

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

100

Treinta años  
de análisis  
financiero



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

100

2010



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

## PATRONATO

ISIDRO FAINÉ CASAS

*(Presidente)*

JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN

*(Vicepresidente)*

JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO

ROBERTO LÓPEZ ABAD

ENRIC MATA TARRAGÓ

ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ

ATILANO SOTO RÁBANOS

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

### **Director**

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

### **Coordinadores**

JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

### **Redactor-Jefe**

FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

### **Coordinadora de Publicaciones**

M<sup>º</sup> PILAR LÓPEZ ISARRÍA

### **Edita**

Fundación de las Cajas de Ahorros

Caballero de Gracia, 28; 28013-Madrid

### **Realización**

Marín Álvarez Hnos. S.A.

Metalúrgicos, 14. P.I. Callfersa. 28942 Fuenlabrada  
Madrid

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Depósito legal: M. 7.461.-1993  
ISSN: 2254-3430

# SUMARIO

## TREINTA AÑOS DE ANÁLISIS FINANCIERO

■ INTRODUCCIÓN .....	V
■ 100 NÚMEROS DE <i>PERSPECTIVAS</i> . <i>Santiago Carbó</i> .....	1
<b>PRESENTE Y FUTURO DEL SISTEMA FINANCIERO</b>	
■ EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL EN LA PERSPECTIVA DE LA INTEGRACIÓN EUROPEA. <i>José Manuel Campa</i> .....	13
■ HACIA UN NUEVO SISTEMA FINANCIERO. <i>José Viñals</i> .....	19
<b>LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>	
■ LA BANCA ESPAÑOLA. <i>Miguel Martín Fernández</i> .....	29
■ UNA NUEVA ETAPA PARA LAS CAJAS DE AHORROS. <i>José Antonio Olavarrieta Arcos</i> .....	39
■ LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO EN ESPAÑA. <i>Carlos Martínez Izquierdo</i> .....	49
■ LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO. <i>José M.<sup>a</sup> García Alonso</i> .....	59
<b>PRODUCTOS FINANCIEROS</b>	
■ LA EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT DEL ESTADO EN ESPAÑA. <i>Soledad Núñez Ramos</i> .....	69
■ FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA (1983-2008). <i>Vicente Salas y Jorge Rosell</i> .....	75
■ PRODUCTOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS. <i>Juan Mascareñas Pérez-Iñigo</i> .....	89
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
■ EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL. FINANCIACIÓN, TRANSPARENCIA Y EFICIENCIA. <i>Antonio J. Zoido Martínez</i> .....	99
■ EL MERCADO INTERBANCARIO DE DEPÓSITOS EN ESPAÑA. UNA ESTIMACIÓN DE SU TAMAÑO. <i>Javier Alonso</i> .....	111
■ LOS SEGUROS EN ESPAÑA. <i>Ignacio Eyries García de Vinuesa</i> .....	119
<b>REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS</b>	
■ LA REGULACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA. <i>José María Roldán Alegre</i> .....	129
<b>OPINIONES</b>	
■ RAMÓN AYMERICH. <i>La Vanguardia</i> , Redactor jefe de Economía .....	138
■ ÁLVARO CUERVO GARCÍA. <i>Catedrático de Economía de la Empresa</i> , <i>Universidad Complutense de Madrid</i> .....	138
■ JORDI GUAL. <i>Subdirector General de la Caixa</i> , Departamento de Estudios <i>y Análisis Económico</i> .....	138

■ PROSPER LAMOTHE FERNÁNDEZ. <i>Catedrático de Economía de las Empresas Financieras, Universidad Autónoma de Madrid</i> .....	139
■ JAVIER QUESADA IBÁÑEZ. <i>Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, Catedrático de Análisis Económico</i> .....	139
■ JOSÉ MIGUEL RODRÍGUEZ ANTÓN. <i>Catedrático de Organización de Empresas, Universidad Autónoma de Madrid</i> .....	139
■ ANA SAMBOAL. <i>Telemadrid</i> .....	139
■ ANA ISABEL SÁNCHEZ. <i>ABC</i> .....	140
■ FRANCISCO JOSÉ VALERO LÓPEZ. <i>Analistas Financieros Internacionales, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad. UAM</i> .....	140
■ PEDRO PABLO VILLASANTE ATIENZA. <i>Secretario General, Asociación Española de Banca ...</i>	140

# Introducción

*Perspectivas del Sistema Financiero* apareció, en su origen, como *Suplementos Financieros de Papeles de Economía Española*, revista que había nacido con una clara vocación de análisis de los problemas económicos generales que afectan a España. Porque una institución patrocinada por las cajas de ahorros no sólo no podría permanecer ajena a los acontecimientos que afectan al sistema financiero, sino que era obligado prestarles una atención preferente, lo que exigía contar para ello con un vehículo editorial independiente en el que lo relativo a los mercados, instituciones y operaciones financieras pudiera tener cabida y atención regular.

Muy pronto se observó que *Suplementos* no era un nombre adecuado para esta publicación, ya que era algo más que un suplemento de *Papeles*. La necesidad de dar cumplida cuenta de los acontecimientos que se vinieron sucediendo en el ámbito financiero desde 1983 obligó a potenciar la revista, dándole un nombre adecuado a su carácter de publicación autónoma y con vida propia. Pasó así a llamarse *Perspectivas del Sistema Financiero*, con cuya denominación nos referiremos aquí a ella desde su inicio.

¿Cuáles eran los objetivos básicos que se pretendía alcanzar con esta publicación? Tres líneas de trabajo fueron seleccionadas para ofrecer una revista que cubriera un nicho de mercado que había sido desatendido hasta ese momento.

En primer lugar, los nuevos productos financieros que habían ido surgiendo en la década de los ochenta y que posteriormente experimentarían una fuerte expansión. No es casual que el primero de los números de *Perspectivas* se dedicara al mercado hipotecario y que el segundo tomara como tema central los créditos a interés variable. Desde entonces hasta el momento actual, el estudio y la descripción de los nuevos productos financieros han sido una constante preocupación de la Revista. Y ello no solo con la finalidad de someterlos a la revisión de los técnicos, sino muy especialmente, para dar cumplida información a los inversores y a los clientes de las entidades financieras. Se pretendió desde el primer momento que los artículos publicados en *Perspectivas* fueran accesibles al mayor número posible de lectores sin pérdida de su rigor técnico. La transparencia, tantas veces reclamada para las relaciones entre entidades y clientes, fue también motivo de preocupación para la revista.

En segundo lugar, las instituciones financieras. Contemplada desde la actual posición en el tiempo, puede comprobarse que *Perspectivas* se ha mostrado vigilante para tratar de llevar a sus páginas las novedades que desde el punto de vista institucional han ido produciéndose en el ámbito financiero. Así, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, las instituciones de inversión colectiva, las entidades de capital riesgo, han sido tratadas con reiteración, cada vez que su evolución aconsejaba revisar su comportamiento en los mercados.

No podía faltar la política monetaria entre los temas que fueron objeto de tratamiento. El estudio de la evolución regulatoria de los coeficientes a que se ven sometidas las instituciones financieras, la posición de las autoridades comunitarias y tantas otras cuestiones relacionadas con las funciones de la autoridad monetaria han sido objeto de preferente atención.

Los mercados (de deuda, de capitales y de dinero), la fiscalidad de las operaciones financieras, la ordenación financiera de las comunidades autónomas, los seguros, la gestión de la tesorería, la financiación de las PYME y tantos otros temas que, en cada momento, se han considerado merecedores de atención han constituido la ocupación de *Perspectivas*.

