



# 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 sí 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.

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 pérdida.

## ¿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 mercados 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 concededores 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 era 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:

- 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, que 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 Reestructuración 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 dirigir las 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 si 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 transformando 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

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:
  - o 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.
  - o 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.
  - o 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.

- o 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».
- o 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

(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 afloran 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 crisis 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

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 emborriona 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.

## 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 Ari-el. 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. *Prompt 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, M<sup>ª</sup> 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.

# Otras publicaciones ODF

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
Dic	2017	DT	«Factor investing», el nuevo paradigma de la inversión	Thomas Franzen
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace 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 Planay 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 M <sup>a</sup> 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 titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xia
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya

nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
may	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M <sup>a</sup> Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrain Olga del Orden
oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal	Sergi Martrat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Loporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro