puede apreciarse en el elevado apalancamiento familiar. (De la Dehesa, 2013 y De Grauwe y Ji, 2013).

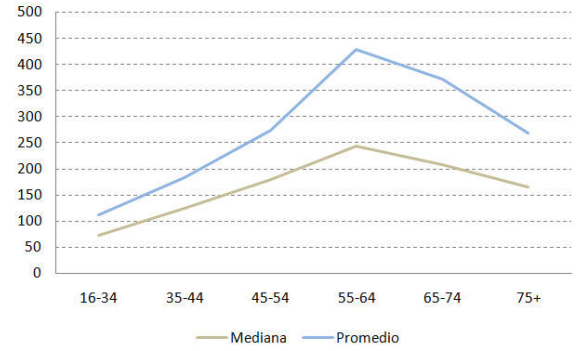
Esta situación de elevado endeudamiento genera efectos negativos sobre el proceso de envejecimiento (el porcentaje de familias que gasta más de lo que ingresa a lo largo del ciclo vital es superior al 60 %). Familias cuyo balance financiero no está saneado, tienen que arrastrar problemas de deuda durante más tiempo. Incluso, tienen que destinar ahorro y liquidez para cubrir necesidades de sus descendientes como ha ocurrido en la pasada crisis económica. A pesar de esto, poco a poco la longevidad está influyendo de forma positiva en un mayor saneamiento financiero familiar a partir de

Gráfico 5: Ratio de endeudamiento en porcentaje sobre ingresos netos mensuales



Fuente: Santacruz (2017).

Gráfico 6: Riqueza neta de los hogares en España



Fuente: Santacruz (2017). En miles de Euros.

los 35 años. Antes de esta edad, hay un elevado grado de confianza en la capacidad de generar ingresos altos en la etapa madura de la vida laboral para preparar la jubilación.

Evolución de la aversión al riesgo

Uno de los hechos que suele acompañar al proceso de envejecimiento es la creencia de que la mayoría de los ahorradores se vuelve más conservadora, debido al peso creciente de los hogares de más de 65 años. Sin embargo, esto no es del todo así, dado que existen dos fenómenos en paralelo a la luz de los cálculos realizados en la sección anterior: por un lado, el incremento de la presencia de activos de sesgo conservador como puede ser una mayor posición de liquidez, la vivienda o los seguros de vida pero, por otro lado, aumenta también la exposición a renta variable y fondos de inversión con un perfil de riesgo más acentuado.

Esta dicotomía en el comportamiento del *asset allocation* sugiere, en primer lugar, que la actitud inversora de los individuos no es constante en el tiempo y varía en función de la aversión al riesgo en cada momento del ciclo vital. Por tanto, una primera conclusión a analizar es que la aversión al riesgo no es constante, al contrario de lo que suelen marcar los modelos tradicionales de gestión de carteras. Por ello, este estudio se centrará en los próximos puntos en analizar los cambios en la aversión al riesgo en función de la edad y la distribución resultante de la riqueza financiera.

En segundo lugar, esta aparente contradicción entre inversión en activos conservadores y al mismo tiempo en activos arriesgados se resuelve introduciendo el concepto de «riesgo aparente» o «riesgo percibido» frente al «riesgo real». En el próximo epígrafe se tratará esta diferencia, poniendo como ejemplo el caso de la vivienda, el esfuerzo inversor medio de una familia en España y los efectos del cambio y volatilidad de los precios que se traducen en un riesgo real que muchas veces no es tenido en cuenta a la hora de invertir en activos reales.

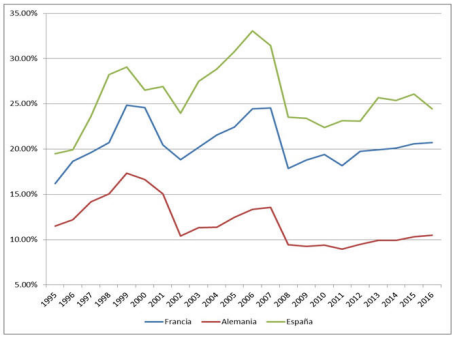
El grado de aversión al riesgo no es un parámetro constante

El grado de aversión al riesgo es un elemento básico de todos los modelos de gestión de carteras basados en la optimización de la utilidad de un consumidor agente representativo (incluso contemplando modelos más complejos como son los de utilidad no separable entre consumo y ocio-trabajo, véase Bütler, 2001). Según la óptica tradicional, es un parámetro constante presente en la condición de optimalidad junto con otros parámetros también considerados como constantes como pueden ser la riqueza inicial, el tipo de interés real o el coeficiente beta de preferencia temporal.

Sin embargo, la literatura más reciente al respecto (véase Albert y Duffy, 2012) señala que la aversión al riesgo no es constante y, por tanto, puede ser incorporada como una variable clave a la hora de determinar la pauta de inversión en activos de los individuos o familias. Contemplando otros estudios anteriores acerca de la materia (Janezec, 2004, es seminal al respecto), el coeficiente de aversión al riesgo puede estudiarse como una variable con características muy diferentes respecto de lo que la teoría de carteras dice acerca de la decisión óptima de un hogar a través del método de agente representativo.

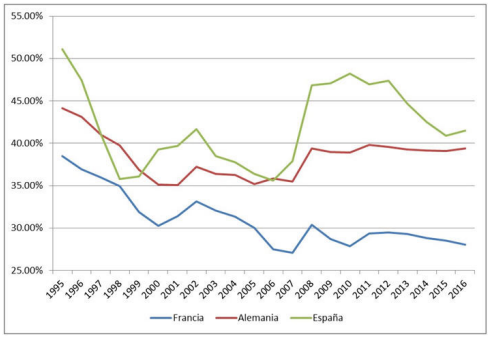
Precisamente, que la aversión al riesgo no sea constante a lo largo del ciclo vital, que esté afectada por cambios demográficos como la longevidad y que según la cantidad de riqueza acumulada varía de una forma u otra, resuelve uno de los problemas derivados del modelo clásico de gestión de carteras (Weil, 1989) como es el Equity Premium Puzzle. Es, sin duda, una de las cuestiones clave en la teoría financiera moderna. Consiste en que las rentabilidades de los activos de renta variable superan de forma considerable a las

Gráfico 7: Peso de activos de renta variable sobre el total de activos financieros



Fuente: Elaboración propia. OCDE y Banco de España.

Gráfico 8: Peso de efectivo y activos monetarios sobre el total de activos financieros



Fuente: Elaboración propia. OCDE y Banco de España-

rentabilidades observadas en los bonos gubernamentales.

Para explicar este fenómeno, no es suficiente con señalar que las acciones son un activo de riesgo mientras que los bonos son activos libres de riesgo, ya que esto no consigue explicar la enorme diferencia existente entre ambos (Shiller, 1982). Por ello, una de las explicaciones más convincentes (Mehra y Prescott, 1985) alude a diferencias significativas en el coeficiente de aversión al riesgo (con lo cual nunca puede ser constante), la no separabilidad entre consumo y ocio en la función de utilidad y la existencia de arbitraje en los precios de los activos.

Tomando una función de utilidad del tipo

$$U(C_t) = \frac{C_t^{1-\gamma} - 1}{1-\gamma}$$

donde γ es el coeficiente de aversión relativa al riesgo y siguiendo la escala aplicada por Weil (y propuesta originalmente por Mehra y Prescott, 1985) del 1 al 10 en dicho coeficiente de aversión relativa al riesgo, existe un escenario irreal en el sentido que marca Weil: la evidencia empírica muestra que el número de inversores domésticos con coeficientes de aversión relativa al riesgo bajos y menores que 3 (entre 1 y 3, siendo el primero el correspondiente a una función de utilidad logarítmica) es muy reducido, por no decir casi inexistente.

Dicho de otra forma: un inversor doméstico que tuviera una aversión al riesgo de 3 (Janezec, 2004) equivaldría a tolerar pérdidas de más del 50 % de su patrimonio (y no de su *stock* de capital actual) de forma permanente. La evidencia empírica que procesa y muestra Janezec, destaca que sólo hay un 3,125 % de inversores que se sitúan ahí tomando un riesgo que no lo toma ni un jugador de *blackjack* profesional. Por consiguiente, la teoría tradicional de carteras falla a la hora de arrojar una predicción real de colocación de activos al no lograr casar un grado de aversión al riesgo realista y coherente con los cambios que se producen a lo largo del ciclo vital.

Diferencia entre «riesgo real» y «riesgo percibido o aparente»

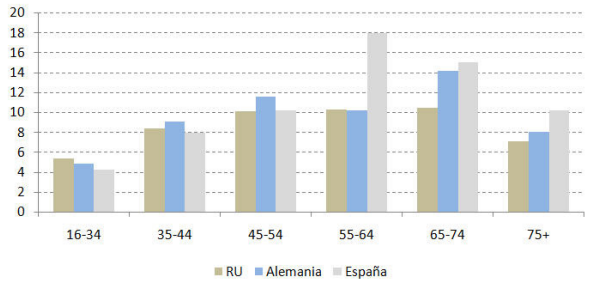
Para casar un modelo que arroje predicciones realistas es necesario diferenciar entre «riesgo real» y «riesgo percibido». Como riesgo real se tomará de nuevo la escala propuesta por Mehra y Prescott y el estudio de Janezec. En este sentido, la evidencia existente para los países europeos, muestra hasta qué punto la aversión al riesgo puede llegar a superar el umbral de 30, muy por encima del máximo propuesto por Mehra y Prescott (en una cota de 10) para un inversor-hogar extraordinariamente averso al riesgo. Es evidente que detrás de algunas decisiones de inversión aparentemente conservadoras, se esconde una probabilidad alta de incurrir en pérdidas sin que ésta haya sido percibida por el inversor.

Una vez vistos varios ejemplos en las anteriores secciones sobre riesgos reales no percibidos (como puede ser la compra de vivienda) y cómo sobre ellos también recae el peso demográfico, ahora es necesario prestar atención al grado de aversión aparente al riesgo siguiendo la literatura establecida (Wang y Hanna, 1997), en la cual se calcula el grado de aversión al riesgo como el coeficiente de activos de riesgo sobre el total del patrimonio financiero. Este es un elemento medible empíricamente y resulta una buena aproximación al perfil de riesgo de los agentes económicos.

La evidencia disponible para España muestra una variación notable a lo largo del tiempo del grado de aversión al riesgo, con carácter transversal a todas las cohortes de población. Tomando los datos que ofrecen, por un lado, la OCDE desde 1995 y, por otro lado, la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España con carácter trienal desde 2002, se observa una mayor exposición a renta variable, sea de forma directa o de forma indirecta a través de fondos de inversión, y por encima de la proporción dedicada a bolsa por alemanes y franceses.

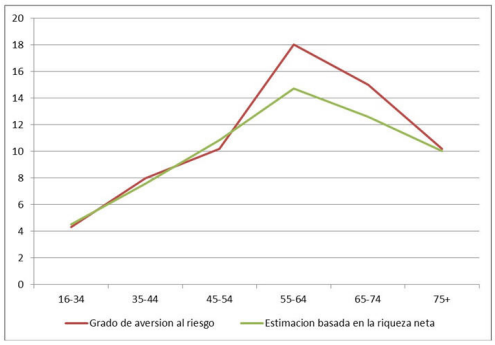
A la luz de estos resultados empíricos, ¿cabría decir que

Gráfico 9: Peso de la renta variable sobre el total de activos financieros por cohortes de población



Fuente: Santacruz (2017).

Gráfico 10: Estimación del grado de aversión al riesgo y promedio de datos observados (2002-2014)



Fuente: Santacruz (2017)

los inversores españoles se están volviendo más arriesgados mientras que los inversores alemanes tienden a ser más conservadores? Tomando en consideración los resultados obtenidos en las secciones anteriores, no parece ser así. Si se observa el comportamiento de la inversión en renta variable plasmado en el gráfico anterior, el caso español tiene estrecha vinculación con los dos últimos ciclos financieros, incluso anticipando los momentos de caída de las bolsas: 2001 y 2009.

En segundo lugar, se ha producido un movimiento hacia una mayor diversificación en las carteras de las familias españolas, invirtiendo una buena parte del efectivo y activos monetarios equivalentes en otros productos. Algo similar ha ocurrido en el mix de cartera alemán, tal como revela el porcentaje de patrimonio financiero invertido en efectivo y activos monetarios equivalentes.

Dejando a un lado un caso más evidente de mayor posición de riesgo global en la cartera como es Francia, los inversores españoles incrementan fuertemente el coeficiente de liquidez en épocas de crisis, reduciendo posteriormente su exposición e invirtiéndola en otros activos de mayor riesgo. Lo mismo ocurre pero en menor medida con los hogares alemanes.

Por consiguiente, el perfil de riesgo cambia por la influencia de, entre otros factores, el momento cíclico de los mercados financieros, la preferencia por más o menos liquidez en momentos de crisis económica y el grado de diversificación de sus carteras. A estos factores se une, en este momento, el efecto de la longevidad medido por cómo evoluciona la aversión aparente al riesgo en función de cada cohorte de población. El análisis debe comenzar mostrando la comparativa entre la economía española y algunas de su entorno de nuevo en términos de renta variable sobre el patrimonio financiero, pero a esta vez sólo teniendo en cuenta la inversión directa en acciones cotizadas en mercados secundarios oficiales y organizados, excluyendo inversión indirecta a través de fondos de inversión u otros esquemas cuyo activo subyacente sean acciones cotizadas. Es decir, la inversión propiamente dicha en bolsa.

Según la fase del ciclo vital en que se encuentre el inversor, la tolerancia a sufrir pérdidas en la cartera varía no de forma lineal sino en forma log-normal. En este sentido, la evidencia empírica soporta la hipótesis contrastada mediante el experimento de Albert y Duffy y anteriormente planteada por Bakshi y Chen (1994) en torno al grado de relación entre inversores jóvenes y mayores, y su grado de aversión al riesgo.

La cohorte donde se marca el máximo de inversión en renta variable cotizada es entre los 55 y los 64 años, edad caracterizada por preparar la pensión y donde hay una mejor planificación del ahorro destinado para la jubilación. Después de llegar a la edad de jubilación, entre 65 y 74 años y después de 75, se mantiene un porcentaje más elevado que en el Reino Unido o Alemania invertido en acciones. Este perfil va en consonancia con las radiografías que periódicamente realiza Bolsas y Mercados Españoles acerca del perfil del accionista minorista: edad madura, que mantiene su inversión a largo plazo y que busca rentabilidad por dividendo.

Parece existir, por tanto, una tendencia clara hacia una mayor diversificación de la cartera con activos de riesgo que se mantienen a lo largo del tiempo y que especialmente juegan un papel relevante en las edades inmediatamente anteriores a la jubilación. Esto no es en absoluto incompatible con una búsqueda simultánea de activos de sesgo más conservador como pueden ser fondos de inversión mixtos, esquemas de seguros o planes de pensiones. Esta es la gran diferencia con los activos reales: mientras que en la vivienda se observa un alto grado de apalancamiento continuado a lo largo del ciclo vital, en los activos financieros se emplea ahorro disponible buscando un «colchón» a largo plazo que genere algunas rentas de forma periódica en forma de cupones, dividendos o desgravaciones fiscales.

Por último, otro de los factores que influyen en el grado

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

de aversión percibido al riesgo es el *stock* de riqueza neta acumulado en cada momento del ciclo vital. A través del siguiente modelo empírico tipo log-normal, se relaciona la riqueza neta por cohorte y el porcentaje de inversión en acciones sobre el total de activos financieros, partiendo de los datos ofrecidos por la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España en las cinco ediciones publicadas (2002, 2005, 2008, 2011 y 2014):

$$\gamma_t(\Omega_t) = \alpha(\Omega_t + \ln(\Omega_t))$$

donde α toma el valor 0.058 y Ω representa el *stock* de riqueza total en cada momento del tiempo. Este modelo algebraico ajusta bien la mayor parte de las cohortes de población y ligeramente infraestima la aversión al riesgo en las cohortes centrales entre 55 y 64 y entre 65 y 74 años, tal como se puede ver en el gráfico siguiente relacionando la estimación con el promedio de las observaciones de las cinco ediciones de la Encuesta.

Conclusiones

A lo largo del estudio, es evidente el cambio en el perfil de riesgo de los inversores a causa de diversos factores, pero especialmente a causa del cambio demográfico que impacta de forma asimétrica sobre las decisiones de consumo, ahorro e inversión. La aversión al riesgo evoluciona al compás de la longevidad, la riqueza acumulada y las variaciones cíclicas en la preferencia temporal y los tipos de interés según la economía se encuentre en una fase expansiva o, por el contrario, en una fase recesiva.

Tanto la modelización de la aversión al riesgo como los cambios en los perfiles inversores, son materia prima de extraordinario valor para la industria financiera, la cual evoluciona al compás de la demanda de los clientes. Sin embargo, en muchas ocasiones la presión regulatoria intenta categorizar a todos los inversores en unos modelos-tipo que no responden a las necesidades reales de los ahorradores a la hora de necesitar asesoramiento financiero o planificación de su patrimonio.

En suma, la tendencia de fondo del envejecimiento y el mixto de cartera que ha ido evolucionando en el último ciclo económico, dan pistas sobre el comportamiento futuro de los ahorradores y, de forma agregada, la evolución del ahorro y la inversión de un país. Cuanto más saneada esté la economía familiar, mejor preparada estará una economía ante un reto de enormes consecuencias como es la longevidad. No hay más que ver a Japón y los países que han empezado antes que España en esta larga «carrera de fondo».

Bibliografía:

Bakshi, G. S., and Z. Chen (1994): «Baby Boom, Population Aging, and Capital Markets», *Journal of Business*, Volume 67 (2), April 1994, pp 165-202.

Banco de España (2017): «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011», Artículos Analíticos, 01/2017.

Barro, R. J. (1974): «Are Government Bonds Net Wealth?» *The Journal of Political Economy*, Volume 82, Issue 6 (Nov. - Dec., 1974), 1095-1117.

Blake, D., P. Brockett and R. MacMinn (2006): «Longevity Risk and Capital Markets». The Journal of Risk and Insurance, 2006, Vol. 73, No. 4, pp 551-557.

Bloom, D. E., D. Canning and B. Graham (2003): Longevity and life-cycle savings. *The Scandinavian Journal of Economics*, 2003, vol. 105, no 3, p. 319-338.

Bricker, J., B. Bucks, A. Kennickell, T. Mach, and K. Moore (2011): «Surveying the Aftermath of the Storm: Changes in Family Finances from 2007 to 2009», Staff Working Paper 2011- 17, *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Washington, D.C.

Bütler, M. (2001): «Neoclassical life-cycle consumption: A textbook example». Economic Theory, 17(1), 209-221.

Cocco, J. F., F. J. Gomes, and P. J. Maenhout (2005): Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle, *Review of Financial Studies*, Vol. 18 (2), February 2005, pp. 491-533.

De Freitas, N. M, and J. Oliveira (2014): «Health, Pension Benefits and Longevity How They Affect Household Savings?» *The Journal of the Economics of Ageing*, Elsevier, 2014, 3, pp.21-28.

De la Dehesa, G. (2013): «¿Son los hogares españoles más ricos que los alemanes?». *El País*, 12 de mayo de 2013.

De Grauwe, P., and J. Yuemei (2013): «Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test». *Journal of International Money and Finance*, 34. pp. 15-36.

Delprat, G., M. L. Leroux y P.-C. Michaud (2016): «Evidence on individual preferences for longevity risk», *Journal of Pension Economics and Finance*, Volume 15, Issue 2, April 2016, pp. 160-179.

Duffy, J., and S. M. Albert (2011): Differences in risk aversion between young and older adults», *Neuroscience and Neuroeconomics*, Volume 1, Pages 3-9, October 2011.

Eslami, M. (2016). Decreasing Total Fertility Rate in Developing Countries. J Fam Reprod Health, 10(4): 163-164. García Montalvo, J. (2007). *Retos Económicos Actuales, Papeles de Economía Española*, N.° 113, 2007. ISSN: 0210-9107.

Janecek, K. (2004). What is a realistic aversion to risk for real-world individual investors. *International Journal of Finance*, (23), 444-489.

Koo, R. C. (2010): The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, *Real-World Economics Review*, 58(12), 19-37.

MacKellar, L., and T. Ermolieva (2004). *The Economic Impacts of Population Ageing in Japan*, Edward Elgar Publishing, number 3056.

Mathä, T. Y., A. Porpiglia, and M. Ziegelmeyer (2014): «Household Wealth in the Euro Area: The importance of intergenerational transfers», *ECB Working Paper* No. 1690/ July 2014.

Mehra, R. and E. C. Prescott (1985): The Equity Premium: A Puzzle. *Journal of Monetary Economics* 15, 145-161.

OECD (2018). Household financial assets (indicator). doi: 10.1787/7519b9dc-en (Accessed on 6th February 2018).

Piggott, J., and A. Woodland (Eds.) (2016): *Handbook of the Economics of Population Aging*. Elsevier.

Semmler, Willi and Maik Mueller (2016): A Stochastic Model of Dynamic Consumption and Portfolio Decisions, *Computational Economics*, August 2016, Volume 48, Issue 2, pp 225–251.

Van Bavel, J., and Reher, D. S. (2013). The baby boom and its causes: What we know and what we need to know. *Population and Development Review*, 39(2), 257-288.

Wang, H. and S. Hanna (1997): «Does Risk Tolerance Decrease with Age?» *Financial Counseling and Planning*, Volume 8 (2), 1997

Weil, P. (1989): The Equity Premium Puzzle and the Risk-Free Rate Puzzle. *Journal of Monetary Economics* 24, 401-421.

Sobre el autor:

Javier Santacruz Cano es Doctor en Economía, Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales y Máster en Econometría con Premio Extraordinario, habiendo pasado por las Universidades de Essex (Reino Unido), London School of Business and Finance (LSBF, Reino Unido) y Universidad Complutense de Madrid. Economista especializado en Macroeconometría y Finanzas, ejerce docencia e investigación en varias Universidades y escuelas de negocios nacionales e internacionales. Es analista financiero, socio fundador de Long-Tail Risk Partners (antes Shijie Shoudu Ltd.), y colaborador habitual en medios de comunicación.

Fundació Caixa d'Enginyers

Documento de Trabajo

Número 27
Septiembre 2018
B 21662-2012

IEF Instituto de Estudios Financieros

www.iefweb.org/odf

La crisis financiera 2007-2017

Aristóbulo de Juan

Introducción

La crisis financiera del 2007 al 2017 es una historia larga, dura y posiblemente inconclusa, que tiene muchos actores. En primer lugar los administradores y gestores, como responsables máximos de las entidades que cayeron. Pero hubo también otros actores en España, algunos de los cuales actuaron con desacierto. En concreto:

- Las agencias de rating
- Los tasadores
- Los auditores externos
- Los reguladores y supervisores nacionales
- Los directivos del FROB
- Los reguladores y supervisores europeos
- Determinados miembros del gobierno

El origen de la crisis internacional

La crisis tuvo orígenes y manifestaciones diversas y en diversos países.
Por ejemplo, en EE.UU., caso emblemático, la crisis encarnó principalmente en las llamadas hipotecas basura, distribuidas por todo el mundo a través de instrumentos de ingeniería financiera: titulizaciones, *conduits*, etc. Todo ello en pleno auge de la doctrina de la desregulación financiera.

Las «hipotecas basura» eran títulos hipotecarios otorgados a clientes de muy escasa solvencia, la mayor parte de los cuales se vendían a fondos agrupados en bonos. Estos bonos eran colocados con facilidad en el mercado (fondos de pensiones, de inversión, etc.), gracias a que las agencias de *rating* les otorgaban generosamente o indebidamente las mejores calificaciones crediticias: AAA, AA, etc. Este mecanismo permitía a los bancos otorgantes de los créditos hipotecarios multiplicar su capacidad de crédito, aumentando así sus beneficios y las ya de por si elevadas remuneraciones de administradores y ejecutivos.