Igualmente ha de recordarse en este momento la deuda de gratitud que FUNCAS y *Perspectivas* tienen contraída con todos aquellos que, con sacrificio de su tiempo, han colaborado con nosotros. Y no sólo, aunque sí principalmente, con aquellos que han respondido con generosidad a nuestras peticiones de colaboración, elaborando los artículos que han llenado las páginas de la revista. También aquellos otros que nos han aportado ideas y críticas para mejorar los contenidos de los distintos números, suscitando las materias que deberíamos tratar.

Y, por supuesto, hemos de agradecer muy especialmente a nuestros lectores que se han mantenido fieles durante los años transcurridos desde la aparición de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* reconvertido más tarde en *Perspectivas del Sistema Financiero*. Esperamos que podamos seguir contando con su amistad y su confianza en nuestro trabajo.



# 100 números de *Perspectivas*

Santiago Carbó

A continuación se describe la evolución de los 99 primeros volúmenes de esta revista como una forma de recapitulación de hechos y acontecimientos relevantes en el sistema financiero español. Así, llegados al número 100, nadie pondría en duda hoy que los financieros son temas relevantes, en un momento en que las principales economías avanzadas tratan de superar una crisis que tiene en el sistema financiero su origen y, en cierta medida, parte de su solución. En este repaso a los volúmenes de *Perspectivas del Sistema Financiero* se distinguen los principales ejes temáticos que han guiado la evolución de la Revista, caracterizados por la cobertura de las distintas finalidades perseguidas por ésta y por la comprensión de los grandes acontecimientos que definieron en gran medida el devenir del sistema financiero y de la propia economía española, como la entrada en la Comunidad Económica Europea en 1986, la adhesión al Tratado de Maastricht en 1995 o la puesta en marcha en términos prácticos del euro como moneda única en 2002. Si bien resulta difícil clasificar de forma exclusiva los ejes temáticos sobre los que ha girado la evolución de la Revista, a continuación se realiza una clasificación genérica y amplia, y necesariamente imperfecta, en torno a cuatro: cambios en los mercados financieros; productos de inversión; entidades de depósito, crédito y financiación empresarial, y gestión bancaria, cambios regulatorios y adaptación al marco legislativo europeo.

## **I. CAMBIOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS**

En su afán de enriquecer la cultura financiera española, *Perspectivas del Sistema Financiero* ha puesto especial atención en la evolución y los principales cambios experimentados en los mercados financieros durante las tres últimas décadas, destacando especialmente los hechos acontecidos en el mercado de valores, el mercado de deuda pública anotada y el mercado de divisas.

En los años posteriores a la entrada en la CEE, los movimientos liberalizadores y la modernización del sistema financiero español fueron tomando cuerpo, destacando algunos desarrollos acontecidos en el mercado de valores. Así, ya en 1987, con el número doble 15-16, titulado *La moderna Bolsa de valores*, la revista analizaba la nueva situación del mercado de valores tras la aplicación del Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se creaba un Segundo Mercado de Valores en las bolsas oficiales de comercio y se modificaban las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija. De manera similar, la Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modificaron determinados artículos de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, y la creación del Mercado Continuo en 1989, que introdujeron importantes reformas para la modernización de los mercados de valores, fueron tratados de forma amplia en el número 34: *La nueva Bolsa*. Asimismo, en el número 65, titulado *La reforma de los mercados de valores*, publicado en enero de 1999, se estudiaba la aplicación de la Ley 37/1998, de 16 noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Entre otras ediciones referidas al mercado de valores, destacan el número 70 sobre *El futuro de los mercados de valores*, que cubre el análisis de la normativa introducida por la Circular 1/2000 de la CNMV, de 9 de febrero, sobre las normas de contratación y funcionamiento del segmento especial de negociación, y la publicación del número 85, titulado *Bolsas y mercados españoles*, en enero de 2006, en el que se anticipa la creación del nuevo mercado bursátil en 2006.