En España, la crisis se centró básicamente en el sector inmobiliario y en particular en la financiación de los promotores. Éstos adquirían suelo masivamente, con la expectativa de conseguir una licencia urbana y construir viviendas que encontraban fácil venta.

Gracias a las generosas y desproporcionadas facilidades crediticias que, en base a tasaciones a veces cuestionables, ofrecían cajas y bancos. Estos créditos se extendieron también a familias y particulares, incluso sin solvencia demostrada. Numerosos acreditados no adquirían ya el inmueble para vivir, si no para «invertir». Incluso asignaron a veces parte de los créditos a destinos suntuarios ajenos a la vivienda.

Observatorio de Divulgación Financiera

También se concentró el crédito en grandes obras monumentales de difícil rentabilidad.

La burbuja internacional

Iniciada ya en los años 90 una gran burbuja de crédito en numerosos países, ésta fue creciendo aceleradamente a partir de los años 2000. En EE.UU. lo hizo tras los ataques terroristas del 11-S y en España tras la adopción del euro como moneda nacional pero la burbuja no habría de estallar hasta el 2007, tras el anuncio de las dificultades por las que atravesaban varios bancos alemanes y fondos franceses, que habían adquirido bonos utilizados para la compra de hipotecas basura americanas.

Se produjo entonces internacionalmente una masiva situación de impagos e iliquidez, que hizo aflorar la insolvencia subyacente en los sistemas. Insolvencia que sólo se reconoció internacionalmente en septiembre del 2008 con la quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos y su inmediato contagio a otros países.

¿Cómo fue posible la formación de estas burbujas?

Se dieron varias circunstancias:

- El abandono en 1971 de los acuerdos de Bretton Woods, diseñados tras la segunda guerra mundial para evitar los desórdenes financieros vividos tras la crisis del año 29.
- La ideología de la desregulación financiera, preconizada desde las grandes universidades americanas e impuesta a los gobiernos por organismos internacionales muy diversos. Esta ideología suponía la fe ciega en el mercado y en que los bancos sabrían cuidar de sí mismos. Por lo que lo mejor era la ausencia de cualquier tipo de intervención pública. *No big government*.
- La derogación por el presidente Clinton en 1999 de la legislación adoptada en 1933, que impedía a la banca comercial operar en los mercados de capitales, actividad hasta entonces reservada a los bancos de inversión.
- El exceso de liquidez a bajo interés existente en los mercados, fruto de la política monetaria de los grandes bancos centrales (en EE.UU., Japón y BCE). Ello desequilibró las balanzas de pagos, como ocurrió con los excedentes alemanes, que permitieron la financiación de la burbuja en los países deficitarios de ahorro nacional, como fue el caso de España. Lo cual se tradujo en unos tipos de interés reales (nominal menos inflación) negativos, que inundaron de liquidez a los bancos y cajas de ahorro. La especulación inmobiliaria hizo metástasis en todo el territorio nacional.
- En España la población creció velozmente en muy poco tiempo, tras la adopción del euro como moneda nacional. Fue el 15 % en 7 años O sea, de 40 millones a final del 2000 se pasó a 46 millones al inicio del 2008. Este crecimiento se debía en buena parte a la llegada de emigrantes. Necesitaban un lugar donde vivir y ello estimuló el crecimiento de nuestro parque de viviendas.

Todos estos factores propiciaron una descontrolada política de crédito en numerosos países. Entre ellos en España, donde los crecimientos anuales del crédito se situaban por encima del 25 %. Ignorando o queriendo ignorar que el crecimiento rápido suele ser camino de perdición.

¿Por qué en las cajas de ahorro?

La crisis bancaria llegó a España a partir del 2007. El colapso del mercado interbancario europeo afectó de manera especial las cajas de ahorro. Las cuales, ante la insuficiencia de financiación tradicional (los depósitos), habían de basar su estrategia de crecimiento en obtener su financiación en el mercado mayorista.

Aun así, el grueso de la crisis en España tiene mucho que ver con la mala gestión y con la actuación del supervisor.

En nuestro sistema financiero, se daba una singularidad. Entrados ya los años 80, las cajas de ahorro españolas habían conseguido una legislación que les permitía plena libertad operativa y territorial, algo que les diferenciaba de sus equivalentes en otros países europeos. Fue principalmente la falta de derechos de propiedad, que hubieran permitido cambiar los administradores; ello hizo posible que pésimos administradores gestionaran algunas cajas durante años y años, con el resultado conocido por todos. En las cajas que cayeron tampoco había sido infrecuente la injerencia política.

Porque, junto con la referida liberalización, la nueva legislación preconizó la presencia en los consejos de administración de representantes ajenos al sector. La clásica condición de *fit and proper* no se daba con frecuencia. La cuestión se agravaba porque en los años 90 las cajas habían llegado a representar casi el 50 % del sistema financiero español y gozaban de buena salud.

El afán desmedido de crecimiento interregional en España y la implantación generalizada de incentivos (o bonos) para premiar a corto plazo el crecimiento del balance, financiándolo en los mercado de capitales, fueron factores decisivos en la mala gestión de numerosas cajas de ahorro y en su posterior insolvencia.

Así se llegó a una fuerte crisis, con muy fuertes costes para el Estado. Costes a los que se sumaría el deterioro de la actividad empresarial y el desempleo. Así como su impacto sobre la convivencia en nuestro país.

¿Y los supervisores?

La inmensa mayoría de los supervisores del mundo, con sus poderosos servicios de estudios, eran conocedores de la anómala situación de la vida económica y financiera y de los riesgos de la formación de burbujas financieras. Pudo muy bien ser también el caso de España.

En España existían herramientas legales y regulatorias para poner coto a la burbuja. Basta citar la «Ley de disciplina e intervención de entidades de crédito» del año 1988. Esta ley ponía al servicio del supervisor facultades coercitivas y herramientas suficientes para actuar sobre las malas prácticas y los defectos de su contabilidad. Pero también proporcionaba herramientas regulatorias para limitar el crecimiento desmesurado de los balances bancarios y sus consecuencias. Son buenos ejemplos:

- La contención del crédito, limitando la relación, entre préstamos y depósitos (l/d o *loan to deposits*).
- El establecimiento de un límite a la concentración de riesgos por sectores. Incluso con un posible recargo de las exigencias mínimas de capital y de provisiones, como ya ocurrió en los primeros años 80.
- La limitación de la proporción entre la cuantía de los créditos hipotecarios y el valor del bien hipotecado, previo control riguroso de las tasaciones. (l/v o *loan to value*)
- La remoción de malos administradores, ya posible desde un decreto promulgado en febrero de 1978.

La ausencia general de reacción

Pero los supervisores de los países afectados no quisieron tomar medidas para poner coto a la creciente burbuja y sus posibles efectos. Ninguno quería «parar la fiesta». El impacto y el lucimiento que producía la burbuja a corto plazo, tenían un fuerte tirón:

- Un fuerte crecimiento del PIB.
- Una abundante recaudación fiscal para el Estado y para los ayuntamientos.
- La prosperidad de la industria auxiliar de la construcción.
- El aprovechamiento de una mano de obra barata que favorecía un buen nivel de empleo.
- En España, además se pudo considerar que las denominadas provisiones estadísticas constituían una protección suficiente.

Todo ello en un contexto de exceso de liquidez internacional, de una idea diferente de los ciclos económicos y de posibles presiones de los gobernantes sobre los supervisores a favor de la inhibición.

El tratamiento de la crisis y sus obstáculos

El hecho es que hace diez años se inició una grave crisis financiera, en el mundo. En España fue conocida como la crisis de las cajas de ahorro, ya que su expansión vertiginosa, concentrada en el sector inmobiliario, dio al traste con un buen número de ellas.

Es cierto que los bancos también incurrieron en políticas semejantes, pero casi siempre en mucha menor proporción y con menos riesgo.

El tratamiento de la crisis por las autoridades españolas fue tardío, artificioso y muy costoso. Mucho más costoso que si hubiera contado con diagnósticos tempranos y certeros y se hubiera actuado sin demora y con medidas eficaces.

Es bien cierto que existían serios **obstáculos exógenos** para una actuación rápida y eficaz.

- La composición de los órganos de gobierno de las cajas de ahorro y la ausencia en ellas de derechos de propiedad; no pocos de sus consejeros, de muy distintas procedencias profesionales, trataron de ganar el favor de quienes les nombraban, para asegurar así la continuidad de sus cargos.
- La función de supervisión del BdE se veía a veces entorpecida por las competencias de las comunidades autónomas. En especial en materia de fusiones.
- La aplicación simplista –por bancos, auditores y supervisores– de las normas internacionales de contabilidad (en especial la nic. 39), promulgadas en los años 2000. Éstas relegaron a un segundo plano el reconocimiento de las pérdidas esperadas dando fuerte prioridad a las incurridas. O sea, se supeditaba el reconocimiento de las pérdidas a la existencia de un evento formal posterior al otorgamiento del crédito, como eraa la morosidad del concurso de acreedores. Además, se asumía así que todos los préstamos, aún los malos, estaban bien otorgados y se difería el registro de las pérdidas originadas por las malas prácticas crediticias.
- La imposibilidad de las cajas de ahorro de emitir acciones o títulos equivalentes, dada su peculiar forma jurídica, para mantener los niveles de solvencia exigidos por el regulador, sólo contaban con sus propios beneficios retenidos y la emisión de títulos híbridos.
- El escaso número de posibles entidades potencialmente adquirentes de cajas –desenlace normal de una resolución- y las dificultades estructurales que ofrecía la adquisición de sociedades sin acciones.

Pero existían también obstáculos más serios, internos al sistema de supervisión y, por tanto, corregibles:

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

- La dudosa voluntad política que percibían los mercados.
- La errónea presunción oficial de que los precios inmobiliarios se recuperarían en dos años y de que las familias pagaban siempre las hipotecas se consideró por tanto innecesario aplicar medidas contundentes.
- El uso del dinero público pasó a constituir un «tabú» sin excepciones, qué pudo resultar miope en algunas ocasiones en que era insoslayable.
- La fuerte aversión de las autoridades a las intervenciones de las entidades. Se argüía que las intervenciones hacían ruido y daban mala imagen. Además, las autoridades no tenían experiencia en su manejo. Como consecuencia de tal aversión, sin poder recurrir a las intervenciones, no deberían desvelarse las pérdidas de las entidades. Con lo cual, la supervisión quedaba mediatizada en su misión de comprobación y transparencia.
- De hecho, la orientación que parecían recibir los inspectores en su tarea era asesorar a las entidades para salvar formalmente sus dificultades regulatorias, en vez de identificar sus problemas de solvencia y de gestión y exigir su pronta corrección.

Primera etapa: el desconcierto, «el manguerazo» y la tolerancia regulatoria

La falta de liquidez internacional iniciada en el 2007 hizo suponer a muchos –sinceramente o no– que se trataba de un simple problema de liquidez, cuando en realidad se trataba de una crisis de insolvencia. Se hablaba entonces de la simple existencia de «turbulencias». Pero ya en el 2008, las dificultades de financiación de cajas y bancos mostraron la precariedad de las cifras de beneficios contabilizados durante los años anteriores, generados sobre la base de un creciente endeudamiento y la asunción de riesgos inmanejables. Un dato significativo: en octubre del 2007, la morosidad contabilizada en el sistema español era del 0,5 % sobre el total de la cartera. Naturalmente, no incluía los abundantes créditos dudosos no contabilizados como tales. Cuatro años más tarde la morosidad aflorada superaría el 15 %.

Sin embargo, como he dicho, reinaba entonces el desconcierto. Faltaba la experiencia en las autoridades y, como queda dicho, la voluntad política era dudosa. Ello incluso después de los campanillazos que supusieron la quiebra de Bearn Sterns en marzo del 2008 en EE.UU., el clamoroso concurso de acreedores de Martinsa Fadesa en julio del 2008 y, sobre todo, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del mismo año. La cual movilizó rápidamente los mecanismos de resolución en muchos países. No en España.

Las medidas adoptadas tras la explosión de Lehman, por las autoridades españolas se limitaron a insuflar liquidez en el sistema mediante el llamado «manguerazo». Este consistió básicamente en adquirir activos buenos a las entidades (a través del programa FAAF creado a tal fin) y avalando por volúmenes importantes sus emisiones de títulos. Además, se relajó la valoración de los activos deteriorados y la cobertura de sus pérdidas. Las refinanciaciones fueron la vía clave para ocultar la realidad.

A principios del 2009, el banco de España pudo haber resucitado los mecanismos de saneamiento que habían funcionado en la crisis de los años 80 en torno a los fondos de garantía de depósitos, cuya financiación fue compartida al 50 % entre el fisco y el sistema financiero.

Pero no fue así, precisamente es entonces cuando el subgobernador del banco de España, José Viñals, dejó el BdE por un alto cargo en el FMI y el ministro Pedro Solbes fue sustituido por Elena Salgado.

Todavía en el 2009, se produjo un giro hacia fórmulas experimentales de reestructuración. Las autoridades seguían sin reconocer oficialmente la delicada situación del sistema. De hacerlo, contrastaría con la ostentación de una supuesta prosperidad y de que nuestros sistemas bancarios y de supervisión eran tal vez los mejores del mundo occidental y modelos a seguir.

Como ya he dicho, el uso de dinero público pasó a considerarse un tabú sin excepciones y había de evitarse por todos los medios la intervención de las entidades. El cuerpo de inspectores se vio así condicionado en sus actuaciones, sin que algunos auditores utilizados a veces en su lugar, suplieran acertadamente su papel. Reinaba la práctica de la refinanciación del principal e intereses de los créditos malos. La calificación de créditos problemáticos como «normales» o «*substandard*» pasó a ser frecuente. La categoría de «normal» no conllevaba cobertura. Los créditos *substandard* no se incluían en el balance como «dudosos» y las provisiones que les cubrían no superaban el 15 %. Además, la norma permitía contabilizar como ingresos, devengos autofinanciados por la entidad prestamista. En esta categoría se incluyeron importantes créditos ya deteriorados otorgados a promotores.

Pero por aquella época quebró espectacularmente la primera caja de ahorros española, la Caja de Castilla la Mancha, lo cual dio al traste con este marco y puso en marcha otros mecanismos.

Segunda etapa: el FROB y el «SIP»

Aconsejadas por consultores privados, las autoridades optaron por la creación del FROB (Fondo de Restructuración Ordenada de la Banca). Institución que vio la luz en el 2009 y empezó a funcionar a finales de dicho año. Con un capital de

9.000 M€. Habían pasado 2 años desde el comienzo de la crisis.

Esta nueva institución había de constituir el nuevo eje de la reestructuración de las cajas de ahorro. A tal fin, el FROB financiaría con fondos del Estado la integración de las cajas, con el fin de sanearlas y reducir drásticamente el número de entidades de un sector sobredimensionado en empleados y oficinas. Era también el camino para convertirlas gradualmente en bancos, mediante sucesivas disposiciones.

Los tres fondos de garantía de depósitos fueron unificados en uno solo, financiado enteramente por el conjunto del sistema financiero, sobrevivían. Pero quedarían en un papel residual frente al protagonismo del FROB. Sin embargo, su obligada actuación en los casos de la CCM, CAM y UNNIM, derivada en estos dos últimos de la insuficiencia financiera del FROB, hubo de llevar a ofrecer los EPA (esquemas de protección de activos) a los compradores de algunas cajas, En garantía del grueso de las pérdidas no afloradas en el momento de la compra. Estos EPA habían de dañar seriamente el patrimonio del fondo de garantía.

La actuación del FROB consistió en instrumentar operaciones de integración de cajas, a través de una figura regulatoria denominada SIP (sistema institucional de protección), basada en una semejanza discutible con una institución alemana. A esta figura, que fue impulsada –casi impuesta-, caso a caso desde la cúpula del BdE y por los propios consultores, se le quiso dar apariencia mercantil y contable de «fusión», denominándolas «fusiones frías».

Inicialmente, las cajas que componían cada SIP creaban una sociedad de gestión que, aun siendo filial de ellas, había de dirigirlas en materia de concesión y control de riesgos. También mutualizaban su capital y resultados, inicialmente en un 20 %, proporción que había de crecer gradualmente hasta el 100 %. Bajo el estímulo de sucesivas disposiciones, los SIP habrían de convertirse en bancos. De esta forma, se consideraba que cada caja seguiría existiendo, pero que sus necesidades de capital regulatorio se cumplirían. Si no individualmente, sí de manera conjunta, como si fuesen un grupo. Cosa que no eran.

El sistema nace con defectos muy importantes que impedirían su éxito:

- Según el reglamento del FROB y debido a las exigencias de las autoridades europeas, las cajas componentes de cada SIP únicamente recibirían ayudas públicas sí eran «fundamentalmente sólidas». Pero este requisito no se cumplió, las cajas sanas existentes en el sistema eran muy escasas. Se agruparon pues cajas de baja calidad, condicionadas a menudo por las autoridades autonómicas, de uno u otro color. generando nuevas entidades artificiosas y muy débiles.

- El estudio de viabilidad de cada SIP, previo a su constitución, se encomendó con frecuencia por el Banco de España a compañías de auditoría/consultoras, que no siempre acertaron en sus recomendaciones, y que dieron lugar a algunas fusiones desafortunadas. El propio Banco de España formulaba a continuación los diagnósticos de cada unidad, para así determinar la cuantía de capitalización a financiar por el propio FROB. Financiación que se efectuó mediante la suscripción de participaciones preferentes, títulos onerosos y exigibles. Discutibles por lo tanto como tal capital, en mi opinión.

En estos diagnósticos del BdE, se basó la recapitalización inicial de las cajas a través del FROB. Pero tal recapitalización resultó llamativamente insuficiente, pues los diagnósticos suponían una estimación optimista del patrimonio y de las pérdidas. En efecto, no tenían en cuenta la ausencia de cobertura de abundantes pérdidas no identificadas, cosa que merma el capital. Sin embargo, sí se consideraban computables para el cálculo del capital plusvalías teóricas de activos no realizados y una estimación de posibles sinergias.

La capitalización se abordó trasformando los depósitos tradicionales en instrumentos de capital regulatorio, como eran principalmente las obligaciones preferentes. Lo cual resultaría uno de los elementos más conflictivos de la crisis, ya que, gracias al poder comercial de las cajas y a la elevada remuneración de los títulos (hasta el 7 % en muchos casos), se colocaron con facilidad entre una clientela sin apenas formación ni experiencia financiera para comprender los elevados riesgos que estaban asumiendo.

El resultado fue la suscripción por el FROB de participaciones preferentes, aunque en cuantía claramente insuficiente para el saneamiento de los SIP. Ello iba a permitir a las nuevas entidades sobrevivir un par de años más con escaso capital y con pérdidas subyacentes. Pérdidas que iban en aumento con el tiempo, por la propia inercia de la gestión y por el coste continuo que suponía mantener sin cobertura activos improductivos sustentados por pasivos onerosos y exigibles.

Debe señalarse que, en estos años, el FROB nombró nuevos consejeros en los SIPs-bancos, pero con un mandato limitado y en coexistencia con algunos consejeros y directivos anteriores. A pesar de los nuevos directivos, no se produjo el giro necesario en la transparencia, en la recuperación de activos ni en las remuneraciones de las capas directivas.

Mientras estaba en marcha la gestación generalizada de los SIP, el gobierno hubo de abordar algunos casos urgentes, como son la CCM, la CAM y Unnim. Se les proporcionaron fuertes ayudas de liquidez y se promovió su venta a otras entidades sin apenas coste, simplemente compensándolas vía participaciones preferentes, de las pérdidas inicialmente conocidas que asumían.

Es entonces cuando se crea el ya referido EPA (esquema de protección de activos). A falta de un buen diagnóstico

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

disponible en el momento de la venta, el FGD o el FROB aseguraban al comprador un alto porcentaje de las contingencias o nuevas pérdidas que pudieran aflorar en la entidad adquirida. Salvo en el caso de CCM, este importante apoyo al patrimonio no fue acompañado con liquidez, sino como simple garantía financiera. Sin embargo, esta garantía permitió a los beneficiarios registrar unas ganancias en sus libros equivalentes al valor del EPA concedido.

Tercera etapa: 2012. Cambio de estrategia

Pero fue en el 2012, cinco años después del comienzo de la crisis, cuando se produjo un claro cambio en el saneamiento del sector. Cambio que fue muy positivo, pero que había de resultar insuficiente. El gobierno, en desacuerdo con la estrategia del Banco de España, pasó a exigir directamente a las entidades fuertes provisiones genéricas sobre el conjunto de las carteras de préstamos al sector inmobiliario. Ello en base a nuevos diagnósticos del sector efectuados por Oliver Wyman, consultor externo, contratado por el BdE en una conflictiva sustitución de los inspectores. Ello se tradujo en dos decretos-ley (febrero y junio), que exigieron coberturas de 50.000 M€ y 30.000 M€ respectivamente. Se trataba de cubrir pérdidas de los riesgos inmobiliarios existentes en diciembre del 2011, a cargar en las cuentas de diciembre del 2012.

Por otra parte, obedeciendo al impulso del FMI, que pasó varios meses en el 2012 haciendo su propia valoración del sector financiero, el gobierno firmó en julio del 2012 un acuerdo con la Troika, el MoU (Memorandum of Understanding). Por él obtenía del MEDE (mecanismo de estabilidad europea), una voluminosa línea de crédito de 100.000 M€, en condiciones muy favorables de plazo e interés. A cambio, aceptaba recapitalizar –por fin, con capital– varias cajas de ahorros ya fusionadas, y convertidas en bancos. Bankia fue el caso más relevante. Fueron también importantes los casos de Catalunya Bank y Abanca.

También obligaba el MoU a constituir un «banco malo», la SAREB, sociedad de gestión destinada a limpiar los bancos intervenidos de activos inmobiliarios deteriorados. Para capitalizar estos tres bancos y para financiar el capital de la SAREB, el gobierno dispondría, vía FROB, de 41.300 M€ de los 100.000 M€ disponibles.

En los bancos a capitalizar, se calcularon de nuevo las pérdidas existentes para proceder a un saneamiento realista. Éstas multiplicaron por 4 o por 5 las pérdidas estimadas al constituirse sus correspondientes SIP's.

El caso de Bankia

Esta entidad, fue el resultado de la integración de 7 cajas de muy distinta procedencia geográfica. Las dos cajas más grandes de las integradas estaban entre las más problemáticas del país: Caja Madrid y Bancaja. El conjunto tenía importantes pérdidas no registradas y un patrimonio contable muy escaso. El patrimonio real era desconocido.

Para subsanar su descapitalización, se adoptaron varias medidas que se modificarían poco después por otras:

- En el 2010 las 7 cajas crearon un SIP que se traduciría en la creación en diciembre de un banco (BFA), con apenas 18 M€ de capital. además, recibió del FROB una inyección de participaciones preferentes por importe de 4.465 M€.
- Sin embargo, el conjunto de las 7 cajas, que en ese momento tenían un patrimonio «contable» de 15.406 millones, registraron pérdidas por 9.207 millones, lo que suponía consumir el 60 % del patrimonio. Estas pérdidas fueron cargadas en las reservas y no en los resultados de año.
- En febrero del 2011, el gobierno aprobaba un decreto-ley que elevaba las exigencias de capital del 8 % al 10 % para aquellas entidades que no tuvieran sus acciones negociadas en la bolsa española. A partir de ese momento, las 7 cajas centraron sus objetivos en salir a bolsa.
- Para ello, todas y cada una de las 7 cajas vendieron todos sus activos y pasivos al banco que habían creado (BFA). Éste, a su vez, vendió a uno de los bancos del grupo los activos y pasivos mejores. Se trataba de Altae, que cambió de nombre por Bankia. Las acciones de Bankia quedaron en poder de BFA, formando así un consolidado. Bankia sería la entidad que saldría en busca de capital al mercado mediante la emisión de nuevas acciones.
- La valoración de los activos y pasivos vendidos por las cajas a BFA y los cedidos por esta a Bankia, fue realizada por consultores privados, sin ser verificada por los auditores. Ascendió a algo más de 20.000 M€.
- En junio del 2011, Bankia lanzó una ampliación de capital superior a 3.000 M€ hasta alcanzar un 48 % del capital. Lo hizo a un precio de 3,75 euros por cada acción nueva, lo que suponía sólo un tercio del valor en libros de las acciones viejas.
- La ampliación se colocó entre accionistas minoristas e institucionales, bajo una fuerte presión no necesariamente comercial. De hecho, alguna de las instituciones vendería sus acciones poco después.
- El aviso de lo que estaba por venir en Bankia tuvo lugar apenas tres meses después de salir a bolsa. En noviembre del 2011, el grupo Bankia solicitó al Banco de España la intervención del Banco de Valencia del que poseía una participación cercana al 40 %. La petición

fue pronto aceptada. Fue el primer banco que resultó nacionalizado en la crisis y la primera entidad cotizada que sufría tal destino. Resultaba así que el Banco de Valencia no era rescatado por su matriz Bankia. Antes al contrario, ésta se desentendió del banco y dejó que fuera el Estado quien, a través del FROB, se hiciera cargo. Éste procedió a su venta a Caixabank, aportando un rescate de 5.498 M€. No fueron ayudas a Bankia pero sí saneamiento de las pérdidas de una filial suya. Era toda una señal de alarma sobre la frágil situación del grupo Bankia.

- Los decretos del nuevo gobierno requerían que cada entidad presentase ante el banco de España, en abril del 2012, cuál era su plan para cumplir con el fuerte saneamiento que aquellos imponían. Bankia estimó que necesitaría algo más de 7.000 M€ de nuevos saneamientos. El plan diseñado por Bankia se consideró satisfactorio por el Banco de España, al parecer, sujeto a determinadas condiciones menores. El auditor que había dado su visto bueno a las cuentas de diciembre del 2010, con las que Bankia había salido a bolsa en julio del 2011, se resistió en abril a firmar su informe respecto de las del 2011. La CNMV requirió entonces al grupo el envío de las cuentas formuladas y auditadas. El día 4 de mayo, Bankia remitió a la COM su informe de gestión y las cuentas del 2011, pero sin auditar. Mostraban un beneficio de 307 millones en Bankia y 30 millones de pérdidas para su matriz BFA.
- Tras el anuncio por Bankia de un reparto de dividendos. El 7 de mayo, ésta procedía a comunicar a la CNMV la dimisión de su presidente, como «hecho relevante». Había de ser sustituido por José Ignacio Goirigolzarri, que incorporó su propio equipo.
- La incertidumbre en esos días era máxima. La acción de Bankia cae en picado en la bolsa, y el 25 de mayo del 2012 la CNMV suspende la cotización, con un precio situado en 1,57 € por acción. Menos de la mitad del precio de la reciente salida a bolsa casi un año antes. El nuevo consejo de administración decidió entonces:
  - Reformular las cuentas presentadas 20 días antes por los gestores anteriores, aflorando pérdidas muy fuertes, tanto en BFA como en Bankia. Pérdidas que daban un fuerte vuelco a los resultados contabilizados anteriormente.
  - Solicitar una nueva ayuda del Estado por 19.000 millones para todo el grupo BFA-Bankia. De los que 12.000 millones serían para la propia Bankia.
  - La nueva ayuda, que fue aprobada por los supervisores, nacionales y europeos, contrastaba fuertemente con los 7.000 millones estimados en abril por los gestores anteriores de Bankia. También se produciría la conversión en capital de los 4.465 M€ de preferentes de BFA que el FROB había suscrito en diciembre del 2010. Todo ello se sumaba además a los 3.000 millones de la ampliación desembolsada en el 2011.
  - En conjunto la ayuda monetaria del Estado para capitalizar al grupo BFA-Bankia ascendería a 23.465 M€. Un año y medio antes había sido considerado como «fundamentalmente solvente».
  - Estas operaciones dieron al FROB una importante presencia en el accionariado y en el consejo. Presencia que permanece hoy día, al no haberse vendido el grupo, como requiere el MoU.
- Además de los 23.465 M€ inyectados por el FROB en el grupo, este fue beneficiado por el Estado en forma de avales, que no suponían dinero efectivo, pero sí riesgo para el Estado. Se trata de las garantías otorgadas por el Estado a los bonos recibidos por Bankia de la SAREB (22.318 M€) en pago de sus activos inmobiliarios y a buena parte de sus activos fiscales diferidos (6.957 m).
- También se había beneficiado el grupo en su momento de cuantiosos avales otorgados por el Estado para garantizar emisiones de títulos en los primeros años de la crisis, pero el Estado no incurrió en ningún coste, ya que estos títulos vencieron y fueron atendidos por el emisor.
- Este importante rescate, que fue además acompañado por cambios clave en la gestión, que son siempre indispensables junto con la recapitalización, constituyó una solución positiva y con futuro. La solución alternativa, haber dejado caer el grupo Bankia, podría haber producido consecuencias imprevisibles.

La SAREB

También en cumplimiento del MoU, el gobierno acordó crear un «banco malo» (la SAREB), como sociedad anónima mixta, destinada a adquirir los peores activos inmobiliarios de las cajas –bancos intervenidos, como complemento de su saneamiento. La idea era buena, pero se instrumentó con una estructura de capital desequilibrada. Además, los altos valores contables de los activos adquiridos habían de hacer muy difícil la liquidación del grueso de sus activos.

La SAREB fue concebida como un instrumento complementario para la recapitalización del sistema bancario español. Su capital inicial fue de 300 M€, más una prima de emisión de 900 M€ y se distribuyó entre el FROB

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

(45 %) y 21 entidades privadas (16 bancos, 4 aseguradoras y una eléctrica), «invitadas» por el gobierno, en el ejercicio de su «persuasión moral», a participar en el capital. Estos accionistas junto con otras 5 aseguradoras más, suscribieron además 3.600 M€ de deuda subordinada. Con estos recursos, más 51.000 m de bonos emitidos por la propia SAREB y avalados por el Estado, la SAREB adquirió activos de las cajas por este importe. A saber, bienes adjudicados (11.000 M€), préstamos hipotecarios (40.000 M€) e incluso préstamos impagados y sin garantía (1.900 M€).

Esta estructura financiera resultaba desequilibrada. Por definición, si el activo solo lo iban a conformar activos problemáticos, con poco o nulo rendimiento y con dificultades para ser convertidos en efectivo, más adecuado hubiera parecido vincular al rendimiento del activo. La remuneración de los bonos avalados por el Estado. Un ejemplo serían los «bonos participativos».

Por el contrario, los bonos que emitió la SAREB ofrecieron inicialmente una rentabilidad vinculada al Euribor con un diferencial que, al emitirse, fue de entre 1,24 %-2,96 %. Estos bonos se beneficiaban también de la posibilidad de ser presentados para su redescuento en el BCE.

El activo también tiene su singularidad. Los activos adquiridos a las cajas no fueron registrados en la SAREB por su precio de mercado en la fecha de la compra (finales del 2012 y principios del 2013), sino por un «precio medio» estimado por Oliver-Wyman, el ya referido consultor, contratado a propuesta de la Troika.

Este hecho supuso que los activos mejores estaban infravalorados y los peores estaban sobrevalorados. Esa forma de registro obligaba a cubrir ya el primer año todos los activos sobrevalorados, pero la SAREB solicitó una regulación contable especial al ICAC, que hubo de ser finalmente aprobada por el BdE. La SAREB tiene pues una singularidad contable única que le permite no registrar las pérdidas de los activos al final de cada año, sino considerarlas compensadas con teóricas plusvalías latentes de los otros activos, obtenidas sobre la base de tasaciones externas. Además –y esto es importante– el nuevo plan contable también permitió a la SAREB elevar considerablemente la valoración contable de sus activos. Lo cual dificulta más su venta.

En mayo del 2013, ante el riesgo de una posible subida del Euribor, la SAREB contrató un swap, que resultó ser el mayor derivado financiero que se había hecho en toda Europa hasta ese momento. El swap fue instrumentado por un grupo de 4 bancos, dos de ellos importantes accionistas suyos. Solo las pérdidas ocasionada por ese derivado (1.987 millones en diciembre del 2016) consumieron su capital inicial, obligando a su reducción y a capitalizar parte de la deuda subordinada emitida (2.170 M€).

Por otra parte, la premura con que el FMI obligó a constituir la SAREB, impidió la identificación o la documentación de parte de los activos adquiridos. Por tanto, su puesta en liquidación resultó imposible hasta terminada su laboriosa y prolongada regularización.

En definitiva, el activo final de la SAREB a finales del 2016 (44.092) era inferior a su pasivo (46.748).

A finales del 2017, la SAREB consiguió liquidar un quinto de sus activos, probablemente los mejores. Le quedan por realizar cuatro quintos. Probablemente, son los peores. Las pérdidas que éstos puedan producir a su liquidación en lo sucesivo, se sumarían a las pérdidas corrientes resultantes de un activo básicamente improductivo y de unos fuertes gastos. Estos gastos son suma de los gastos generales, los fuertes gastos de los servicios de venta contratados, más los intereses y comisiones derivados de la estructura financiera. Estas perspectivas contrastan con el 14 % de rentabilidad anual que se anunció a su constitución.

En cuanto al impacto de la SAREB en las cajas saneadas, puede añadirse que, al situarse el precio medio de compra de sus activos entre su valor neto contable y su supuesto valor a largo plazo, permanecieron en las cajas pérdidas pendientes de sanear.

El Banco Popular

Caso aparte merece el reciente episodio del Banco Popular, primer caso de resolución al amparo de los mecanismos de la unión bancaria europea. Dada la opacidad que rodea este caso, me limitaré a hacer una síntesis de lo sucedido y plantear algunos interrogantes.

El Popular había venido siendo el más rentable del mundo durante años. Se trataba de un banco ejemplar, modelo para muchos hasta principios de los 2000. Venía siendo auditado por Price Waterhouse desde los años 80.

Ya entrados los 2000 y coincidiendo con fuertes cambios en la alta dirección, el banco crece violentamente, adentrándose en el sector inmobiliario, tardíamente, en volúmenes desmesurados y con alto nivel de riesgo, superiores ambos a la media del sector. Parecía estar recogiendo parte de los créditos de los que ya estaban saliendo otras entidades.

Tras explotar la crisis, el banco adopta una política contable poco conservadora de calificación de activos y de cobertura de pérdidas. Tal vez porque su cuenta de resultados no podía abastecer los volúmenes de cobertura necesarios. Así ocurre año tras año.

Todavía en el 2011, el Popular, según dice el mercado alentado por el BdE, adquirió el Banco Pastor. El cual, por encontrarse en situación muy débil, había de aumentar la fragilidad del Popular. De alguna manera dificultaría también la supervisión y la transparencia de ambas entidades. Eso sí, con esta operación el Popular resultó beneficiario de un cuantioso y cuestionable fondo de comercio contable, que

fue utilizado para cubrir pérdidas probables o reales.

El banco efectúa además ampliaciones de capital. En 4 años recibe 5.500 M€ de sus accionistas. En parte autofinanciados por el propio banco. Pero sigue manteniendo un fuerte volumen de activos improductivos sin sanear. Lo cual le va produciendo pérdidas y una descapitalización gradual. Ésta no llega a consumir su patrimonio, pero sigue erosionando fuertemente su capital y sus flujos autogenerados. Así hasta los episodios del 2017.

Ya en el 2017 se produce una situación especialmente llamativa. Tras un cambio de presidente, en el informe del banco a la CNMV sobre el primer trimestre –que envía el Popular con fecha 4 de mayo– declara tener un nivel de capital superior al 11 % y unas perspectivas de gestión muy positivas. Ningún supervisor cuestiona estos datos.

Sin embargo, sólo un mes después, el banco es «resuelto» por el "MUR", que a través del FROB instrumenta una operación de venta al banco de Santander, por un precio de 1 €. Ello tras haberse impuesto a los inversores con nocturnidad la amortización de la totalidad de las acciones, de los COCO y de la deuda subordinada, por un total de 3.000 M€ aproximadamente. La resolución es adoptada como una necesidad urgente, ante la caída aparatosa de la cotización del banco y desencadenada por posibles manipulaciones, por sospechas del mercado y, sobre todo, por la violenta salida de depósitos por filtraciones de diversas procedencias. Tal vez incluso de procedencia institucional. La fuga de depósitos se añade a la creciente iliquidez que ya venía siendo provocada por su creciente descapitalización.

La iliquidez fue el desencadenante de la resolución. Pero la causa fue la descapitalización gradual y continuada durante años, aunque no llegara a consumir el capital ¿cómo ha podido ocurrir esto?

En todo caso, a los analistas les resulta muy difícil comprender cómo han podido los gestores convivir con este constante deterioro sin tomar las medidas oportunas. Ni cómo han podido los supervisores españoles omitir la identificación de los problemas y dejar de adoptar una enérgica y eficaz acción correctiva. Ni cómo han podido los auditores emitir durante tantos años informes en los que no resultaban ostensibles los problemas referidos. Ni en qué ha consistido la supervisión del poderoso "MUS" de la Unión Bancaria Europea durante sus casi tres años de actuación sobre el Popular.

Resulta también difícil de entender cómo, según los datos oficiales, el banco ha pasado en un mes de tener un nivel de capital superior al 11 % a amortizar su capital enteramente, sin contar con los accionistas. Y a cambiar de propiedad por un precio de 1 €, tras beneficiarse el nuevo propietario de los 3.000 M€ que los acreedores se ven obligados a perder. Todo ello, basado en diagnósticos de contenido desconocido hasta hoy, elaborados precipitadamente por un auditor externo (Deloitte) y no por los supervisores del banco de España, que parecen ajenos a los diagnósticos.

El coste para el contribuyente

En septiembre del 2017 el BdE publicó una nota informativa sobre las ayudas del Estado aportadas para solventar la reciente crisis. En ella se afirma que los rescates públicos han supuesto un desembolso en capital de 64.295 M€, de los que corresponden dos tercios a ayudas directas del FROB y un tercio a ayudas del Fondo de Garantía de Depósitos, es decir, del propio sector financiero.

Además, se ha garantizado en forma de EPA, un alto porcentaje, estimado hoy en 7.888 M€, de las posibles pérdidas que afloren tras la adquisición de las cajas por nuevos propietarios. Garantías también divididas entre el FROB y el FGD, cuyo coste final sólo se sabrá al terminar la liquidación de estas operaciones.

También pueden suponer un coste considerable para el fisco las pérdidas que probablemente resulten de los avales concedidos al total de los bonos de la SAREB, que hoy se sitúan en una cifra de 40.925 M€.

Deben mencionarse también las garantías otorgadas por el Estado en respaldo de los activos fiscales diferidos (DTA), por un importe inicial de 44.000 M€. El grueso de los DTA garantizados (o monetizados) eran pérdidas existentes en las entidades insolventes, que se convierten así en exención fiscal, a costa del erario.

Para calcular el coste para el contribuyente originado por estas ayudas, deberán irse deduciendo de las mismas las posibles recuperaciones para el Estado. Se trata de los productos de la futura venta de su participación en entidades como tales (como es el caso de Bankia) o de parte de sus acciones, de los dividendos percibidos por el FROB de las entidades en que es accionista y de las comisiones percibidas por el Estado por los diferentes bloques de avales concedidos a las importantes emisiones de deuda, efectuados por las entidades a los bonos de la SAREB y a los DTA's. El referido coste neto para el contribuyente no se podrá establecer hasta la liquidación final de la operación, pero desde ahora puede preverse que será voluminoso.

Debe en cualquier caso considerarse en este contexto, el impuesto de sociedades que el Estado recibirá de aquellas entidades que, habiendo estado en pérdidas, fueron saneadas y pasan a tener beneficios normales.

En todo caso, el tratamiento de la c risis habrá supuesto un fuerte coste para el erario público, es decir, para el contribuyente. También lo habrá supuesto para el propio sistema financiero, a través del FGD, aunque en proporción muy inferior.

Estos costes han resultado claramente superiores a los que hubiera requerido una acción certera y temprana por las

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

autoridades. Debe aclararse, eso sí, que este coste tuvo por objeto compensar a las entidades que se hicieron cargo de las entidades enfermas; por las pérdidas que hubieron de asumir y por la fuerte carga que suponía su gestión de saneamiento.

Repugna en todo caso que el contribuyente haya de sufragar una parte importante del saneamiento de las cajas. De ahí que la reciente normativa europea haya introducido la figura del llamado bail-in o rescate por los propios acreedores de la entidad insolvente, en sustitución del fisco. Se trata así de evitar el contagio de los problemas privados en el sector público. Es de esperar que este nuevo mecanismo funcione, a pesar de los problemas que pueda plantear en el mercado. Su éxito está por ver.

También se puede contar para los rescates con las aportaciones del sector privado, a través de la figura del fondo de garantía, que puede utilizarse en mayor o menor medida según sean la normativa y las circunstancias.

¿Debe considerarse el cierre de las entidades insolventes como una gran opción? El cierre de Bankia y el resto de las cajas rescatadas, hubiera supuesto un colapso nacional, que habría roto el sistema de pagos y contagiado sistémicamente a la economía y al empleo.

Hagamos aquí una disquisición. ¿Cuáles fueron los supervisores que mejor sanearon sus sistemas en esta crisis y qué mejor proporción de devoluciones obtuvieron sobre los fondos aportados al rescate? Aquellos que sanearon sus sistemas prontamente, con dinero del fisco y en cuantías contundentes para aportar soluciones definitivas. EEUU es un claro ejemplo.

Dicho lo dicho, cabe pensar si se debe considerar el coste fiscal como un tabú sin excepciones para los rescates, o bien considerar como eficaz la participación parcial del fisco en combinación con otros mecanismos. Las soluciones incompletas suelen ser más costosas. Cabe pensar también si no se debe revisar en su conjunto la discutible regulación post-crisis, la desigual supervisión del "MUS" imperante y el todavía inmaduro mecanismo de resolución implantado en la Unión Bancaria Europea.

La situación actual

Aspectos positivos

Hoy día, la mejora del conjunto del sistema tras estos 10 años de crisis resulta clara. El proceso seguido, junto con sus fallos, tuvo también aspectos positivos.

- El sistema financiero, que estaba sobredimensionado consiguió reducir aproximadamente en un tercio el número de sucursales y las plantillas. Tal vez una proporción semejante a la que se había inflado con la burbuja.
- Los bancos resultantes de las fusiones de las cajas insolventes fueron adquiridos por bancos más solventes y mejor gestionados.
- Las cajas de ahorro que sobrevivieron pasaron a ser bancos y quedaron sólo como accionistas minoritarios de los mismos, sin actividad bancaria. Queda por rematar una disminución real de la influencia de las cajas accionistas en los bancos participados.
- La anterior influencia política de las cajas de ahorros y de los consejeros no profesionales, se ha visto muy mermada.

Subsisten, sin embargo, no pocas secuelas que originan directamente una baja rentabilidad. ¿Las causas?

- La permanencia en los balances de un volumen importante de activos improductivos, que no producen dinero. Problema que se enmarca en la escasa rentabilidad del conjunto de los activos del sector.
- Los bajos tipos de interés vigentes en el sistema, derivados de la política monetaria del BCE.
- La reducción del volumen del crédito en su conjunto que ha descendido dos tercios durante la crisis.

Por lo tanto, los resultados sufren y siguen sufriendo, a pesar de la mejora de eficiencia derivada de las fusiones y del gran esfuerzo de digitalización que se está produciendo, sobre todo en las entidades grandes.

A la baja rentabilidad, se añaden fuentes de inestabilidad muy relevantes.

- El exceso de liquidez existente en los mercados, estimulado por el BCE, es como «el opio del banquero», le embriaga y emborrona su sentido del riesgo. Asimismo genera burbujas que suelen acabar explotando.
- Está también la desregulación que se anuncia en los Estados Unidos que podrá arrastrar a la banca europea en el mismo sentido, para ser competitiva.
- Por otra parte, no hay que olvidar que la banca no regulada (la banca en la sombra, la banca digital), amenaza con ir comiendo el terreno a la banca comercial.
- Todo esto, en el contexto de lo que se percibió como la gran panacea: la unión bancaria europea con sus actuales pilares, el "MUS" y el "MUR" y la falta de su fondo de garantía. Pero resulta que la regulación europea, que exige más capital (eso sí, de naturaleza discutible), ha descuidado la supervisión cuantitativa y el saneamiento preventivo de los balances. Lo cual

se complica por las divergencias entre las normas contables y las prudenciales, que generan confusión e incluso inhibiciones serias en auditores y supervisores.

- Por si fuera poco, el mundo sufre una seria inestabilidad geopolítica en frentes estratégicos clave, internacionales y nacionales.

Conclusiones

No parecen recomendables como solución las fusiones que lleguen a constituir bancos sistémicos o «demasiado grandes para caer», porque resultan muy difíciles de gestionar, porque pueden constituir un obstáculo para una supervisión eficaz y porque resultan imposibles de resolver en la práctica. Y eso es un peligro serio.

A pesar de todo, si, junto al resultado positivo de algunas de las medidas ya tomadas, se evita caer en la autocomplacencia, se completan los saneamientos aún pendientes, se refuerza la gestión de crédito, se mejora fuertemente la eficiencia y se practica la transparencia en los mercados, cabe contemplar con algún optimismo el futuro del sistema financiero. Si no, no.

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Bibliografía

1. Advice to Bankers of 1863 Hugh Mc Culloch OCC (Estados Unidos), 1863.

2. *Crisis Bancarias Soluciones comparadas*. Seminario desarrollado en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander. Asociación Española Banca Privada. Julio 1983.

3. *Building sound banking in transition economics.* Edited by Steven Fries - contributions from Aristóbulo de Juan, Gábor Erdély, David Hexter, Ricardo Lago, Alexei Matveev, Brian Quinn, Nicholas Stern and Jan Vit. European Bank. 1986.

4. La crisis bancaria en España 1977-1985 Álvaro Cuervo Ariel. 1988.

5. *Banks and Capital Markets*. Edited by Shahid Javed Burki, Guillermo E. Perry with Augusto de la Torre, Mila Freire, Marcela Huertas. The World Bank. 1999.

6. *Financial Sector Policy for Developing Countries*. Gerard Caprio Patrick Honohan Dimitri Vittas. The World Bank. 2002.

7. *Promp Corrective Action in Banking: 10 Years*. Later Edited by George G. Kaufman - Loyola University Chicago, JAI. 2002.

8. *El Crash del 2010. Toda la verdad sobre la crisis.* Santiago Niño Becerra. Los Libros del Lince. 2009.

9. *El Declive de los Dioses.* Mariano Guindal. Grupo Planeta. 2011.

10. *Los días que vivimos peligrosamente.* Mariano Guindal. Grupo Planeta. 2012.

11. *Las dos próximas recesiones. Cómo, dónde, cuándo y por qué se producirán*. Juan Ignacio Crespo. Grupo Planeta. 2012.

12. *Indecentes, crónica de un atraco perfecto*. Ernesto Ekaizer ESPASA. 2012.

13. *Las crisis financieras en la España Contemporánea* 1850-2012. Pablo Martín-Aceña, Elena Martínez- Ruiz, Mª Angeles Pons, Concha Betrán Pérez, Francisco Comín Comín, Joaquim Cuevas Casaña, Pilar Nogues-Marco. Grupo Planeta. 2013.

14. *Anatomía de una crisis*. Aristóbulo de Juan, Francisco Uría, Iñigo de Barrón. Grupo Planeta. 2013.

15. *Cuatro Bodas y un Funeral*. David Taguas. Grupo Planeta. 2014.

16. *De buenos banqueros a malos banqueros.* Aristóbulo de Juan Marcial Pons. 2017.

Sobre el autor

Aristóbulo de Juan es licenciado en Economía y Master en Relaciones Internacionales. Director General del Banco Popular (1968-1978). Primer Secretario General del Fondo de Garantía de Depósitos. Director General del Banco de España. Asesor Financiero del Banco Mundial. Consultor Internacional. Autor de 2 libros sobre la crisis. Premio de IEF a la Excelencia Financiera 2017.

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 37
Noviembre 2018
B 21662-2012

IEF. INSTITUTO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

www.iefweb.org/odf

Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las *fintech*. Una especial consideración a los «robo advisors»

David Cano Martínez

«Las economías que canalizan los nutrientes como hacen los ecosistemas alcanzan la meta de ofrecer múltiples beneficios a las diversas partes implicadas.»

Gunter Pauli. *La economía azul*

El endurecimiento de las exigencias de solvencia de las entidades crediticias, en un contexto de tipos de interés en mínimos y de coste de capital en máximos, ha intensificado la transformación del sistema de intermediación del ahorro en la zona euro. Éste transita cada vez menos por las entidades crediticias, que se ven sustituidas por los mercados de capitales. En consecuencia, las necesidades de financiación se cubren cada vez de forma más frecuente mediante la emisión de activos financieros como bonos y acciones, en detrimento de los préstamos bancarios. Nos estamos acercando, aunque todavía estemos muy lejos, a lo que se observa en las economías anglosajonas, especialmente en EEUU. Este nuevo modelo de ahorro/financiación tiene importantes consecuencias para distintos agentes implicados, y no sólo las entidades o los mercados, sino el sector público, las empresas y, especialmente, las familias. Una mayor fracción del ahorro invertido en títulos de renta fija y variable implica la asunción de riesgos de liquidez, de mercado y de crédito que, en ocasiones, puede ser desconocido, excesivo y no recomendable. De esta forma, fórmulas de inversión colectiva como los fondos de inversión o los ETF se configuran como el vehículo idóneo para la materialización del ahorro. Y las fintech*, especialmente los* robo advisors*, como una opción para el asesoramiento y la planificación financiera.*

Palabras clave

Fintech
Robo advisor
Financiación
Instituciones de inversión colectiva
Mercados de capitales

Observatorio de Divulgación Financiera

1. El sistema tradicional de intermediación

El sistema tradicional de intermediación del ahorro se representa en el esquema 1. El ahorro se deposita en las entidades financieras que lo transforman en financiación asumiendo dos riesgos: el de liquidez y el de crédito. Su fondeo suele tener un plazo corto de vencimiento o, desde luego, inferior al de los préstamos concedidos. De esta forma, la primera fuente de rentabilidad del servicio de intermediación es aprovechar la habitual pendiente positiva de la curva de tipos de interés. La segunda corresponde al riesgo de crédito. Las entidades financieras son especialistas en este riesgo, frente al de mercado (variaciones de los tipos de interés) que suelen asumir en una menor cuantía (la duración del activo y del pasivo tienden a igualarse en niveles bajos). El riesgo de crédito es al que dedican una mayor cantidad de recursos para analizar, seguir y, en su caso, cubrir. Para hacer frente a una potencial materialización de este riesgo las entidades cuentan con fondos propios. En caso de que se materializase el riesgo de liquidez (por una salida masiva de depósitos o por la imposibilidad de renovarlos) pueden recurrir al banco central, que ejerce su papel de prestamista de última instancia.

Durante la Gran Recesión hemos asistido a momentos de tensión de liquidez, resueltas por el BCE bien mediante las operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO), bien mediante la ELA (*Emergency Liquidity Assistance*). Cuando un banco es solvente, la liquidez no es un problema.

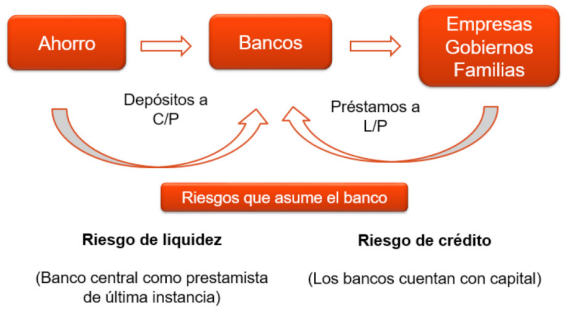
La gran vulnerabilidad de las entidades financieras en la última década ha sido la solvencia. Por un lado, porque las pérdidas en el activo (vía préstamos o vía inversiones) fue muy superior a lo esperado (de ahí que hayan tenido que endurecerse los supuestos de caída del PIB y de repunte de la tasa de paro en los escenarios para los *stress test*[1]). Por el otro, por la constatación del elevado apalancamiento bancario. En una actividad de márgenes tan pequeños (del orden de 100 – 200 pb), conseguir rentabilidad para el accionista (ROE) en línea con el coste del capital sólo es posible mediante el elevado apalancamiento.

Esta no es un conclusión coyuntural (por más que el nivel tan reducido de tipos de interés actuales lo acucie) sino estructural. La banca sólo consigue remunerar al accionista en línea las exigencias de éstos si se apalanca, pero esta estrategia las hace más vulnerables. Especialmente en fases recesivas de la economía, que derivan en quiebras que ponen en peligro la devolución de los depósitos de clientes.

La reacción de las autoridades ha sido clara: elevar las exigencias de fondos propios, lo que en la práctica limita la capacidad de apalancamiento de las entidades crediticias. La consecuencia en términos de ROE también es evidente: una menor remuneración que intensifica el poco apetito de los inversores bursátiles por ampliaciones de capital de los bancos y, por lo tanto, menor capacidad de concesión de crédito por parte de éstos. Si no hay más capital no puede haber más crédito.

Llegamos aquí a una de las primeras ideas del artículo: las actuales exigencias de solvencia derivan en una menor capacidad de financiación de los bancos, esto es, de intermediación del ahorro. Las entidades cuentan con una menor capacidad de asumir riesgo de crédito, en una situación que tiene claros tintes de ser estructural y que obliga a replantearse el sistema financiero. En la zona euro, donde las entidades bancarias son responsables de un 80 % de la financiación (COUR-THIMANN, 2013), vamos a asistir (estamos ya en ello) a un intenso proceso de conversión. Para anticipar su evolución e implicaciones podemos fijarnos en EEUU, país donde el protagonismo de las entidades crediticias es apenas un 25 % de las europeas. Si las entidades financieras no asumen el riesgo de crédito en su balance: ¿quién lo hace?

Esquema 1. El sistema tradicional de intermediación del ahorro

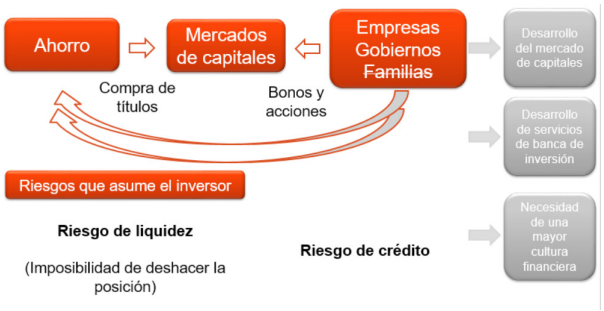


Fuente: Elaboración propia

2. El «nuevo» sistema. El papel de los mercados de capitales

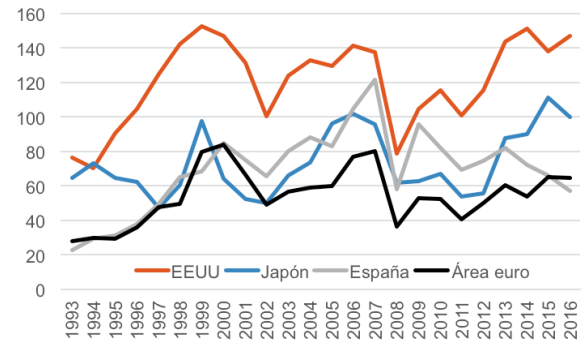
Modificamos el esquema inicial para introducir al sustituto de las entidades financieras como transmisores del ahorro: los mercados de capitales (esquema 2). Si en el modelo tradicional ahorro y necesidades de financiación se encontraban, de forma indirecta, en la entidad crediticia, ahora lo hacen en los mercados financieros. Las empresas o los gobiernos[2] acuden a la bolsa o al mercado de renta fija a captar fondos, que obtienen de los ahorradores, normalmente familias que ahora ya no contratan depósitos. Atención porque en este nuevo esquema tanto el riesgo de liquidez como de crédito pasan directamente al inversor. Las exigencias de capital a las entidades crediticias limitan la capacidad de éstas de asumir riesgo, pero es obvio que alguien debe hacerlo. La normativa, claramente más dura

Esquema 2. «Nuevo» esquema de intermediación del ahorro



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 1. Evolución de la capitalización bursátil como % del PIB



Fuente: Banco Mundial

en materia de fondos propios, limita la capacidad de los bancos de cumplir una de sus funciones sociales: asumir riesgo de crédito y de liquidez. Ahora recae en manos de las familias. Insisto en que este modelo no es nuevo, sino que contamos con una evidencia clara: EEUU, donde lleva en marcha casi 100 años. Hacia ahí nos encaminamos, en un proceso que exige cambios estructurales en la oferta de fondos, en la demanda de financiación y en las estructuras de mercado (caja superior del lado derecho del esquema 2).

Desde el lado de la demanda de financiación, las empresas deben ser conscientes de la utilidad de los mercados de capitales para captar financiación, tanto vía fondos propios (ampliaciones de capital) como mediante la emisión de bonos. La relación tradicional con las entidades financieras gira hacia los inversores, no sólo en el mercado primario, sino también en el secundario. No sólo en el ámbito nacional, sino también en el internacional. La exigencia de información (frecuencia, profundidad, etc.) de los inversores en acciones y renta fija es distinta de la habitual en los comités de riesgos de los bancos. Los responsables financieros de las compañías deben adaptarse a las exigencias, pero también aprovechar las enormes ventajas que se derivan de la captación de fondos en los mercados financieros.

Las entidades también deben adaptarse, aprovechando la oportunidad de negocio que se genera (caja intermedia de la columna derecha del esquema 2). Se hacen necesarios servicios de banca de inversión. Atención, no nos referimos a bancos de inversión que adquieran las emisiones de renta variable o renta fija (eso lo harán los agentes con ahorro), sino a entidades especializadas en emisiones de valores, en presentación de resultados, en relaciones con inversores, etc.

Desde el lado de las infraestructuras, necesitamos contar con mercados de capitales en los que se agilicen los trámites de emisión de valores. Los plazos para la emisión deben acortarse y los costes deben reducirse. Una mayor oferta de emisiones provocará un mayor tamaño del mercado que debe superar las actuales cifras en proporción al PIB. Tanto el de renta fija como el de renta variable. De nuevo, EEUU como paradigma, donde la capitalización bursátil equivale al 150 % del PIB, frente al 60 % que, en media, equivale en Europa. Si nuestra bolsa igualara en importancia a la de EEUU, se canalizarían del orden de 7 billones de EUR nuevos hacia el mercado[3]. Pero también en renta fija privada se debe producir un crecimiento, que se puede estimar en 2 billones de EUR.

Por último, posiblemente el cambio más intenso se producirá desde el lado de la oferta de la financiación. Vamos a asistir a una transformación del ahorrador, que cada vez más se convertirá en inversor. Desde una composición tradicional de su cartera (muy sesgada hacia depósitos) se evolucionará hacia una más avanzada, en la que la renta fija privada y las acciones van a ir ganando protagonismo. Será mucho más normal encontrar inversión directa en bonos y en acciones, lo que implica asumir riesgo de mercado, de crédito y de liquidez.

¿Estamos preparados? Es lógico que en este punto surjan muchas dudas y que la respuesta es «todavía no». Las lagunas de formación son abundantes, y parece imprescindible intensificar la alfabetización financiera (caja inferior de la última fila del esquema 2). Algunas iniciativas ya se han puesto en marcha, pero es obvio que el déficit de conocimiento es importante y que seguramente sea necesaria una generación entera para ello. ¿Quién debe preocuparse y ocuparse de la formación?[4]. Seguramente todas las partes implicadas. Desde los agentes que captarán la financiación hasta los inversores, pasando por los propietarios de las estructuras de mercados, sus reguladores, supervisores e incluso los bancos centrales[5]. Sí, también éstos, dado que los mercados de capitales se

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

van a convertir cada vez más en transmisores de la política monetaria en detrimento del bancario.

Pero no sólo es necesario intensificar la formación, sino también la protección del inversor. Para ello, la normativa como MiFID II va a ayudar.

En definitiva, consideramos que los mercados de capitales van a sustituir, aunque sea parcialmente en una primera fase, a las entidades financieras en la intermediación del ahorro. La relación entre oferentes y demandantes de fondos se producirá en los mercados de renta fija y renta variable mediante la emisión de bonos y de acciones. Una de las principales implicaciones de este «nuevo» modelo, muy implantado en las economías anglosajonas, es la asunción de riesgos por parte del ahorrador, que se transforma en inversor. Una mayor cultura financiera y una normativa protectora son mecanismos que pueden mitigar estos riesgos, pero es obvio que sólo de una forma marginal. Existen otras vías, como la inversión colectiva, como exponemos a continuación.

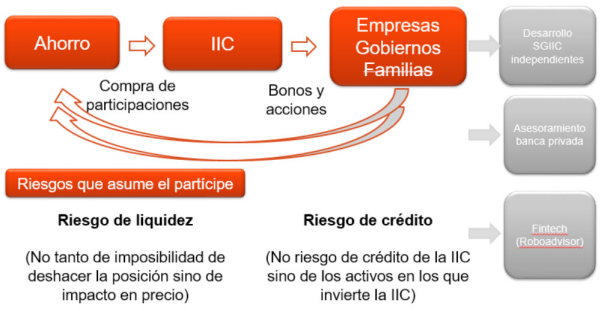
3. La necesidad de diversificar. Las instituciones de inversión colectiva y el asesoramiento financiero

Es sabido que una de las vías de reducir riesgos es mediante la diversificación. Así, una cartera de 25 acciones presenta menos riesgos (tanto de liquidez, como de crédito y de mercado) que una invertida en un solo título. Por lo tanto, la primera estrategia recomendable es contar con una cartera diversificada de acciones. ¿Qué problemas surgen a la hora de aplicar esta idea? En muchos casos, el tamaño de la cartera. En otros, la limitación de acceso a mercados internacionales.

El ahorrador medio, aquel que estamos suponiendo que no va a renovar su depósito bancario sino que va a optar por invertir en acciones, puede que no tenga un patrimonio lo suficientemente elevado como para tener una cartera de una veintena de títulos. Y, desde luego, no cuenta con los conocimientos como para construirla de forma diversificada internacionalmente. La solución es una institución de inversión colectiva (IIC) esto es, un patrimonio en el que la rentabilidad que se va a conseguir es independiente de la cantidad invertida. Una suerte de democratización de las gestión de carteras, por la que un partícipe de 1.000 EUR va a tener la misma cartera (diversificada, gestionada por un profesional, líquida, etc.) que otro que ha invertido 1.000.000 de EUR. Los fondos de inversión se configuran como el vehículo ideal para la materialización del cambio estructural del mecanismo de intermediación del ahorro al que nos estamos refiriendo.

Ahora bien, es obvio que por muy diversificada que esté la cartera del fondo de inversión de renta variable en el

Esquema 3. Esquema de intermediación del ahorro mediante instituciones de inversión colectiva



Fuente: Elaboración propia

que invirtamos, tendremos riesgo sistemático («beta»). Será necesario avanzar en el proceso de construcción de la cartera incorporando más fondos de inversión de activos descorrelacionados, como puede ser la renta fija. Construimos así carteras balanceadas en las que la volatilidad es inferior a la suma de las volatilidades de sus componentes. Si, además, incorporamos exposición a divisa, mejoraremos el binomio rentabilidad / riesgo a medio y largo plazo.

Una cartera de fondos de inversión parece, por lo tanto, una acertada manera de vehiculizar la transición de ahorrador a inversor. Pero siguen apareciendo problemas en su implantación práctica: ¿cuántos fondos se deben comprar? Y, lo que es más relevante, ¿qué fondos debo adquirir? La oferta es enorme: más de 20.000 fondos.

Seguimos avanzando en la cadena de la transformación y llegamos al punto en el que es necesario contar con un asesoramiento financiero. Ante su relevancia (las autoridades económicas comparten el diagnóstico de que la inversión colectiva es una buena vía para consolidar nuevos canales de intermediación del ahorro) MiFID II se encarga de aportarnos terminología: asesoramiento independiente, asesoramiento no independiente y gestión discrecional de carteras[6].

Vamos completando el esquema. Así, un agente que necesite financiación acudirá al mercado de capitales donde emitirá un bono o colocará acciones, que serán adquiridas por un gestor de una institución de inversión colectiva. De forma simultánea, un ahorrador contratará a un asesor financiero (caja central de la parte derecha del esquema 3) que le construirá una cartera de fondos de inversión, eligiendo en cada momento la composición por activos que mejor encaje con el perfil de riesgo y con la posición cíclica de la economía, así como las perspectivas para los mercados financieros. Fondos que, por cierto, serán cada vez con más

Esquema 4. MiFID

Fuente: Elaboración propia

frecuencia gestionados por SGIIC independientes (caja superior de la parte derecha del esquema 3) [7].

4. El papel de las fintech

Prestar un servicio de asesoramiento financiero de calidad e independiente no es ni fácil, ni barato. La necesidad de contar con analistas altamente cualificados y con herramientas tecnológicas de valor añadido implica costes de estructura y mantenimiento que necesariamente se deben trasladar al cliente. MiFID II limita el cobro implícito vía retrocesiones (está prohibido en el «asesoramiento independiente») y se trata de generalizar el cobro directo al cliente.

Surgen en este punto dos problemas. El primero, vinculado a la dificultad de que, al menos por el momento, el cliente sea consciente de la necesidad de pagar por el asesoramiento. Tal vez condicionado por el pasado (cuando el pago era implícito) no tiene interiorizada, como sí sucede con otros profesionales (abogados, médicos, psicólogos, etc.), la necesidad de pagar. Es un proceso de asimilación en el que estamos y que, aunque es gradual, terminará por implantarse. A ello está ayudando MiFID II. Problema, por lo tanto, relativamente resoluble en el que la calidad de servicio y la libre competencia marcará los márgenes a aplicar (seguramente sean inferiores a lo que pensamos, pero ese debate escapa del objetivo de este artículo).

El segundo problema hace referencia a aquellos inversores que cuenten con un capital reducido. No es posible la aplicación de un porcentaje de comisión sobre el patrimonio dado que si éste no es elevado, la comisión a aplicar seguramente no cubrirá los costes fijos en los que incurre el asesor. Se impone un importe mínimo que es muy posible que sea similar (o incluso superior) a la rentabilidad esperada de la cartera.

En definitiva, la demanda de asesoramiento financiero independiente y de calidad, que necesita todo ahorrador que se ha convertido en inversor, posiblemente no encontrará una oferta que encaje si el patrimonio no alcanza un umbral que, mucho nos tememos, está claramente por encima de la cartera media[8] (Finanbest, 2017). Se producen de esta forma «huérfanos de asesoramiento», esto es, inversores con importes relativamente significativos que no encuentran profesionales de calidad que les quieran o puedan prestar el servicio. Parece necesaria una necesaria reducción de costes en la prestación de servicios, por lo que inmediatamente surge la idea de las *fintech* y del papel que pueden jugar.

Fintech o *Financial Technology* (tecnología financiera) es aquel segmento de la industria financiera que aplica tecnología para prestar servicios como pagos, remesas, intercambio de moneda, financiación, gestión de riesgos, comparador de ofertas de productos financieros, *trading*, seguimiento de finanzas personales y asesoramiento en materia de inversión.

Dentro de las *fintech* se engloban aplicaciones, procesos, productos o modelos de negocio que, puestos a disposición del cliente vía internet, permiten a éste contar con un servicio que normalmente ya es prestado por una entidad financiera. De hecho, las *fintech* no buscan crear un nuevo producto sino captar parte de la cuota de mercado de las grandes entidades aprovechando su menor coste del servicio, la mejor experiencia de usuario y la innovación. Por el enfoque de este artículo, es interesante resaltar que el menor coste del servicio se debe a la automatización y estandarización y al hecho de que pueden tener fuentes de ingresos adicionales como el *big data*.

Aunque estamos todavía en un estado inicial de desarrollo, es obvio que por las características de estas empresas financieras basadas en tecnología, serán claves en la transformación de los canales de transmisión del ahorro. Y, de todas ellas[9] los *robo advisors* son el ejemplo más claro.

5. Una especial consideración a los robo advisors

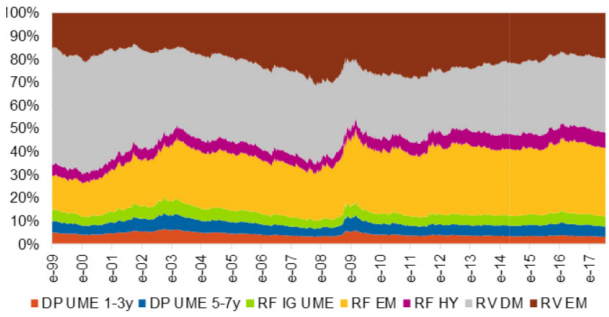
¿Qué es un *robo advisor*? Es un proveedor de un servicio financiero, en concreto, el asesoramiento y, en varios casos, la materialización de una inversión en activos financieros. Ésta se realiza en función del perfil de riesgo del inversor y el servicio incluye el seguimiento y, en su caso, de los cambios en la composición de la cartera. Un *robo advisor* es una *fintech* que, basada en exclusiva en páginas web, genera carteras modelo, normalmente de fondos de inversión. Su proceso se refleja en el esquema 5. Se puede comprobar que es aplicable a cualquier cliente, independientemente del volumen de su patrimonio financiero. No en vano, eso es lo que estamos buscando: contar con un apoyo profesional en la transición de ahorrador a inversor (facilita, por lo tanto, la «inclusión financiera»).

Las carteras que ofrecen los *robo advisors* están diversifi-

Esquema 5. Pasos del servicio de asesoramiento de un robo advisor

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 1. Evolución de los pesos por activos de una cartera «buy and hold»



Fuente: Elaboración propia

cadas ya que se configuran como una cesta de fondos. La clave reside en que cuente con un buen perfilador que determine el nivel de riesgo del cliente y le asigne la cartera que mejor se adapte.

La diferencia es que puede ofrecerse a patrimonios pequeños dado que la comisión es reducida ya que el servicio se presta en exclusiva por internet, las carteras son idénticas para todos los clientes que comparten perfil de riesgo y los fondos en los que invierten son pasivos, lo que implica que tengan menores comisiones de gestión.

De forma adicional a estas características básicas, algunos *robo advisors* incluyen un algoritmo de cálculo en el proceso de construcción de la cartera. De esta forma, la distribución estratégica de activos (el denominado *asset allocation*) responde a los resultados que arroje el modelo, tratando de interferir lo menos posible en la construcción de la cartera. Un modelo de gestión de activos pensado para el largo plazo y basado en la gestión pasiva evita cambios frecuentes en la composición por activos. Se descarta la posible generación de alfa mediante el *market timing*, técnica de gestión que, desde luego, implica importantes costes, al tener que contar con importante capital humano en la gestión.

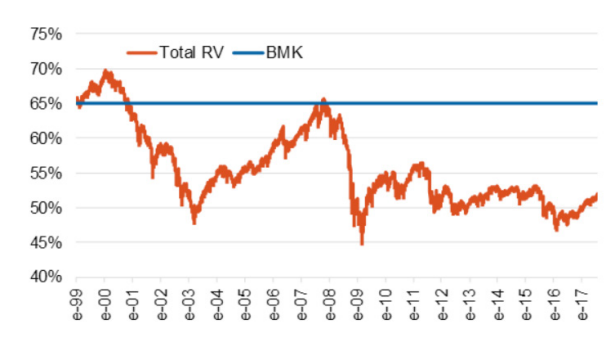
Un *robo advisor* defiende que el *asset allocation* es la principal fuente de generación de rentabilidad y que la gestión pasiva es más rentable, en períodos largos de tiempo, que la gestión activa. Así, se ahorra los costes derivados de contar con un equipo de analistas en la construcción de carteras, así como las comisiones de los gestores activos.

En este punto es importante distinguir entre gestión pasiva y «buy and hold». En el primer caso, los pesos por categorías de activos permanecen constantes, lo que obliga a hacer rebalanceos. En el segundo, la evolución relativa del precio de los activos provoca cambios en la exposición real de la cartera por activos.

Veámoslo con un ejemplo. Supongamos una cartera cuyas ponderaciones son 10 % deuda pública, 5 % renta fija privada, 15 % renta fija emergente, 5 % renta fija *high yield* y 65 % renta variable, dividida a su vez entre mercados desarrollados (50 %) y emergentes (15 %). Una gestión «buy and hold» construirá la cartera el primer día (1 de enero de 1999 según nuestro ejemplo) y no hará ninguna modificación (pura gestión pasiva podríamos pensar). Se puede comprobar (gráfico 1) cómo los pesos cambian, por lo que no es posible decir que es una gestión pasiva. Una «pura» gestión pasiva será aquella que mantenga constantes los porcentajes de inversión por activo, para lo que será necesario un rebalanceo. Una gestión pasiva deberá vender aquellos activos que muestran una mejor evolución para comprar los que lo hacen peor.

Para ilustrarlo mejor, en el gráfico 2 se representa sólo la evolución de la exposición a renta variable. Recuérdese que el nivel de partida era el 65 %. Se observa cómo está en ese nivel en apenas unas sesiones. En el inicio de la cartera aumenta como consecuencia de la revalorización de las cotizaciones bursátiles y llega a suponer el 70 %. Pero años después, con la corrección de los precios y la subida de las cotizaciones de los bonos, se reduce hasta el 45 %. ¿Es correcto, por lo tanto, considerar gestión pasiva a una

Gráfico 2. Evolución del peso de la renta variable de una cartera «buy and hold»



Fuente: Elaboración propia

Tabla 1. Pesos por activos de una cartera «buy and hold»

	DP UME 1-3y	DP UME 5-7y	RF IG UME	RF EM	RF HY	RV DM	RV EM
Media	4,3%	4,8%	4,7%	25,0%	5,5%	34,5%	21,2%
Mínimo	2,9%	3,4%	3,4%	14,1%	4,0%	24,8%	13,1%
Máximo	6,8%	7,0%	6,8%	31,8%	6,9%	50,7%	31,5%

Fuente: Elaboración propia

cartera cuya exposición a renta variable oscila entre el 45 % y el 70 %, cuando la referencia central era el 65 %? Parece que no.

Para mantener una posición constante del 65 % es necesario llevar a cabo rebalanceos. ¿Con qué frecuencia? Es claro que si queremos tener ese porcentaje de manera constante los rebalanceos deben ser diarios. Pero no es menos claro que, en la práctica, es inviable[10]. Se debe buscar el número óptimo de rebalanceos que garantice una cartera lo «bastante similar» a la referencia pero que implica asumir los menores costes posibles. La práctica habitual es establecer un margen porcentual de desviación del peso de renta variable. Así, para una cartera como la expuesta en el ejemplo, si se limita la desviación al +/-1 % se deben realizar unos 34 cambios anuales. La frecuencia cae hasta 7 si el margen tolerado es +/-3 %.

En conclusión, los *robo advisors* se configuran como una opción válida para la transición del ahorro a la inversión. Sus reducidos costes permiten que puedan acceder al servicio pequeños patrimonios, contribuyendo de esta forma a la inclusión financiera. Pero no sólo, un patrimonio elevado también puede optar por invertir a través de esta *fintech*, sobre todo si considera que la gestión activa no aporta valor. La pieza fundamental de un *robo advisor* es la gestión pasiva (precisamente el componente que permite unas menores comisiones de asesoramiento). Otra es el horizonte de inversión a largo plazo. ¡Qué bueno para la estructura económica y financiera de un país sería que los inversores se alejaran de la visión corto placista tan habitual de los mercados financieros! A ello pueden contribuir los *robo advisors*. Si los inversores no se preocuparan tanto por las variaciones a corto plazo de los precios, seguramente los gestores empresariales también tomarían decisiones con un horizonte de inversión a largo plazo. ¿En cuántas ocasiones los directivos de compañías habrán descartado procesos de inversión a largo plazo pensando en el impacto a corto plazo en el precio de la acción? Evidentemente, este es otro tema que excede el contenido de este trabajo, pero que se debe abordar si consideramos que cada vez una mayor parte de la financiación empresarial se realizará vía mercados de capitales. Necesitamos que las empresas tomen decisiones a largo plazo y, para ello, debe existir una coherencia en el plazo con los inversores. Los *robo advisors*, pueden contribuir a ello. Como también a que los inversores profesionales (vía ETF o fondos de inversión) vayan representando una mayor cuota en la tenencia de acciones y bonos.

Tabla 2. Número de cambios anuales en función de la desviación tolerada y del peso en renta variable

	Número de cambios anuales				
Desviación	1%	2%	3%	4%	5%
Cartera10	2	1	1	0	0
Cartera20	11	3	2	1	1
Cartera30	25	9	4	3	2
Cartera40	34	13	7	3	3
Cartera50	43	18	10	6	3

Fuente: Elaboración propia

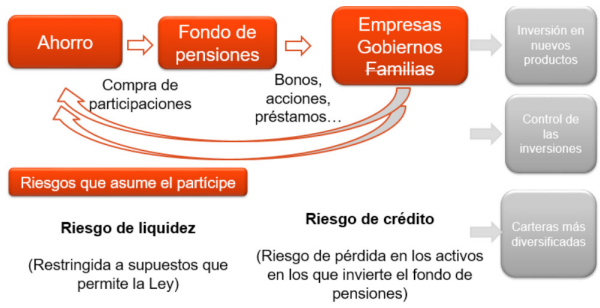
Recuadro 1. El papel de los fondos de pensiones en el nuevo esquema de intermediación del ahorro

En pleno debate sobre la sostenibilidad de las pensiones públicas, los instrumentos de previsión social se configuran como una de las piezas claves, no sólo para garantizar la capacidad adquisitiva del pensionista futuro, sino también para financiar la economía real. El trabajador en activo aporta de forma directa (él mismo), o indirecta (a través de la compañía en la que está empleado) de forma periódica una determinada cantidad en el fondo de pensiones de empleo (o en un fondo de pensiones de una determinada entidad financiera). El fondo se configura como una parte más o menos de su ahorro financiero, aquel con un horizonte temporal de más largo plazo. En línea con lo expuesto a lo largo de este artículo, una de las grandes ventajas de este tipo de

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

vehículos es que están diversificados y gestionados por profesionales (además del tratamiento fiscal de las aportaciones). Tres son sus inconvenientes: liquidez (aunque ahora, gracias a los recientes cambios normativos, existen más supuestos para reembolsar la inversión), las comisiones (también se están reduciendo y, en cualquier caso, son bajas para los fondos de empleo) y el tratamiento fiscal de los rescates. Pero las ventajas superan claramente los inconvenientes lo que deriva en un aumento de la importancia relativa en el patrimonio financiero. Así es, al menos, en la mayoría de países desarrollados, en una comparativa en la que nuestro país sale muy retrasado: apenas suponen un 10% del PIB, frente a medias del 50%/60% en la OCDE (INVERCO, 2017). Entendemos que su importancia relativa se irá incrementando ante la constración por parte del ahorrador de que aportando a su plan de pensiones cuenta con una gestión profesional y con una cartera diversificidada. Lo que estaba buscando: un "huérfano" tiene a su disposición ahora una alternativa par su dinero. Los fondos de pensiones son un engranaje más la transformación estructural a la que estamos haciendo referencia en este artículo.

Esquema A. Esquema de intermediación del ahorro mediante fondos de pensiones

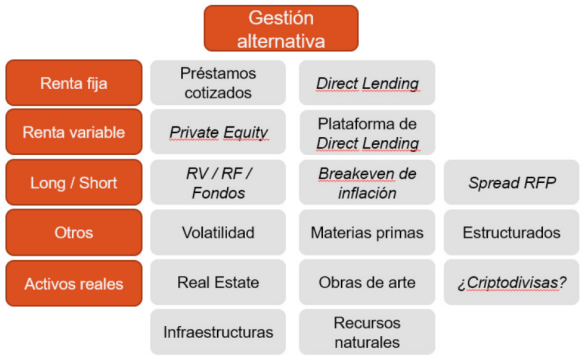


Fuente: Elaboración propia

Pero los fondos de pensiones de empleo pueden ejercer un papel dinamizador adicional gracias a su horizonte de inversión a largo plazo que permite, no tanto asumir un mayor peso en renta variable, como sí tomar posiciones en activos menos líquidos pero con mayores expectativas de rentabilidad y descorrelación con los más habituales. Nos referimos a los activos alternativos. No es fácil caracterizar un activo alternativo, pero algunas de sus características comunes es que presentan (o así lo pretenden) descorrelación con los mercados tradicionales y que no cotizan en mercados públicos. La primera propiedad les dota de un elevado atractivo para complementar (y diversificar) carteras tradicionales de activos (más aún en un contexto de tipos de interés reducidos) y la segunda obliga a tener una visión de largo plazo (tan necesaria, en mi opinión).

Según se recogen en el esquema B, estos engloban desde préstamos a empresas, tanto comprados una vez originados por las entidades crediticias ("fondos de loans") como concecidos de forma directa por el fondo (direct lending), que toma así el relevo a un banco, hasta inversión en infraestructuras o recursos naturales. Carteras más diversificadas, que asumen riesgo de liquidez, de mercado o de crédito, con implicaciones en las necesidades de servicios. Las comisiones de control de los fondos de pensiones velan por que se cumpla la política de inversión (que ellos mismos hana aprobado), por los activos en los que se invierte y, muy relevante según la estructura de este artículo, por transmitir al resto de inversores información sobre la rentabilidad de la cartera, sobre su composición, etc. En definitiva, aportar en esa función pedagógica a la que hemos hecho referencia anteriormente.

Esquema B. Activos alternativos



Fuente: Elaboración propia

Conclusiones

La crisis financiera de 2008 reveló los riesgos sistémicos derivados de un sistema crediticio excesivamente apalancado. La reacción de las autoridades ha sido clara: incrementar

las exigencias de fondos propios, con implicaciones tanto en términos de rentabilidad (ROE) como, sobre todo, en la capacidad de asunción de riesgo de crédito. Todo ello, en un contexto de tipos de interés muy bajos durante un período de tiempo prolongado va a limitar la capacidad de intermediación del ahorro por parte de las entidades crediticias. Son necesarios nuevos canales, entre los que podemos destacar los mercados financieros, como ya sucede en las economías anglosajonas, especialmente EEUU. Este mecanismo deriva en la asunción por parte del ahorrador del riesgo de liquidez, mercado y crédito, en una transformación hacia el inversor que exige dotación de conocimiento financiero y, preferiblemente, horizonte de inversión a largo plazo. Para mitigar los riesgos son muy útiles las instituciones de inversión colectiva y vehículos similares como fondos de pensiones. Pero esta solución es sólo parcial, dado que un porcentaje elevado de inversores puede que no sean capaces de elegir de forma correcta el fondo o cesta de fondos que mejor se adapte a su perfil de riesgo. Se impone un servicio de asesoramiento financiero que, para que sea de calidad, es costoso en su implantación y desarrollo. El universo *fintech* aparece como una solución válida, gracias a sus menores costes de mantenimiento y de ejecución gracias al recurso en exclusiva a internet y a la estandarización de las carteras. Así pues, para la imprescindible reforma estructural que supone aumentar la importancia relativa de los mercados de capitales como transmisores del ahorro, las *fintech* y, especialmente los *robo advisors*, pueden jugar un papel muy relevante. Además de facilitar la materialización de la inversión, permiten la inclusión financiera (pueden acceder a este servicio capitales muy reducidos) e incentivan la inversión a largo plazo (uno de los pilares de la gestión pasiva). Pero no sólo pueden facilitar la financiación empresarial (demanda de fondos), sino también la consecución de carteras diversificadas rentables a largo plazo (oferta de dinero). No obstante, consideramos que el *robo advisor* sólo es una de las piezas de las herramientas necesarias para un correcto seguimiento y planificación de las finanzas personales. Se pueden, y deben, combinar con simuladores que permitan planificar los hitos vitales y calcular de esta forma el ahorro necesario para conseguirlo. Porque para realizar una correcta planificación es imprescindible poder calcular el impacto fiscal de las decisiones de inversión y desinversión. A ello, ayudaría también, desde luego, un marco fiscal menos errático y predecible. Ese es otro aspecto a considerar en toda reforma estructural de una economía que pretenda facilitar la financiación del tejido productivo, tanto el material, como especialmente el inmaterial (Haskel, 2018): la estabilidad del régimen tributario.

Referencias bibliográficas

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. *El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión*. Fundación Inverco. 2010.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. *Guía del sistema financiero español*. Sexta edición. 2012.

CANO MARTÍNEZ, D. *El ahorrador inteligente*. Espasa. Enero de 2014.

CANO MARTÍNEZ, D. *Desbancarización española*. Economía Exterior. 74. Otoño 2015. Páginas 41 – 48.

CANO MARTÍNEZ, D. *Crecer reduciendo la financiación bancaria*. El Alcázar de las Ideas 11 de enero de 2017. https://elalcazardelasideas.blogspot.com.es/2017/01/crecer-reduciendo-la-financiacion.html

CANO MARTÍNEZ, D. *65 billones de USD* David Cano´s Corner. Asset. 12 de diciembre de 2017. https://asset.es/2017/12/12/65-billones-de-usd/

COUR-THIMANN, P, WINKLER, B. *The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure*. Working Paper Series. 158. Abril 2013.

FINANBEST. *Estudio sobre el ahorro de las familias*. Mayo de 2017.

INVERCO. *Informe anual de IIC y fondos de pensiones*. 13 de febrero de 2018.

HASKEL, J y WESTLAKE, S. *Capitalism without capital*. Princeton University Press. 2018.

Notas

1. Ver http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing.

2. No así las familias, al menos de momento, dado los importes más pequeños de financiación. En el futuro, tecnologías como blockchain podrán facilitar la financiación intrafamilias.

3. 1 billón en el caso de España, donde el mercado bursátil supone el 55 % del PIB.

4. ¿Y financiarla?

5. Cada vez en mayor medida los mercados de capitales serán transmisores de la política monetaria, en detrimento de los bancos que, también aquí irán perdiendo importancia relativa.

6. En el portal de la CNMV se puede encontrar abundante información.
http://cnmv.es/portal/MiFIDII_MiFIR/MapaMiFID.aspx

7. Esta es otra de las implicaciones que esperamos se produzca como consecuencia de la transformación de los canales de transmisión, la mayor cuota de gestoras de fondos de inversión independientes. De nuevo, nos fijamos en el caso estadounidense.

8. Hay que tener en cuenta que es muy posible que el inversor tenga diversificado su patrimonio en 2 o 3 entidades que aplicarán esa tarifa mínima. Aunque el total del patrimonio pueda superar «el umbral de rentabilidad para el asesor» al dividirlo entre varias entidades puede suceder que en ningún caso, al aplicar las comisiones mínimas, sea rentable contratar el asesoramiento.

9. En http://spanishfintech.net/mapa-fintech-espana/ se puede obtener un lista actualizada de las fintech españolas.

10. Recuérdese que una parte de los clientes tendrán carteras de reducido volumen, por lo que cambios de porcentajes reducidos supondrán compras y ventas de fondos de inversión por apenas unos pocos euros.

Sobre el autor

David Cano Martínez: Socio de Analistas Financieros Internacionales

Fundació Caixa d'Enginyers

Nota Técnica

Número 38
Noviembre 2018
B 21662-2012

IEF. INSTITUTO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

www.iefweb.org/odf

Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración

Xosé Garrido, CEFA-CIIA.

La inversión socialmente responsable (ISR) ha acaparado en la última década la atención de la comunidad inversora y de la sociedad en general como una vía fundamental para desarrollar el compromiso con el medio ambiente, los aspectos sociales y la gobernanza corporativa en materia de inversiones. Este artículo tratará de poner el foco en las estrategias más avanzadas en el campo de la ISR, las estrategias de integración ASG, una vez la ISR se ha consolidado fuertemente en la industria de gestión de activos.

Orígenes de la ISR. Estrategias de gestión ISR y relevancia en el mercado

Aunque en algunos círculos la inversión socialmente responsable (ISR) es un concepto novedoso en pleno proceso de desarrollo, los orígenes como tal de dicho tipo de inversión se remontan al siglo XVII y concretamente en las instituciones religiosas. Precisamente la más temprana referencia a la inversión basada en criterios extrafinancieros se encuentra en el movimiento cuáquero, que excluía de sus inversiones todas las que estaban vinculadas al tráfico de esclavos o a la producción de alcohol. Con todo, no fue hasta el siglo XX en que la ISR empezó a tomar forma, en este caso de la mano del primer fondo de inversión responsable, el US Pioneer Fund, lanzado en 1928 y que encontró su motivación en la era de las prohibiciones para configurar una política de inversión que no permitía la inversión en alcohol y tabaco. Más adelante, a partir de 1960, diversas instituciones y congregaciones eclesiásticas europeas decidieron adoptar criterios éticos y lanzaron fondos éticos basados en valores morales, todo ello en un contexto de profunda reivindicación social y política que dio pie paralelamente a la emergencia del activismo accionarial. En la parte final del siglo XX, la esfera medioambiental cobró un mayor protagonismo tanto en la sociedad como en el campo de las inversiones, destacando 1983 como el año en que se estableció la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo de las Naciones Unidas así como la Cumbre de la Tierra celebrada en Rio de Janeiro en 1992. Ya en el siglo XXI los criterios de sostenibilidad y responsabilidad fueron combinados con el prisma social

Observatorio de Divulgación Financiera

de la ISR para llegar configurar el concepto actual de dicho tipo de inversión.

Así, la Inversión Socialmente Responsable se entiende como una tipología de inversión que, además de los criterios financieros tradicionales, considera factores denominados extrafinancieros o ASG (medio ambientales, sociales y de gobierno corporativo) a la hora de analizar y tomar decisiones de inversión.

¿Qué estrategias se pueden diferenciar? En 2016, la última revisión bianual de Eurosif (*The European Sustainable Investment Forum*), institución de referencia en Europa de la ISR, clasifica las estrategias ASG en 7 categorías distintas, las cuales se pueden aplicar de forma exclusiva o conjuntamente y son válidas, salvo el diálogo con las empresas, tanto para compañías como para entes públicos (deuda). Dicha categorización puede a su vez enmarcarse en dos grandes bloques, referenciados como criterios negativos o criterios valorativos (positivos), en base a la segmentación que realiza la Circular de 2014 de Inverco sobre la aplicación de criterios ASG en la política de inversión de las IIC.

1. **Criterios negativos**

1.1 **Exclusión de actividades**. La exclusión comprende la eliminación de ciertas compañías o sectores del universo de inversión en tanto en cuanto una parte o la totalidad de su fuente de negocio están vinculadas con actividades consideradas no sostenibles o que implican elevados riesgos reputacionales. Entre las mismas, las más habituales suelen ser armamento, tabaco, energía nuclear y pornografía.

1.2 **Evaluación basada en normas.** A través de dicha estrategia los inversores excluyen las inversiones en empresas cuyos ingresos o beneficios, total o parcialmente, vayan en contra del espíritu de normas internacionales y derechos fundamentales que generan un amplio consenso como podrían ser: directrices de la OCDE para empresas multinacionales, declaración tripartita de principios de la OIT sobre empresas multinacionales y política social o el Pacto Mundial de las Naciones Unidas.

2. **Criterios valorativos (positivos)**

2.1 **Inversiones temáticas de sostenibilidad.** Esta estrategia se dirige a la inversión en sectores específicos con externalidades positivas en aspectos sociales y/o medioambientales, como por ejemplo energías renovables, infraestructuras sostenibles, gestión del agua o gestión de residuos, entre otros.

2.2 **Valoraciones destacadas (Best-in-Class).** A través de las cuales los inversores seleccionan las compañías o emisores con mejores métricas o calificaciones ASG en un sector en particular. A diferencia de otras aproximaciones positivas similares, como *Best-in-Universe o Best-Effort*, a priori cualquier sector o tipología de activo puede estar presente en dicha estrategia, de manera que tan solo se seleccionarán «los mejores».

2.3 **Diálogo con las empresas o *engagement* accionarial.** Consiste en mejorar el gobierno corporativo a través de procesos de diálogo con las compañías, como por ejemplo a través de reuniones con los equipos directivos en las que trasladar potenciales aspectos de mejora en la gestión corporativa. Tiene un vínculo muy fuerte con el deber fiduciario, ya que es impulsado en gran parte por la corriente de opinión que los gestores de activos son administradores de activos que rinden cuentas a sus partícipes.

2.4 **Inversiones de impacto.** Se trata de inversiones que tienen en cuenta, además de los indicadores económicos, el impacto social y/o medioambiental de la empresa, además de implantarse tanto en países en vías de desarrollo como en desarrollados. Uno de los principales catalizadores de dicha estrategia es la contribución al desarrollo sostenible, hecho que en parte explica el éxito en el desarrollo del mercado de bonos verdes (*Green Bonds*) como una de las iniciativas con mayor éxito entre la comunidad de inversores en los últimos años.

2.5 **Integración ASG.** Se considera la estrategia más avanzada y que maximiza el espíritu de la ISR a través de la incorporación de los criterios ASG en el análisis financiero tradicional.

Con todo, en el contexto europeo, las estrategias ISR predominantes son aquellas basadas en criterios negativos, que representaron más de dos tercios del mercado en 2015. Sin embargo, las estrategias de menor relevancia han registrado en los últimos años el mayor crecimiento anualizado, con las inversiones de impacto a la cabeza (120 % anualizado entre 2013 y 2015).

Peculiaridades de las estrategias de integración

Desde el punto de vista del análisis, las estrategias de integración ASG se refieren a un análisis fundamental integrado, es decir, el uso de la información ASG en la estimación del valor fundamental de las compañías. Por ello resulta crítica la capacidad de identificar y cuantificar riesgos y oportunidades extrafinancieras y conocer de qué manera podrían repercutir en los estados financieros de las compañías o, en el caso de los emisores soberanos, en los cuadros macroeconómicos de los países.

¿Qué ventajas aporta una estrategia de integración ASG?

Gráfico 1

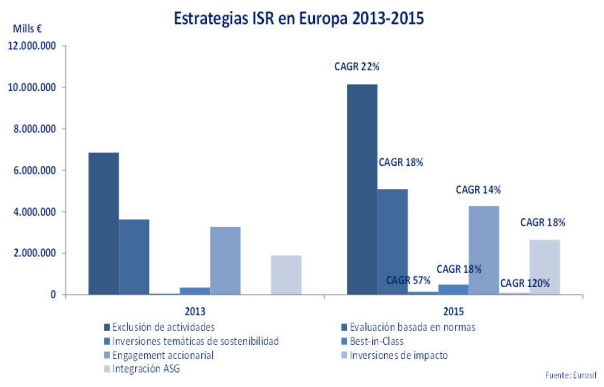
	2009	2011	2013	2015	TACC 2015/2013 (*)
Exclusión de actividades	1.749.432	3.829.287	6.853.954	10.150.595	22%
Evaluación basada en normas	988.756	2.346.308	3.633.794	5.087.774	18%
Inversiones temáticas de sostenibilidad	25.361	48.090	58.961	145.249	57%
Best-in-Class	132.956	283.206	353.555	493.375	18%
Engagement accionarial	1.688.473	1.950.406	3.275.930	4.270.045	14%
Inversiones de impacto			20.269	98.329	120%
Integración ASG			1.900.040	2.646.346	18%
TOTAL	4.584.978.000	8.457.297.000	16.096.503.000	22.891.713.000	19%

Datos en Millones €. Fuente: Eurosif

(*) Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC)

Fuente: Eurosif

Gráfico 2



Fuente: Eurosif

Desde la perspectiva del inversor, los analistas e inversores que son capaces de incorporar información ASG material en los análisis tradicionales tienen una ventaja en tanto en cuanto dicha información puede ser un indicador avanzado del desempeño financiero futuro, lo cual puede traducirse en un mejor comportamiento en términos de gestión de activos respecto a una gestión tradicional puramente basada en los aspectos financieros.

Asimismo, desde el punto de vista de la rentabilidad la incorporación de los aspectos materiales ASG en ingresos y costes también tiene una repercusión notable en el coste del capital, un elemento clave en la valoración de activos en la medida que tasas de descuento inferiores se traducen en mayor valor presente, *ceteris paribus*. En este sentido, existe una evidencia empírica[1] en referencia a más de 100 estudios académicos sobre inversión sostenible en todo el mundo que concluyen que las compañías con una mayor calificación de su información extrafinanciera tienen un coste de capital menor y, por tanto, tienen mejores condiciones de acceso a la financiación. Bajo un prisma de finanzas corporativas y con amplia repercusión en el valor fundamental de las compañías, las corporaciones con mejores calificaciones ASG, y por tanto menores costes de financiación, tienen mayor capacidad para emprender nuevos proyectos o desarrollos ya que, a igualdad del resto de factores, los menores costes de financiación permiten recuperar antes la inversión inicial, al mismo tiempo que su capacidad para atraer inversores dificulta el acceso a la obtención de capitales por parte los competidores con peores métricas ASG. Estos argumentos tienen externalidades positivas sobre el conjunto del mercado y es que precisamente la iteración en el tiempo de dicha secuencia debería conllevar que los jugadores más retrasados en prácticas ASG mejoraran sus prestaciones en este punto.

No obstante, se pueden encontrar diversas dificultades a la hora de implementar una estrategia de integración que podrían englobarse en tres bloques: obtención de la información, cuantificación y repercusión. En el primero de los casos, el esfuerzo a la hora de encontrar y disponer de la información ASG es significativamente superior a la obtención de los estados contables auditados. Así, la dificultad de adquirir información consistente, comparable y auditada se convierte por tanto en un obstáculo para la disponibilidad de información. Sin embargo, la proliferación y desarrollo de informes integrados o iniciativas como Global Report Initiative, cuyo fin es aumentar la calidad en la elaboración de las memorias de sostenibilidad, se erigen en importantes avances para mejorar la comparabilidad y verificabilidad de la información extrafinanciera.

En segundo término, la cuantificación de criterios extrafinancieros es una tarea sumamente compleja ya que la interdependencia de variables es difícil de identificar y en ocasiones las relaciones de causalidad no son tan obvias, por no decir que el impacto de un dato específico difiere entre industrias y también tiene repercusiones distintas sobre la misma compañía a lo largo del tiempo. Asimismo, los emisores realizan más acciones de las que públicamente divulgan, hecho que supone una traba adicional para determinar numéricamente relaciones de causa-efecto.

En última instancia, se encuentra la traslación o repercusión en las variables financieras de los riesgos y oportunidades extrafinancieras una vez han sido cuantificadas. En esta etapa el principal hándicap es la dificultad para medir la influencia de los factores ASG en el crecimiento, la rentabilidad, el coste del capital, los retornos, el valor residual, etc.

Pero, ¿cómo la información extrafinanciera impacta en las proyecciones de las variables financieras una vez ha sido cuantificada? Véase un ejemplo en cada uno de los pilares ASG.

En el capítulo medioambiental, la emisión de gases de efecto invernadero (GHG, *Green House Gases*) es un factor relevante en la base de costes de diversos sectores.

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

Una reducción de las emisiones conlleva una producción más eficiente y rentable (márgenes), pero también tiene efectos de segunda ronda no tan tangibles en el corto plazo. Por ejemplo, permite la mejora en la captación de talento en tanto en cuanto las compañías más comprometidas medioambientalmente obtienen mejores calificaciones en las estadísticas de mejores lugares de trabajo.

En el apartado social, un incremento en la tasa de absentismo laboral tiene una repercusión negativa sobre la productividad en la medida que los ingresos se ven mermados porque el volumen de producción o la capacidad de servicio sufre al reducirse la plantilla disponible, al mismo tiempo que la calidad del producto o servicio final puede verse minorada. En paralelo, a priori tiene lugar una reducción en el coste de las ventas ya que se producen menos bienes pero el coste unitario de los mismos se eleva debido al fuerte componente fijo de la mano de obra. En esta situación, si la compañía decide mantener la producción al mismo nivel, dicho coste unitario todavía puede verse incrementado en mayor medida debido a la necesidad de contratación de personal externo o la implementación de horas de trabajo extra, factores ambos sumamente costosos.

En cuanto a la gobernanza corporativa, por ejemplo, la corrupción es una variable que afecta directamente a las ventas de la compañía en la medida que su constatación en muchos casos implica la pérdida de clientes por cuestiones de confianza empresarial y, en caso que la corporación no tenga herramientas ágiles para restringir su capacidad o variabilizar sus costes, también los márgenes operativos se ven impactados indirectamente. Adicionalmente, situaciones de corrupción a menudo implican sanciones de las jurisdicciones afectas en concepto de multa y/o compensaciones, cuantías que impactan de forma extraordinaria en el beneficio neto y que elevan el riesgo reputacional. Consecuencia de todo ello la mayor percepción de riesgo frecuentemente es penalizada por los inversores en forma de mayor coste de capital.

Ejemplos de integración de factores ASG en la toma de decisiones de inversión. Sector público, sector privado y hogares

La integración de los tres pilares de la ISR en la toma de decisiones de inversión, así como desde el lado de la financiación, es una cuestión que ha calado ampliamente entre los diversos agentes involucrados. Atendiendo al sujeto inversor, se pueden clasificar las inversiones en tres ámbitos distintos.

• Sector público

En el plano estatal, el mayor ejemplo de integración de criterios ASG se encuentra en Noruega, cuyo gobierno se encarga de la gestión y administración del Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega. Dicho vehículo se nutre del excedente de riqueza producido por los ingresos que provienen de la industria petrolífera a través de impuestos y cobro de licencias exploratorias, así como dividendos de la petrolera semiestatal Equinor. El fondo trata de consolidar y fortalecer una potente base de datos materialmente relevantes en criterios medioambientales, sociales y gobierno corporativo a través de trabajo de análisis propio, proveedores externos especializados y colaboraciones de diversos grupos de interés en torno al vehículo inversor. Tal y como refleja la memoria anual del mismo «Como resultado de este trabajo, ahora tenemos bases de datos de sostenibilidad cada vez más completas que abarcan una serie de factores a nivel de país, sector y empresa. Estos datos están integrados en nuestros análisis de empresas y sectores individuales, así como a nivel de cartera[2]».

• Sector privado

Bajo el prisma corporativo y durante el último lustro, las compañías han realizado notables avances en materia de responsabilidad social corporativa (RSC). Un ejemplo es el importante desarrollo de los mercados de bonos verdes, cuyos fondos se destinan a financiar, parcial o totalmente, proyectos verdes. Si bien todavía con un peso marginal sobre el agregado del mercado de renta fija, éstos han tenido una evolución destacable, como lo demuestra el hecho que en 2016 el saldo vivo de este tipo de emisiones alcanzase los 80.000 millones de dólares, que supone un crecimiento interanual del 90 %. Sírvase también como ejemplo que el sector financiero ha contribuido con el lanzamiento de productos de inversión únicamente centrados en dicha tipología de emisiones.

Precisamente la industria de gestión de activos ha dado un paso al frente integrando los pilares ASG en las políticas de inversión. Partiendo de los actores que se han limitado a implementar políticas de exclusión de determinados sectores ampliamente considerados no socialmente responsables como defensa o tabaco, los más avezados han logrado condicionar sus decisiones de inversión integrando en los modelos de valoración tradicionales consideraciones ASG. Al fin y al cabo, la ISR, desde este ángulo, consiste en la detección, valoración y cuantificación de riesgos extrafinancieros que puedan repercutir en las proyecciones de variables puramente financieras y, en consecuencia, en el precio de los activos.

Para ejemplificarlo, se analizan seguidamente dos sectores, no especialmente en el foco mediático de la ISR, para comprender dicho análisis de riesgos.

1. Inmobiliario

1.1 Uso de la energía y emisiones de gases de efecto

invernadero (GHG). La industria inmobiliaria es uno de los mayores consumidores de energía y fuente de CO_2[3] (los edificios suponen el 40 % del consumo global de energía primaria y el 30 % de las emisiones de CO2), con lo que está altamente expuesta a riesgos derivados del incremento de los costes energéticos, incremento de la volatilidad en los precios de los combustibles fósiles y regulación acerca del carbón. La sensibilidad de las variables financieras a dichos factores es relativamente elevada.

1.2 Sostenibilidad de los inmuebles. Las «construcciones verdes» se han convertido en el *mainstream* de la industria registrando un fuerte crecimiento por cuestiones económicas, mejora de la satisfacción del cliente e incentivos públicos. La mayor calificación sostenible de los activos se traduce en mayores precios y posibilidad de repercutir mayores rentas por alquiler.

1.3 Ética empresarial. Numerosas controversias en los últimos años relacionados con casos de soborno y corrupción en referencia a la adquisición de suelo y procesos de subasta han tenido un impacto negativo con amplios costes legales, financieros y reputacionales para las compañías.

1.4 Gobierno corporativo. Riesgos como operaciones de compra y venta con compañías afiliadas/subsidiarias, esquemas de retribución a los equipos gestores con poco o nulo peso del desempeño y alto sesgo a volumen de activos gestionados, así como el nivel de vinculación entre firmas de valoración de activos y las propias compañías son cuestiones a evaluar e integrar en el análisis.

2. Farmacia y cuidado para la salud

2.1 Calidad del producto y seguridad. La esterilización inadecuada, los fallos en los componentes, los errores de ensamblaje en equipos, el mal etiquetado, la baja seguridad o el mal funcionamiento pueden tener severas consecuencias sobre los pacientes y traducirse en *recalls* con amplia cobertura mediática (daño reputacional) y, en segunda ronda, económica.

2.2 Acceso a la salud. Pocas compañías tienen programas de comercialización de productos en países en desarrollo, en parte por los elevados costes de transporte o la dificultad operativa de los equipos médicos en entornos de bajos recursos energéticos. No obstante, el impacto de reputación y económico para aquellas compañías con capacidad de revaluar sus programas de I+D para solventar dichas barreras es enorme.

2.3 Transparencia en la ética empresarial. Bien sea en políticas de testeo en animales, programas de denuncia o divulgación impositiva, son cuestiones a menudo premiadas con menores costes del capital debido a la mejora en la valoración de la reputación empresarial.

Hogares

Las economías domésticas integran con mayor frecuencia criterios ASG en la toma de decisiones de inversión, fácilmente reconocibles en el aspecto medioambiental y social. En el primero de los casos, por ejemplo, la decisión de instalar una caldera con una elevada eficiencia energética no solo genera externalidades positivas en forma de menor emisión de gases de efecto invernadero, sino que el propio sujeto decisor obtiene un retorno a través de menor gasto energético, mejora de las prestaciones de la vivienda y en consecuencia de su valoración de mercado y en algunos casos a través de una menor presión impositiva. Por otro lado, en la vertiente social, sírvase el caso de un individuo que decide inscribirse a un club de antiguos alumnos universitarios. Las iniciativas desarrolladas por el mismo tienen un evidente impacto en la comunidad y en particular en el ámbito educativo, pero también el suscriptor obtiene un retorno a través de bonificaciones, acceso preferencial a formación y posibilidad de crear una red de contactos profesional, entre otras cuestiones.

Conclusión

La inversión socialmente responsable está asumiendo un papel cada vez más relevante en tanto en cuanto la demanda e impulso social está encontrando respuesta por el lado de la oferta con el desarrollo de una industria de gestión de activos que ha sabido capturar y transmitir el mensaje, prueba de ello es el notable crecimiento de todas las estrategias ISR en Europa en los últimos años. Por otro lado, las dificultades que implican las estrategias de integración de factores ASG, las de mayor nivel de complejidad, están siendo superadas con nota en la medida que los gestores de activos han observado los réditos de la implementación de dichas estrategias, tanto a nivel de efectos satisfactorios sobre los distintos grupos de interés, como las externalidades positivas sobre el conjunto de la sociedad derivadas de sus propias acciones.

Pese a todo, el crecimiento de las estrategias de integración es todavía inferior a los criterios excluyentes. Si bien en términos de dificultades se ha ahondado con anterioridad, existen diversas vías para superar dichas limitaciones. Por un lado, es necesario romper con el vínculo que ha perdurado durante décadas entre ISR y *buenismo* bajo, el cual este tipo de inversión se circunscribía a los segmentos medioambiental y socialmente respetuosos, dejando de un lado el racional económico y financiero de las inversiones. Nada más lejos de la realidad, la correcta integración de los factores extrafinancieros en las políticas de riesgo está respaldada por prestaciones positivas en términos de rentabilidad pero, sobre todo, por un análisis de riesgos adicional que mejora el binomio rentabilidad-

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

riesgo respecto a la inversión puramente basada en factores financieros. En este sentido, la formación y divulgación de estudios académicos se presume esencial para tomar mayor concienciación en las decisiones de inversión de los diversos agentes. En un segundo término, la dotación de recursos, tanto a nivel humano como económico, es imprescindible para que la implementación de estrategias de integración resulte exitosa. La extracción de información extrafinanciera y, más importante, su correcta interpretación y cuantificación en términos financieros requiere capacidades adicionales en los equipos, lo cual no tendrá un resultado óptimo si por otro lado no se avanza hacia una mayor predisposición y conocimiento por parte de las compañías y emisores de activos en materia de responsabilidad social corporativa y sostenibilidad.

Bibliografía

Ayuntamiento de Barcelona; «Pla d'impuls de l'economia social i solidària 2016-2019»: <http://ajuntament.barcelona.cat/economia-social-solidaria/sites/default/files/Pla%20d%27Impuls%20ESS.pdf>(27/03/2018)

Boletín Oficial del Estado (BOE); nº 305. Sec. V-B. Pág. 91368. Sábado 16 de diciembre de 2017: <https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-B-2017-73859> (28/03/2018)

Cheng, B., Ioannou I., Serafeim, G.; «Corporate Social Responsibility and Access to Finance», Strategic Management Journal 35, nº 1, 1–23, Enero2014

Comunidad de Madrid; «Bonos Sostenibles»: <http://www.madrid.org/cs/Satellite?cid=1354342235966&language=es&pagename=Inversor%2FPage%2FINVE_contenidoFinal> (26/03/2018)

Eurosif; «European SRI Study 2012»: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/05/eurosif-sri-study_low-res-v1.1.pdf > (07/08/2018)

Eurosif; «European SRI Study 2016»: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf> (28/03/2018)

Fulton, M., Kahn B.M., Sharples, C.; «Sustainable Investing, Establishing Long-Term Value and Performance»; DB Climate Change Advisors: <https://www.db.com/cr/en/docs/Sustainable_Investing_2012.pdf> (27/03/2018)

Global Reporting Initiative: <https://www.globalreporting.org> (03/08/2018)

Instituto Crédito Oficial (ICO); «Bonos Sociales ICO»: <https://www.ico.es/web/ico/bonos-sociales-ico> (29/03/2018)

International Capital Market Association (ICMA); «Green, Social and Sustainability bonds»: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/>(26/03/2018)

Inverco; «Circular sobre la aplicación de criterios Medioambientales, Sociales y de Gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)»: <http://www.inverco.es/20/21/24> (27/03/2018)

López, Pablo; «Gestión Financiera», Madrid; Editorial Centro de Estudios Ramón Areces; 2010

Naciones Unidas; «Objetivos de Desarrollo Sostenible»: <http://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>(26/03/2018)

Norges Bank Investment Management; «Responsible Investment. Government Pension Fund Global. 2017»: <https://www.nbim.no/contentassets/67c692a171fa450ca6e3e1e3a7793311/responsible-investment-2017---government-pension-fund-global.pdf>(04/04/2018)

Principles for Responsible Investment (PRI); «A practical guide to ESG integration for Equity Investing»: <https://annualreport.unpri.org/docs/PRI_A-Practical-Guide-to-ESG-Integration-for-Equity-Investing_2016.pdf> (29/03/2018)

Serafeim, George et al. y otros; «The Financial and Societal Benefits of ESG Integration: Focus on Materiality»; The Calvert: <https://www.calvert.com/includes/loadDocument.php?fn=24321.pdf&dt=fundpdfs%27> (26/03/2018)

Notas al pie:

1. Fulton, M., Kahn B.M., Sharples, C.; "Sustainable Investing, Establishing Long-Term Value and Performance"; DB Climate Change Advisors, 2012

2. Norges Bank Investment Management; "Responsible Investment. Government Pension Fund Global", 2017

3. Sustainalytics; "Sector Report:Real EstateTwo Steps Forward,One Step Back", 2015

Sobre el autor:

Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la UB y analista financiero internacional por ACIIA. Más de 5 años de experiencia gestionando fondos mixtos y estrategias ISR en Caja Ingenieros Gestión.

Agradecimientos:

Quisiera agradecer al Institut d'Estudis Financers la oportunidad y su confianza, así como el esfuerzo y tesón del equipo de Caja Ingenieros Gestión en el empeño de asumir un papel líder en el desarrollo de la ISR.

Fundació Caixa d'Enginyers

Documento de Trabajo

Número 28
Diciembre 2018
B 21662-2012

IEF Instituto de Estudios Financieros

www.iefweb.org/odf

Principios éticos en el mundo financiero

Antonio Argandoña
Luis Torras

La presente nota explora la importancia de los principios éticos en el mundo de las finanzas desde una dimensión personal (del individuo). Para ello, primero se definen y especifican los motivos por los cuales la ética es especialmente importante en el sector financiero donde a menudo se tienen que afrontar situaciones de asimetría de información o acumulación de poder en una de las partes, por poner solo dos ejemplos. En segundo lugar, la nota especifica los principios éticos que resulta especialmente importante tener presentes en las finanzas y los porqués. La nota cierra a modo de conclusión con algunas breves pinceladas sobre las dificultades de implementar estos principios en la práctica y con algunas ideas-guía para ayudar hacerlo.

Palabras clave: ética, finanzas, asimetría de información, moral, principios

La economía tiene la necesidad de la ética para su correcto funcionamiento; no de una ética cualquiera, sino de una ética amiga de la persona. (n. 45)

Todo sistema financiero ha de tener como meta el sostenimiento de un verdadero desarrollo. Sobre todo, es preciso que el intento de hacer el bien no se contraponga al de la capacidad efectiva de producir bienes. Los agentes financieros han de redescubrir el funcionamiento ético de su actividad para no abusar de aquellos instrumentos sofisticados con los que podría traicionar a sus ahorradores. (n. 65)

BENEDICTO XVI, Caritas in Veritate (2009)

Introducción

Las finanzas cumplen la importante función social de ser un puente entre el ahorro y la inversión. Mediante una amplia gama de instituciones, mercados, técnicas, procesos y productos, el sistema financiero adecua perfiles de riesgo y trata de aunar las necesidades de ahorradores e inversores con las de hogares y emprendedores. Es una parte esencial del proceso de acumulación de capital y creación de riqueza mediante una correcta gestión del riesgo. De modo que las finanzas tienen un profundo impacto, no solo económico, sino también social.

Observatorio de Divulgación Financiera

Debido a su importancia vital, es fundamental que las actividades financieras descansen sobre pilares éticos sólidos, requisito indispensable para que sean estables y robustos, capaces de generar la confianza necesaria para que el crédito fluya normalmente. De ahí la importancia que tiene la ética en el campo financiero.

Los servicios financieros lidian siempre con la dimensión moral inherente a cualquier proceso de toma de decisión, por ejemplo, a la hora de dar o denegar crédito, o de fijar el tipo de interés de dicha operación. La asimetría de información inherente a cualquier intercambio en el sector financiero genera oportunidades para ganar grandes sumas de dinero a expensas de terceros que, por ignorancia o descuido, asumen riesgos inasumibles que, eventualmente, pueden llegar a arruinar una empresa o una familia. Debido a este amplio abanico de situaciones potencialmente sensibles que tiene que afrontar el profesional de las finanzas, resulta especialmente relevante una reflexión ética sobre cuáles han de ser los principios que deben presidir en todo momento la conducta del profesional financiero.

Esta importancia de la ética en las finanzas viene de lejos. Desde los orígenes modernos del comercio y el crédito, temas como la usura, el abuso de poder de los prestamistas con respecto a los acreedores, –cuestión universalizada por Shakespeare en *El Mercader de Venecia*–, o el exceso de avaricia en la gestión del riesgo han sido objeto de intensos debates (Munro 2003, Palazzo y Rethel 2008). Si volvemos la vista al presente, la gran crisis financiera de 2008 no puede entenderse sin tener en cuenta la dimensión ética, en este caso por fallos graves a todos los niveles, social, organizativo y personal (Argandoña, 2016, Donaldson 2012). La crisis volvió a poner en primera línea cuestiones con una gran carga ética como la condonación total o parcial de la deuda en situaciones límites, la idoneidad de los rescates bancarios (*bail-out*), los abusos de poder y las asimetrías de información en la comercialización de ciertos productos, discutiéndose si la falta de ética fue resultado de que había manzanas podridas en el cesto, o de que el cesto era el que pudría las manzanas (Graafland y Van de Ven 2011).

Si bien las causas centrales de la crisis se relacionan con un marco monetario excesivamente laxo y una supervisión ineficiente, la inusitada dureza de la misma solo se comprende teniendo en cuenta la dimensión ética, que ha sido infravalorada en muchos análisis. El resultado fue una grave crisis de confianza que iba más allá del propio sistema financiero, incluyendo elementos relacionados con la corrupción, imprudencia, irresponsabilidad, fraude, injusticia, cobardía y falta de integridad, por poner solo algunas de las faltas más notables, a todos los niveles: el de las políticas macroeconómicas, el de la regulación y supervisión, el nivel organizativo y el individual.

La falta de templanza, las estafas y los engaños, la arrogancia o la cobardía, son solo algunas de las faltas éticas que nos empujaron hacia el abismo, y que no únicamente se dieron en la cúspide de las organizaciones y de la sociedad, sino que fueron comportamientos generalizados. Solucionar una crisis de balances, es decir, de solvencia, es doloroso, pero relativamente fácil; restaurar una sociedad tras una fuerte crisis ética no lo es tanto, requiere más tiempo y la involucración de todos; son crisis que no pueden solucionarse «desde arriba», vía regulaciones, sino que exige cambios profundos «desde abajo», mediante el cambio de conductas. De ahí esa complejidad añadida que incorpora la reflexión ética.

El objetivo de esta nota es dar ideas y ofrecer medios para que los profesionales de las finanzas puedan ser éticos en su actividad. Para ello, ofreceremos primero algunas ideas sobre qué es –y qué no es– la ética, en el mundo financiero y por qué es importante. Luego presentaremos un listado de principios éticos, que pueden guiar la conducta en momentos de duda o de exceso de presión y, sobre todo, que ayuden a formar el criterio del decisor. Y, finalmente, se describen algunos problemas y situaciones que muestran cómo estos principios se aplican en el sector financiero. Nuestro punto de vista será siempre el de la persona que toma las decisiones, como directivo, autónomo o empleado, por cuenta propia o al servicio de otro profesional o de una entidad financiera; en las páginas que sigue, la dimensión organizativa (la ética de la entidad financiera) y la social (del conjunto de la sociedad) recibirán solo un tratamiento marginal.

II. La ética en las finanzas

El análisis de las finanzas desde el punto de vista ético puede realizarse en tres niveles: de la sociedad (incluyendo el mercado), de la entidad financiera, y del profesional. En el nivel general de la sociedad, las cuestiones éticas se centran principalmente en cómo hacer que el marco institucional y regulatorio en el que se desarrolla la actividad económica permita y favorezca un comportamiento ético por parte de organizaciones, empresas y profesionales. En un segundo nivel, el organizativo, las empresas y los despachos especializados deben integrar la ética en todos los ámbitos de su actuación e influencia, de modo que sus trabajadores y el resto de *stakeholders* tengan los incentivos y las herramientas para desarrollar hábitos y virtudes éticas. Finalmente, a nivel personal la reflexión ética da guías y líneas de conducta con las que el profesional pueda actuar en las situaciones complejas en las que pueda encontrarse en su día a día. De ahí la importancia que tiene, para el experto del mundo de las finanzas, reflexionar sobre las cuestiones éticas que incorpora su actividad y generar hábitos que le permitan adquirir un criterio ético.

La ética no ofrece criterios alternativos a los de las finanzas o la economía. No hay decisiones éticas, hay decisiones, que tienen varias dimensiones: económicas, morales, psicológicas, políticas, sociales… El financiero tiene el deber de tomar buenas decisiones, teniendo en cuenta todas esas dimensiones. Una decisión éticamente buena pero económicamente sea desastrosa no es una buena decisión. Y una decisión económicamente satisfactoria pero éticamente incorrecta es, probablemente, una mala decisión, porque indica que hay algo que se ha hecho mal, y cuyas consecuencias negativas quizás tardaremos tiempo en apreciarlas.

Esto quizás se entiende mejor si contemplamos la ética no como un remedio ante conductas inapropiadas, seguridad pasiva, sino más bien como algo positivo, como un elemento de seguridad activa: no solo trata de evitar los errores, sino que empuja a tomar mejores decisiones, porque está orientada a la excelencia. Y del mismo modo que los seguros, para ser efectivos, han de ser contratados *ex ante*, la ética necesita ser prevista antes, para que sea integrada y ejercitada de manera constante y se convierta en un factor de garantía y solidez. Y para ello ha de ser tomada en serio: no es la guinda del pastel, sino un componente importante de todas las decisiones, aunque, a menudo, la ejercitemos casi sin darnos cuenta.

Asimismo, la ética no es algo subjetivo, que podamos elegir de acuerdo con nuestras preferencias: esto llevaría a la confusión. Tampoco es un problema técnico, que se pueda solucionar con los modelos de la economía o de las finanzas. La ciencia económica parte de unos fines, que toma como dados, y se limita a estudiar los medios más adecuados, desde el punto de vista de la eficiencia en la gestión de recursos escasos. Las finanzas dan un paso más y establecen el criterio de la maximización del valor de un patrimonio, dado un nivel de riesgo, y proponen una elección de medios con la ayuda de teorías que se supone son éticamente neutrales, libres de cualquier juicio de valor, y en las que los agentes (directivos, empleados y clientes) son tratados como seres completamente racionales.

La realidad ha mostrado ser mucho más compleja. Los fines de las acciones humanas, también de las económicas y de las financieras, no son indiferentes, como tampoco lo son los medios que se proponen. Porque las personas aprendemos de nuestras propias acciones y de las de los demás, y esos aprendizajes cambian nuestra percepción de la realidad y, de este modo, cambian también nuestra conducta. Por ejemplo, nuestra valoración de los resultados suele estar sesgada en favor nuestro; somos mucho más críticos de los errores de los demás que de los nuestros; a menudo, cuando engañamos a otros pensamos que la culpa es de ellos, porque se han creído las mentiras que les contamos, y esas mentiras van desmontando nuestra capacidad para darnos cuenta de lo que hacemos mal. O sea, el supuesto de la neutralidad ética de las finanzas no es válido: por eso es importante contar con un marco de principios éticos que doten de consistencia las decisiones de los agentes y, además, contribuyan a la creación de confianza.

La ética personal del financiero

Las decisiones, también en las organizaciones, las toman las personas. Por tanto, si hablamos de actuaciones financieras, hemos de hablar, en primer lugar, de la ética de las personas que deciden y ejecutan. Esto no quiere decir que otros factores, como el marco legal e institucional, las reglas de funcionamiento del mercado, la regulación o los objetivos, la estructura, la cultura y la organización de las entidades financieras no sean importantes. Aquí nos interesa no tanto la ética del sistema económico, de los mercados o de las entidades, sino la de las personas que desempeñan su actividad en el sector.

La ética de la persona se podría definir como el conjunto de principios, normas, prácticas, bienes y virtudes que guían lo que consideramos un comportamiento recto, adecuado a la moral y que, por extensión, aseguran el cumplimiento de la función social de los mercados financieros. No es distinta en el directivo o empleado financiero o en un trabajador manual, un político o un jugador de baloncesto. La ética es única, aunque su desarrollo tenga peculiaridades distintas en cada caso, y de ellas nos ocuparemos en este documento.

Según algunas teorías, una decisión es ética si responde a unos principios racionales, derivados de la naturaleza humana, ampliamente aceptados y válidos para todos los lugares y circunstancias. Para otros, es aquella decisión cuyas consecuencias son favorables para la utilidad de muchas personas –aunque no siempre haya acuerdo acerca de en qué consiste esa utilidad.

Aquí nos fijaremos en una ética que tiene en cuenta a la persona, a su entorno y a las consecuencias de sus decisiones, para él mismo y para los demás. Partimos de un hecho: las personas, cuando actuamos, «aprendemos» nosotros y «enseñamos» a otros. Esos aprendizajes morales son las virtudes (o los vicios, si son negativos): rasgos de carácter arraigados, firmes y estables, que se aprenden (o desaprenden) por repetición consciente de actos con una motivación superior; es decir, no por miedo al castigo o por obtener una ventaja económica. Cuando decimos que alguien es leal, sincero, generoso o justo, estamos afirmando que ha adquirido hábitos que le llevan a actuar de determinada manera: procura no decir nunca mentiras y no acepta que otros le digan, porque es sincero; está siempre dispuesto a dar y a darse a sus amigos, y también a otras personas, porque es generoso. En este caso «el hábito sí hace al monje».

Ser virtuoso en el mundo de las finanzas no es fácil. Hay

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

que tomar decisiones con falta de tiempo y de información, en un entorno en el que los incentivos económicos son dominantes, y en el que las conductas moralmente correctas no están bien valoradas. En este marco, las virtudes proporcionan una «ventaja competitiva» ética, aunque no necesariamente monetaria. Un financiero virtuoso tiende a percibir correctamente los componentes morales de la situación (tiene «nariz ética»), desarrolla una sensibilidad para darse cuenta de lo que está en juego (por ejemplo, que la acción que se propone llevar a cabo va a causar un daño injusto a otra persona), «siente» que eso es o no correcto, se ve impulsado a buscar la mejor solución al problema, está dispuesto a actuar, aunque eso le cause un perjuicio y, finalmente, se pone en movimiento: tiene la fuerza de voluntad necesaria para actuar con firmeza, superando las tentaciones y distracciones que se encontrará.

El calificativo «virtuoso» no resulta atractivo, quizás porque parece referirse a alguien timorato, miedoso o apocado. Y, sin embargo, un financiero verdaderamente virtuoso sabe compaginar la prudencia con la audacia, la humildad con la magnanimidad, la justicia con la solidaridad. Cometerá errores, como todos, pero sabrá reconocerlos, corregirse, pedir perdón y volver a empezar.

La virtud se consigue repitiendo actos buenos, uno después de otro, todos los días. ¿En qué consiste un acto moralmente bueno? Empieza con la definición del objeto de la transacción, sin engañarse: una cosa es pagar el precio por un servicio, y otra pagar un soborno para conseguir algo a lo que no se tiene derecho, aunque el contable lo llame «gasto de representación». Sigue con una intención correcta: en toda decisión hay muchas motivaciones parciales, pero hay una que es la dominante, y es la que marca la moralidad de la acción. Por ejemplo, la venta de un producto financiero complejo puede servir para cumplir los objetivos trimestrales y ganar un bonus, mostrar las capacidades como vendedor u ofrecer una buena rentabilidad al cliente, entre otros aspectos. La valoración moral será distinta si lo que predomina es el incentivo económico del vendedor o de su entidad, o la necesidad del cliente. Y, finalmente, el tercer elemento son las circunstancias: no es lo mismo vender aquel derivado complejo al experto que trabaja en un fondo que a un ciudadano ignorante sobre riesgos financieros.

II. Los principios éticos en las finanzas

Los «principios éticos» son criterios de conducta que ayudan a tomar decisiones éticamente correctas, porque recogen algo que se considera bueno. A menudo se les da la denominación de «normas» o «reglas», que suelen tener un enunciado negativo («no robes, no causes daño innecesariamente, no engañes…»). Esto es así en el caso de las normas de naturaleza jurídica o legal, porque se trata de acciones que son contrarias al bien común de la sociedad o, más a menudo, al interés general; en el caso de las normas éticas, se refieren a conductas que dañan el crecimiento humano, violan la dignidad de la persona o causan daño a otros y, por tanto, también el agente. Dado que el objetivo de este documento es orientar a los financieros en su toma de decisiones, no entraremos en los debates teóricos sobre la naturaleza de estos principios.

Hay muchas colecciones de principios éticos, que responden a diversas teorías y tienen distinto alcance. Los principios éticos en las finanzas que aquí proponemos se derivan, de un lado, de la ética, y, de otro, de la función social de las finanzas, de su operativa y de sus consecuencias. En todo caso, hay una jerarquía de principios y, por tanto, hay principios de diversos niveles de amplitud o concreción.

Los enunciados de los principios son generales porque orientan en situaciones y entornos muy distintos: en un banco comercial, en un fondo de pensiones, en un *exchange-traded fund* (ETF), en banca privada, en el mercado de futuros o en la bolsa de valores. No son normas técnicas, derivadas de la teoría económica o financiera, sino criterios éticos, basados en la ética general, como el respeto a la dignidad de la persona. Pero deben ser aplicables específicamente al mundo de las finanzas.

Seguidamente se recoge un conjunto de principios éticos aplicados a las finanzas. No son todos, ni son quizás los más relevantes en algunas situaciones concretas, y deben complementarse con los principios éticos generales, aplicables a todas las decisiones humanas, como el respeto a la dignidad y a la libertad de la persona, el principio de responsabilidad, el de beneficencia y el de no maleficencia.

III. Los fundamentos financieros de los principios éticos

Los principios éticos que se aplican en las finanzas son el resultado de reflexiones sobre la naturaleza humana y la vida en sociedad, la actividad económica y su contribución al bienestar social, reflexiones construidas también a partir de muchas experiencias a lo largo del tiempo, que han cuajado en la vida y en la práctica de muchas personas profesionalmente competentes y éticamente correctas, es decir, personas que han desarrollado las virtudes propias de un buen financiero. Nuestro análisis de los principios éticos en las finanzas se basa en la consideración de los caracteres centrales de la actividad financiera que, de forma incompleta, simplemente como orientación, identificamos en cinco aspectos.

1. *La actividad financiera lleva consigo deberes de justicia*

Como se ha dicho muchas veces, el sistema financiero es el

Principios éticos en las finanzas	
PRUDENCIA	La prudencia es la virtud que permite tomar las decisiones adecuadas en cada circunstancia. Es particularmente importante en un banquero, que está administrando fondos que no son suyos, de manera que debe entender siempre qué consecuencias pueden tener sus decisiones sobre sus clientes de activo y de pasivo, los propietarios de su entidad, los participantes en los mercados y los demás afectados por sus decisiones.
JUSTICIA, LEALTAD	La justicia es una virtud y un principio ético y social básico de la persona: de alguna manera, viene a ser como el primer principio de las finanzas, del que dependen casi todos los demás, porque la actividad de un financiero debe estar orientada siempre a sus clientes. Este principio se concreta de diversas maneras, según las circunstancias: por ejemplo, en el reconocimiento de los derechos de los clientes, o en el trato equitativo a los distintos clientes, sin discriminación injusta. En la actividad financiera, la justicia se relaciona directamente con la asimetría de información que se produce habitualmente, ya que una de las partes suele tener información relevante que la otra parte no tiene, y que puede usar en perjuicio de esta. También se produce una asimetría de poder, que puede dar una ventaja injusta a una de las partes (por ejemplo, en los procedimientos por impago de una deuda). La lealtad concreta la prioridad de los intereses del cliente en el cumplimiento de lo acordado (también de lo que está implícito en el acuerdo), siempre dentro de la ley.
OBJETIVIDAD, IMPARCIALIDAD, INDEPENDENCIA, INTEGRIDAD, VERACIDAD, TRANSPARENCIA, HONESTIDAD, BUENA FE	Esta es una batería de principios relacionados, que se refieren a la forma de desempeñar las tareas de acuerdo con el principio de justicia. Objetividad en la apreciación de los hechos y en los juicios. Imparcialidad en las actitudes ante las personas, evitando el trato injustamente discriminatorio. Independencia ante los distintos intereses que se presenten, tanto por las presiones de sus clientes como por las de terceros y los propios intereses del agente, evitando, por ejemplo, los conflictos de intereses. Integridad, consiste en la coherencia de las decisiones entre sí y con los valores éticos. Veracidad, la equivalencia entre lo que se dice y lo que se piensa, a partir de la información disponible. Transparencia, compartir la información y actuar de forma abierta. Honestidad, manifestarse con coherencia y sinceridad, sin atender a consensos y sin hacer acepción de personas. Buena fe, parte de la confianza en el otro para aceptar la veracidad de la información que él proporciona y servir a sus intereses (siempre moderada por la prudencia). Los estándares técnicos y éticos de la profesión pueden servir de orientación sobre el alcance de estos principios. Este puede ser el papel de los códigos deontológicos, éticos o de buena conducta que publican los colegios profesionales.
CONFIDENCIALIDAD	Exige respetar el carácter confidencial de la información de la que se tiene conocimiento en razón de su actividad, y no utilizarla en beneficio propio o de terceros, ni divulgarla, ni permitir que otros lo hagan, salvo en los casos contemplados por la ley o con el consentimiento de cliente.
LEGALIDAD	Actuar conforme a la ley, las regulaciones, los códigos de conducta de la profesión y las normas de la entidad.
DILIGENCIA, COMPETENCIA, CAPACITACIÓN	Aplicar la diligencia debida en el desempeño de sus obligaciones para con los clientes (y para con la entidad en que trabaja), de acuerdo con los mejores estándares técnicos y éticos. Supone la adquisición de competencias y el desarrollo de capacidades, previas al ejercicio de la profesión y a lo largo de esta.
RESPONSABILIDAD, RENDICIÓN DE CUENTAS	Asumir en todo momento la responsabilidad por sus propias acciones y por las de sus colaboradores. Estar siempre dispuesto a dar cuenta de sus decisiones y de los criterios empleados, ante quienes tengan derecho a conocerlas.
FORTALEZA, CONSTANCIA, PACIENCIA	Virtudes y principios que recuerdan que el financiero debe estar dispuesto a hacer frente a sucesos contrarios y no debe tener prisa en conseguir los resultados económicos de sus decisiones.

sistema sanguíneo de la economía que, a través de una red de agentes, mercados e instituciones, promueve, canaliza y preserva el ahorro y lo dirige hacia proyectos de inversión rentables con un riesgo controlado –aunque también lleva a cabo otras funciones, como la de proporcionar un sistema de pagos eficiente, la gestión del riesgo y tareas de asesoramiento financiero, entre otras muchas.

Por tanto, los principios éticos de las finanzas parten de esa función de intermediación, que se puede llevar a cabo de muchas maneras: un banco comercial, por ejemplo, recibe depósitos de los ahorradores y concede crédito a los inversores, y un fondo de pensiones recibe fondos de los ahorradores y los canaliza hacia activos financieros rentables que, probablemente a través de otros intermediarios, acaban en las manos de los inversores finales. Esto quiere decir que la responsabilidad ética del financiero se apoya, en definitiva, en los dos extremos de esa intermediación: promoción y gestión del ahorro y financiación de actividades que sean económica y socialmente rentables.

De modo coloquial, podríamos decir que el financiero

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

debe preguntarse frecuentemente por quién o quiénes son sus clientes (no solo el que se presenta ante él en ese momento, sino los que están implícitos en las operaciones de pasivo y de activo), cuál es la naturaleza de su relación con esos clientes (colocación de fondos, concesión de crédito, seguimiento de su cumplimiento, información sobre oportunidades y riesgos), cómo debe desarrollarse esa relación (que, habitualmente, tiene más de relación personal que de transacción impersonal, que suele tener lugar a través de medios electrónicos o de mercados abstractos) y, en consecuencia, qué obligaciones éticas presenta: no solo por lo que hay que evitar sino, sobre todo y en primer lugar, por cómo se puede ayudar a aquellos clientes a beneficiarse de esa relación, de modo que esta se transforme en un *win-win* para todos.

El financiero debe preguntarse a menudo qué espera su cliente, no porque él deba atender a todas sus expectativas, justificadas o no, sino porque el contrato que han suscrito no es un mero listado de deberes y obligaciones, sino una relación personal. Y la confianza, cualidad fundamental en el ámbito financiero, se basa no en el papel firmado, sino en la relación personal –y aquí el criterio ético puede no coincidir con el legal. En efecto, la confianza del cliente en el profesional financiero se basa, primero, en los conocimientos y capacidades que este tenga; segundo, en la actitud del profesional para poner esos conocimientos y capacidades a disposición de su cliente, y tercero, en la disposición del profesional para actuar siempre de acuerdo con los intereses de su cliente –y esto último constituye el núcleo del fundamento ético de la confianza.

O sea, la actividad financiera genera deberes de justicia, que se materializan, en primer lugar, en el cumplimiento del contrato: el principio de justicia es, probablemente, el primero en cualquier relación comercial –también cuando el agente está colocando o comprometiendo el capital de su organización, en cuyo caso su compromiso es con los propietarios de la entidad. Y de ahí se derivan numerosas relaciones, de acuerdo con la naturaleza del contrato. En un banco comercial, por ejemplo, el principio de justicia exige dar prioridad al derecho del cliente de pasivo, porque el banco está gestionando unos fondos que no son suyos; por eso la crisis de liquidez de un banco, cuando no puede atender a sus clientes que desean retirar su dinero, es una crisis gravísima, un incumplimiento de lo primero que está implícito en el contrato de depósito. Pero también debe atender a los derechos de sus clientes de activo: derecho a ser tratado con justicia a la hora de estudiar la concesión de un crédito, en el establecimiento de los tipos de interés y comisiones, en las condiciones del crédito y, muy importante, en el trato en caso de dificultades para la devolución del crédito o préstamo: porque es en las situaciones de conflicto o de emergencia cuando resulta más patente la verdadera cultura de la entidad.

Si el principio de justicia es el primero en las relaciones comerciales, de él se derivan otros muchos, que se materializarán en las situaciones que se presentan en cada caso: objetividad, imparcialidad, independencia, integridad, veracidad, transparencia, honestidad y buena fe, confidencialidad, responsabilidad, rendición de cuentas, etc., y otros que se concretan en deberes internos del agente, como los de diligencia, competencia y capacitación profesional. De alguna manera, el principio de lealtad los resume todos, pero teniendo también en cuenta que el financiero tiene lealtades y deberes de justicia con otros *stakeholders*, incluyendo su propia entidad, sus colegas, aquellas personas y entidades con las que se relaciona en los mercados, y la sociedad en general.

2. *La actividad financiera se basa en la información*

En el negocio financiero se compra y vende información y confianza, de modo que muchos de los problemas éticos de las entidades financieras y de las personas que trabajan en el sector remiten a la asimetría de información, esa situación, habitual en las operaciones financieras, en la que lo que conoce una de las partes no coincide con lo que conoce la otra. Y esto es un problema técnico –una relación basada en esa asimetría será, probablemente, ineficiente, aunque puede ser muy rentable para una de las partes– y también un problema ético.

Cuando se explica el funcionamiento de los mercados, se acostumbra a decir que una relación financiera libre es favorable para ambas partes, aunque el reparto de los beneficios no tiene por qué responder a un criterio previo. Pero, además, una de las partes puede abusar de la otra, gracias a la información que ella posee y de la que la otra parte carece[1].

Este tipo de cuestiones se resuelve aplicando los principios de justicia y lealtad, así como los otros ya explicados: objetividad e imparcialidad en el uso de la información y en el juicio, independencia de criterio, integridad, veracidad, honestidad y buena fe. De alguna manera, estos principios convergen en el de transparencia, porque la asimetría de información se corrige, a menudo, facilitando la información que la otra parte necesita para tomar una decisión libre, eficiente y justa. Pero la aplicación de este principio no es fácil, porque no todas las partes tienen derecho a la misma información, ni todas saben qué información necesitan, ni cuál es la que necesita la otra parte, o no puede disponer de ella cuando hace falta, o no puede proporcionarla sin falta a sus deberes con otros interesados.

Lo que importa es, pues, que el financiero sea consciente en sus decisiones de que esa asimetría en la información

estará siempre presente, que tenga a su disposición criterios para hacerle frente, y que sea consciente de sus obligaciones, no solo legales o técnicas, sino también morales. De aquí se derivarán numerosas implicaciones, que deberán ser valoradas en cada caso: qué información hay que proporcionar de buena fe a cada cliente, por qué medios, con qué contenidos, qué defectos hay que evitar (por ejemplo, facilitar datos irrelevantes que oscurezcan lo relevante, ocultar los que resultan clave en la «letra pequeña» o, simplemente, obviar ciertos elementos que acentúen la verdadera naturaleza del riesgo de la operación) (Palazzo y Rethel, 2008), cómo adaptar la información a las capacidades y conocimientos del cliente, cuándo recurrir a la opinión de un experto independiente, etc.

Las diferencias en la información disponible tienen también otras manifestaciones, que dan lugar a problemas específicos, que en el ámbito financiero pueden ser importantes. Por ejemplo, el financiero tendrá, a menudo, información privilegiada de su cliente que, conocida en el ámbito de su relación profesional, no debe ser usada para conseguir una ventaja injusta para el financiero, su organización o terceras personas. El principio de confidencialidad o privacidad reconoce el deber del financiero de guardar el secreto sobre esas informaciones, porque forman parte de la intimidad del cliente y de la propiedad que tiene sobre esa información.

Hay conflicto de intereses potencial cuando el financiero, su organización o alguien en su entorno próximo puede tener un incentivo para aprovechar la información que posee por razón de su relación con el cliente, de modo que ese interés se ponga por delante del interés del cliente: por ejemplo, cuando el gestor o empleado de un fondo lleva a cabo operaciones por cuenta propia, en detrimento del interés de su cliente; o cuando genera compraventas innecesarias para generar ingresos por comisiones (Boatright, 1999; Carson, 1994). Otro caso interesante se presenta cuando el financiero utiliza la información disponible para discriminar en favor de un cliente, a costa de otro. Los principios de legalidad, honestidad e imparcialidad contemplan estas situaciones, y son muy importantes para construir relaciones de confianza duraderas y estables en el tiempo. La confianza, como las cosechas, son muy difíciles de trabajar y muy fáciles de perder (Cowton y Thompson, 1999).

Las finanzas son un ámbito en el que el conocimiento es la clave de las ventajas competitivas en el negocio. El financiero, como persona o formando parte de un equipo, tiene unos conocimientos que le permiten no solo desarrollar su propio negocio, sino también asesorar o aconsejar al cliente, tarea que deberá llevar a cabo de acuerdo con los principios de objetividad, independencia, honestidad o integridad, transparencia, diligencia, competencia y capacitación profesional.

3. *La actividad financiera genera relaciones de poder*

Cuentan de un ladrón que, al detenerlo la policía y preguntarle por qué robaba bancos, respondió: «Porque es donde está el dinero». Las entidades financieras tienen dinero, riqueza, activos y, por tanto, poder. La relación entre partes en una operación financiera tiene un componente de asimetría de poder cuando, por ejemplo, una entidad puede usarlo para presionar indebidamente al prestatario que no puede devolver puntualmente su deuda, o, en sentido contrario, cuando el deudor poderoso puede forzar al prestamista a aceptar un trato también injusto. El mal uso del poder puede generar situaciones de injusticia, tanto si es por abuso como si es por discriminación en el uso del poder para con distintas personas, o por insuficiente uso del poder, cuando este debe ser ejercido.

La desigual situación de poder puede estar relacionada con la asimetría de información, que pone en situación de ventaja al que tiene un conocimiento estratégicamente más relevante. También con el tamaño de la entidad o del cliente (el *too big to fail*, que muestra el poder de una entidad sistémicamente importante por su tamaño o por sus interconexiones), con la cuantía de la operación, o con la posible alianza con el poder político, en situaciones de influencia ante el supervisor o el regulador.

Un caso relevante es la existencia de poder de mercado. La teoría económica explica que, cuando se cumplen las condiciones de competencia perfecta, el mercado establece el precio del producto en condiciones de máxima eficiencia, y sin que ninguna de las partes pueda imponer a la otra unas condiciones que puedan considerarse injustas. Pero en la gran mayoría de transacciones financieras la competencia perfecta no existe, sino que hay siempre un cierto poder de mercado, derivado de las asimetrías de información, de la concentración en la oferta o la demanda, de la diferenciación del producto o del aprovechamiento de ventajas creadas por la regulación.

El profesional de las finanzas debe tener en cuenta esto, a la hora de establecer sus relaciones con sus clientes, por ejemplo, en el establecimiento de los precios de los productos (sobre todo cuando no opera en un mercado abierto y libre, como en las operaciones *over the counter*) y en las comisiones. La asimetría de información facilita la ocultación de los costes reales de productos y servicios; de nuevo, la respuesta está en el principio de transparencia.

El poder se manifiesta también en situaciones de impago; primero, porque muchas veces resulta difícil dilucidar cuál fue la responsabilidad de cada una de las partes: ¿fue culpa de la codicia o irresponsabilidad del cliente, o de la dejadez del prestamista, que dio crédito a quién no lo merecía? Y segundo, porque el acreedor puede ejercer su poder para

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

obligar al deudor a pagar, a veces en condiciones injustas. En estos casos, además del principio de justicia, puede ser oportuno invocar otros principios, no exclusivos de las finanzas, pero sí relevantes en ella, como los de humanidad y equidad en el trato, o el de responsabilidad, cuando se trata de reconocer los errores propios. La ética no consiste en no cometer errores (*errare humanum est*), sino en reconocerlos, pedir perdón y rectificar: siempre habrá casos en los que se ha evaluado una situación de solvencia de manera equivocada, o cuando las circunstancias del entorno cambian de manera imprevisible, haciendo que lo que al principio parecía solvente para prestamista y prestatario, ahora no lo sea tanto. De ahí la importancia central de la *prudencia*.

4. *Las decisiones financieras deben estar presididas por la prudencia*

La prudencia o sabiduría práctica es una virtud y un principio ético fundamental, que permite tomar las decisiones adecuadas en cada situación, atendiendo no solo a los principios, sino también a las circunstancias: es la que permite descender de los principios a las decisiones concretas. Esto es particularmente importante en el mundo de las finanzas, en el que hay dos variables clave que son la rentabilidad y el riesgo.

El riesgo se puede identificar, gestionar, proteger y cubrir con criterios y modelos técnicos, pero tiene siempre un componente de incertidumbre, que exige una reflexión prudencial. Es una responsabilidad central de cualquier gestor o agente financiero asegurarse de que sus acciones no ponen en peligro la salvaguarda de los fondos financieros bajo su gestión, sea cual sea el perfil de riesgo de su mandato, actuando siempre con la debida diligencia, profesionalidad y prudencia tanto para con sus acreedores como para con el resto del sistema en los casos en los que una posición de riesgo, o la gestión conjunta de un balance, tenga consecuencias sistémicas para el resto de entidades.

En efecto, la mayoría de los problemas éticos en la reciente crisis financiera han estado relacionados con fallos en los mecanismos de identificación, definición, valoración y gestión del riesgo, porque el conflicto o *trade off* entre rentabilidad y riesgo se inclinó a menudo en favor de la primera, sin considerar el impacto que el segundo podía tener, no solo a largo plazo, sino a corto, y a menudo muy lejos de las variables inmediatas del financiero: por ejemplo, en la transmisión de los riesgos de unos productos, agentes y mercados a otros, y en la amenaza del riesgo sistémico. Los modelos técnicos identifican los aspectos económicos del riesgo, pero olvidan a menudo el impacto sobre las personas y la transmisión del problema a otros *stakeholders*, a menudo muy remotos. O sea, la dimensión ética del riesgo es siempre muy relevante.

La gestión del riesgo está también relacionada con otros principios: justicia, objetividad, veracidad, transparencia, rendición de cuentas, fortaleza y paciencia, principalmente. Y el de responsabilidad, especialmente en aquellas instituciones o mercados en los que la regulación y supervisión son más laxas, de modo que las oportunidades de beneficio son mayores, pero también los riesgos que, como hemos visto antes, afectan no solo al cliente concreto, sino a la entidad y a los demás clientes, de activo y de pasivo, y también a otros muchos implicados, en todas las direcciones de la cadena de valor (por ejemplo, a través de operaciones de titulización).

Y también se crea un problema de dilución de la responsabilidad de los gestores y los agentes financieros, cuando se automatizan peligrosamente las decisiones y se delega la responsabilidad en los modelos de riesgo o en la actuación del supervisor. De esta forma, bancos y demás agentes orientan su comportamiento exclusivamente a cumplir con la regulación vigente, empujando el sistema a situaciones de exceso de confianza y a la convergencia de los perfiles de riesgo de las entidades, lo que acentúa los comportamientos de manada (*herd behavior*).

5. *Las finanzas se desarrollan en un marco legal e institucional propio*

La actividad financiera es objeto de complejas regulaciones que afectan de manera desigual a las distintas entidades, mercados, operaciones y productos, y que se prolongan en un complejo sistema de supervisión y control, también variable. Todo ese entramado se justifica por las consecuencias que las decisiones de una entidad pueden tener sobre otras, a veces muy alejadas de la primera en el tiempo y en el espacio. Por ejemplo, la sospecha de que un banco puede sufrir una crisis de liquidez provocará probablemente una retirada masiva de depósitos que, efectivamente, provoquen esa crisis en el banco, que esa situación se convierta en una crisis de solvencia de esa entidad y que se contagie, en muy poco tiempo, a otras entidades, hasta llegar a poner en peligro la supervivencia de muchas entidades y aun de todo el sistema financiero del país, y el de otros países. O la venta rápida (*fire sale*) de activos financieros por una entidad, cuando es objeto de un ataque especulativo, puede provocar una caída en el valor de esos activos en otros mercados, que afecte también a la solvencia de otras entidades. Y, como último ejemplo, la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos en la década de los 2000 afectó a entidades muy remotas, que habían comprado derivados formados a partir de participaciones en aquellos créditos hipotecarios, arrastrando a otras entidades en una situación de confusión y oscuridad en los mercados.

La actitud del directivo o experto financiero ante este tipo de problemas puede considerarlos como datos externos,

que deben preocupar a los reguladores y supervisores, pero que él no tiene por qué considerar, tratándose, probablemente, de un pequeño actor en el mercado, al que no se pueden imputar las consecuencias de sus acciones. Esto puede ser razonable en algunos casos, del mismo modo que un ciudadano puede considerar que no tiene ninguna responsabilidad por el detergente que vierte en su bañera, o por las pilas de mercurio que lanza a la basura. Pero esas acciones tienen también efectos sobre otras personas, que el ciudadano puede (y debe) conocer, y cuya solución está, al menos en parte, en sus manos. O sea, el financiero debe tener en cuenta, de alguna manera, los impactos que sus acciones pueden tener en otros actores, y no refugiarse en la ignorancia, la falta de capacidad de acción u otros argumentos.

Esto está recogido, de alguna manera, en los principios de justicia (ante sus clientes, pero también ante otros interesados y ante la sociedad en su conjunto) y prudencia, así como en los de honestidad, responsabilidad y rendición de cuentas. Y, en general, por el principio de legalidad, que abarca el cumplimiento leal de las leyes, así como de otras disposiciones y regulaciones, también las que, con carácter privado, establecen las entidades (códigos éticos y de buena conducta, por ejemplo), asociaciones empresariales, colegios profesionales, etc.

IV: A modo de conclusión: La aplicación práctica de los principios éticos

Los párrafos anteriores no son una guía para el uso de los principios éticos en las finanzas, porque, como ya dijimos, no todos los principios tienen la misma importancia y algunos principios son más relevantes que otros según sean las circunstancias. También es probable que, a la hora de aplicarlos, haya una cierta contradicción entre principios, que deberá resolverse dando prioridad a uno u otro, a veces con carácter general y, más frecuentemente, analizando, para cada caso concreto, cuál debe prevalecer, o cómo debe aplicarse en esa situación. O sea, los principios no son algoritmos de aplicación automática, sino que necesitan una reflexión previa, orientada por la virtud de la prudencia, que contemple también las circunstancias. En sentido positivo, inspiran el trabajo del financiero; en sentido negativo, señalan los límites morales a su actuación. En cualquier caso, la norma orienta pero nunca es definitiva e incluso en ciertos casos puede ser un elemento que reme en sentido contrario a la ética.

Pero esto no quiere decir que el analista, directivo o empleado financiero se encuentre sin ayuda en esas situaciones. Tomar conciencia del problema ya nos sitúa a medio camino de su resolución. Como hemos señalado, una de las claves para hacer frente a situaciones que supongan un dilema moral, de situaciones imposibles derivadas del conflicto entre dos o más principios éticos con solvencia, se encuentra en tener buenos hábitos éticos. Hemos hablado de «nariz ética» lo que con el tiempo facilita la resolución de dichos conflictos.

Imaginemos el siguiente ejemplo: nos encontramos ante una situación en donde un hermano nuestro tiene un tema pendiente con Hacienda que nos obliga a reportar el tema, pero sabemos que de hacerlo le caerá una inspección que puede acabar con su negocio y poner en peligro su sustento de vida. ¿Qué hacemos? ¿Seguimos el principio de honestidad y equidad y reportamos fríamente la situación a la autoridad competente? ¿O nos mantenemos leales a nuestro hermano (a nuestra familia) y el régimen de confianza que caracteriza una relación filial? Lo cierto es que muchas veces con creatividad y astucia podemos dar con soluciones intermedias que permitan superar lo que aparentemente parece un *trade off* insalvable.

Podemos ponernos hacer horas extras o poner en contacto a nuestro hermano con un asesor fiscal muy bueno para que, rápidamente, regule la situación cuanto antes. De este caso, también se deriva la norma que, quizás, al igual que un cirujano no opera a su hijo, también en el mundo financiero, sobre todo con respecto a las operaciones de crédito y que conlleven cierta complejidad, mejor guardar cierta distancia con el cliente precisamente para no verse envuelto en dilemas imposibles como el anterior.

Las contradicciones, situaciones ambiguas, o dilemas morales forman parte del día a día del ejecutivo financiero. Estas situaciones suelen ser más intensas y difíciles de sobrellevar cuanto mayor es la responsabilidad del cargo. En los niveles bajos de la organización, donde los procesos están más automatizados, este tipo de situaciones cuando no pueden resolverse «con el manual» simplemente se elevan hacia un nivel superior en la jerarquía. En todo caso, resultado de una reflexión que recoge teoría y práctica, cerramos esta nota con algunos consejos que pueden tomarse como guía a la hora de prevenir conflictos y dilemas morales y también ayudar (algo) a la hora de dirimirlos, es decir de qué manera jerarquizamos los principios cuando no tenemos más remedio que enfrentarnos a ellos.

- Para evitar dilemas morales *a posteriori*, una de las guías más efectivas es la de ser prudente y diligente en la gestión del riesgo *a priori*.
- Salvo en casos donde la propia conciencia ética de la persona dicte lo contrario, el principio de legalidad debe regir nuestra conducta en todo momento.
- Hay que ser riguroso y precavido a la hora de pensar los contratos, siempre situándonos en el peor escenario.

www.iefweb.org/odf
Observatorio de Divulgación Financiera

- Procurar no hacer nada que facilite la especulación o que favorezca comportamientos ilegales o poco éticos.
- El trato con los clientes debe situarse entre un sano equilibrio entre la cortesía y la atención y un sano desprendimiento. Hay que ser próximo, pero también guardar las distancias y ser conscientes del rol que ocupa cada uno.
- Ante la duda en una operación, bien por desconfianza hacia alguna de las partes, bien por dudas ante la conveniencia de la operación para la entidad o el mismo cliente, mejor no hacerla.
- Evitar dar consejos no pedidos, y en caso de tener que darlos no recomendar nada que uno no invertiría por sí mismo.
- Mantener nuestra propia empleabilidad en todo momento, y nuestra independencia financiera en la medida de lo posible. Que el miedo a perder el trabajo y no poder encontrar otro no sea un obstáculo para que nos comportemos de manera ética.

Bibliografía

ARGANDOÑA, A. (2016), «Three Ethical Dimensions of the Financial Crisis», en A.G. Malliaris, L. Shaw y H. Shefrin (eds). *The Global Financial Crisis and Its Aftermath: Hidden Factors in the Meltdown*, Oxford University Press, Nueva York, pp. 413-428.

ARGANDOÑA, A. (1995a), «The Treatment of Ethical Problems in Financial Institutions», en A. Argandoña (ed.), *The Ethical Dimension of the Financial Institutions and Markets*, Springer, Berlín, pp. 1-26.

ARGANDOÑA, A. (1995b), «The Treatment of Ethical Problems in Financial Institutions and Markets», en A. Argandoña, *The Ethical Dimension in Financial Institutions and Markets*, Springler, pp. 1-26.

BOATRIGHT, J.R. (1999), «Financial Services», en M. Davis y A. Stark (Editores), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford University Press, Nueva York.

BOATRIGHT, J.R. (2012), «The Ethics of Risk Management: A Post-Crisis Perspective», en Fundación BBVA, *Values and Ethics for the 2st Century*, pp. 473-496, Madrid.

BUCHANAN, B.G. (2015), «Securitization: A Financing Vehicle for All Seasons?», *Journal of Business Ethics*, DOI 10.1007/s10551-015-2636-y.

CARSON, T.L. (1994), «Conflicts of Interest», *Journal of Business Ethics* 13:5, pp. 387-404.

COWTON, C.J. y THOMPSON, P. (1999), *Ethical Banking: Progress and Prospects*, Financial Times Business, Londres.

DONALDSON, T.L. (2012), «Threee Ethical Roots of the Economic Crisis», *Journal of Business Ethics* 106:1, pp. 5-8.

EASTERLY, W. (2009), "Think Again: Debt Relief, *Foreign Policy*», 16 de noviembre de 2009.

GRAAFLAND, J.J, y VAN DE VEN, B.W. (2011), «The Credit Crisis and the Moral Responsability of Professionals in Finance», *Journal of Business Ethics* 103:4, pp. 605-619.

HAYEK, F.A. (1976), *The Denationalisation of Money*, Institute of Economic Affairs, Londres.

HENDRY, J. (2013), *Ethics and Finance: An Introduction*, Cambridge University Press.

HUERTA DE SOTO, J. (2006), *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, Unión Editorial, Madrid.

HÜLSMANN, J.G. (2008), *The Ethics of Money Production*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama.

KOEHN, D. (2010), *Living with the Dragon: Thinking and Acting Ethically in a World of Unintended Consequences*, Routledge, Nueva York.

LEWIS, M. (2016), *La gran apuesta*, Debate, Barcelona.

MUNRO, J.H. (2003), «The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability», *The International History Review,* 25(3), pp. 505-562.

PALAZZO, G. y RETHEL, L. (2008), «Conflicts of Interest in Financial Intermediation», *Journal of Business Ethics*, 81(1), pp. 193-207.

PINDL, A.R. y PRODHAM, B. (editores) (1994), *Ethical Conflicts in Finance*, Blacwell, Oxford.

RAINES, J.P. y LEATHERS, C.G. (1994), «Financial Derivative Instruments and Social Ethics», *Journal of Business Ethics* 13:3, pp. 197-204.

REYNOLDS, J.N. y NEWELL, E. (2011), *The Ethics of Investment Banking*, Plagrave McMillan, Houndmills.

ROBERTS, R. (2010), *Gambling with Other People's Money. How Perverted Incentives Caused the Financial Crisis*, Mercatus Center, George Mason Univesity (Mayo).

ROTHBARD, M.N. (2008), *The Mystery of Banking*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Albama.

TALEB, N. N. (2013), *Antifrágil. Las cosas que se benefician del desorden*, Paidós, Barcelona.

TALEB, N. N. (2018), *Skin In The Game*, Allen Lane.

TERMES, R. (1995), «Ethics in Financial Institutions», en A. Argandoña (editor), *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*, Springer, Berlin, pp. 118-135.

Notas al pie

1. La asimetría de información puede radicar en una o en otra de las partes, o en ambas: el prestatario, por ejemplo, conoce sus riesgos mucho mejor que el presta

Sobre los autores

Antonio Argandoña, profesor emérito de Economía y Ética de la Empresa y titular de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa, IESE Business School.

Luis Torras, consultor financiero y profesor visitante en ESADE Business School. Miembro del Comité editorial del Observatorio de Divulgación Financiera del Instituto de Estudios Financieros (IEF).

Otras publicaciones ODF

Dic	2018	DT	**Principios éticos en el mundo financiero**	Antonio Argandoña & Luis Torras
Nov	2018	NT	**Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración**	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	**Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los «robo advisors»**	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	**La Crisis Financiera 2007-2017**	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	**Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017**	Marc Montemar Parejo y Dra. Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	**Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español**	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	**Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas**	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	**LAS SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?**	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	**Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente**	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	**La segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado**	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	**"*Factor investing*», el nuevo paradigma de la inversión**	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	**La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea**	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	**El** Market**place Lending: una nueva clase de activo de inversión**	Eloi Noya
Oct	2017	NT	**Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales**	Alex Bardaji
Set	2017	NT	**El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup**	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	**Clases de ETF según su método de réplica de *benchmarks* y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez**	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	**Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días**	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	**Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico**	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	**La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional**	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	**Basilea III y los activos por impuestos diferidos**	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	**El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico**	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	**MAB: Una alternativa de financiación en consolidación**	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	**Brasil, un país de futuro incierto**	Carlos Malamud
May	2016	DT	**La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión**	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	**Shadow Banking: Money** markets**' odd relationship with the law**	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	**El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo**	José Mª Martín-Moreno
Feb	2016	NT	**Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM**	David Cano
Ene	2016	DT	**1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión**	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	**¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales**	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	**Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?**	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	**Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa**	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	**Ganancias de competitividad y deflación en España**	Miguel Cardoso Lecourtois

Otras publicaciones ODF

Dic	2018	DT	**Principios éticos en el mundo financiero**	Antonio Argandoña & Luis Torras
Nov	2018	NT	**Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración**	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	**Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los «robo advisors»**	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	**La Crisis Financiera 2007-2017**	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	**Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017**	Marc Montemar Parejo y Dra. Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	**Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español**	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	**Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas**	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	**LAS SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?**	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	**Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente**	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	**La segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado**	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	**"*Factor investing*», el nuevo paradigma de la inversión**	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	**La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea**	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	**El** Market**place Lending: una nueva clase de activo de inversión**	Eloi Noya
Oct	2017	NT	**Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales**	Alex Bardaji
Set	2017	NT	**El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup**	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	**Clases de ETF según su método de réplica de *benchmarks* y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez**	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	**Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días**	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	**Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico**	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	**La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional**	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	**Basilea III y los activos por impuestos diferidos**	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	**El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico**	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	**MAB: Una alternativa de financiación en consolidación**	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	**Brasil, un país de futuro incierto**	Carlos Malamud
May	2016	DT	**La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión**	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	**Shadow Banking: Money** markets**' odd relationship with the law**	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	**El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo**	José Mª Martín-Moreno
Feb	2016	NT	**Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM**	David Cano
Ene	2016	DT	**1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión**	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	**¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales**	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	**Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?**	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	**Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa**	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	**Ganancias de competitividad y deflación en España**	Miguel Cardoso Lecourtois

Otras publicaciones ODF

Dic	2018	DT	**Principios éticos en el mundo financiero**	Antonio Argandoña & Luis Torras
Nov	2018	NT	**Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración**	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	**Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los «robo advisors»**	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	**La Crisis Financiera 2007-2017**	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	**Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017**	Marc Montemar Parejo y Dra. Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	**Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español**	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	**Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas**	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	**LAS SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?**	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	**Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente**	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	**La segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado**	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	**"*Factor investing*», el nuevo paradigma de la inversión**	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	**La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea**	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	**El** Market**place Lending: una nueva clase de activo de inversión**	Eloi Noya
Oct	2017	NT	**Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales**	Alex Bardaji
Set	2017	NT	**El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup**	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	**Clases de ETF según su método de réplica de *benchmarks* y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez**	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	**Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días**	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	**Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico**	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	**La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional**	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	**Basilea III y los activos por impuestos diferidos**	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	**El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico**	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	**MAB: Una alternativa de financiación en consolidación**	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	**Brasil, un país de futuro incierto**	Carlos Malamud
May	2016	DT	**La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión**	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	**Shadow Banking: Money** markets**' odd relationship with the law**	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	**El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo**	José Mª Martín-Moreno
Feb	2016	NT	**Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM**	David Cano
Ene	2016	DT	**1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión**	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	**¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales**	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	**Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?**	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	**Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa**	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	**Ganancias de competitividad y deflación en España**	Miguel Cardoso Lecourtois