En relación al mercado de deuda pública anotada, el número 19, titulado *Anotaciones en cuenta de deuda pública*, publicado en septiembre de 1987, respondía con su análisis al desarrollo de instrumentos como las letras del Tesoro en 1987 y a la introducción del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un Sistema de Anotaciones en Cuenta para la deuda del Estado. Por su parte, relacionado también con la profunda modernización de los mercados financieros españoles, la publicación del número 35, titu-

lado *La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública: los Fondtesoro*, sienta su análisis en las novedades normativas introducidas por la Ley 25/1991, de 21 de noviembre, por la que se establece una nueva organización de las entidades de crédito de capital público estatal. Asimismo, el número 46, dedicado a *Deuda pública. Una revisión actual*, supone una recopilación de las modificaciones normativas y la evolución del mercado de deuda pública español, motivada por las dificultades experimentadas en cuanto a su sostenibilidad y las medidas adoptadas a tal efecto.

Finalmente, considerando el mercado de divisas, el número 39, dedicado a *El mercado de divisas en España*, prestaba atención al elevado nivel de eficiencia y transparencia alcanzado por los mercados de divisas comunitarios, en especial el español, que había entonces alcanzado un alto grado de liberalización, tras la introducción del SME como mecanismo de cooperación monetaria.

## II. PRODUCTOS DE INVERSIÓN

Igualmente relevante ha sido el interés otorgado a otras cuestiones que han caracterizado al sistema financiero español en los últimos años. En este sentido, se ha dedicado un considerable número de publicaciones al análisis de la normativa y el desarrollo de nuevos productos de inversión, entre las que destacan aquellas dirigidas al estudio de los instrumentos de titulización, sociedades de garantía recíproca, fondos de garantía de depósitos, instituciones de inversión colectiva, fondos de capital riesgo y fondos de pensiones.

En cuanto al estudio de los instrumentos de titulización, el número 44, dedicado a la *Titulización de activos financieros*, que surge por la necesidad de dar respuesta a la problemática técnica y jurídica de la titulización de los créditos hipotecarios, repasaba la titulización dentro del mercado de crédito hipotecario. Asimismo, el número 50, titulado *Productos financieros derivados* aproximaba la evolución de estos importantes instrumentos financieros, en particular tras la aprobación de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adaptaba la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, con una nueva regulación de los mercados oficiales de opciones y de futuros. Más recientemente, la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros, incluyó una selección de aspectos que conciernen a las operaciones fuera de balance, motivo que dio lugar a la publicación, en marzo de 2008, del número 92 de *Perspectivas del Sistema Financiero*, titulado *Operaciones fuera de balance*, en el que, de paso, se analizaron algunos

aspectos estratégicos, como el riesgo o la competencia de estas operaciones, de importancia creciente en España. Finalmente, el número 98, titulado *La MIFID y el mercado español de instrumentos financieros*, encuentra su motivación en la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, que, al establecer un marco regulador general para la ejecución organizada de las transacciones de los inversores y un «pasaporte único» a escala europea para las empresas de inversión, implicó modificaciones relevantes en materia relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Por otro lado, centrándose en el análisis de la evolución de otros instrumentos financieros, el número 47, sobre *Sociedades de garantía recíproca*, sentó sus bases en la aparición de la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre Régimen Jurídico de las sociedades de garantía recíproca, que, si bien respetaba las características fundamentales de las Sociedades de Garantía Recíproca establecidas por el Real Decreto 1885/1978, incluía como novedad la exigencia de que estuvieran constituidas por pequeñas y medianas empresas. Seguidamente, la publicación del número 52, sobre *Fondos de garantía de depósitos*, surge tras la aplicación del artículo 79 de la Ley 42/1994, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social, que estableció el importe de las aportaciones anuales de las cajas de ahorros al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros en el 1 por 1.000 de sus depósitos, debiendo el Banco de España contribuir con una aportación igual a la del conjunto de aquéllas.

Tomando otros productos de inversión como punto de interés, en octubre de 1985, el número 12, titulado *Instituciones de inversión colectiva*, siguiendo el curso de la entrada en vigor de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, evaluaba las implicaciones de la ampliación de la gama de activos financieros negociados en los mercados habituales y sus efectos potenciales sobre el sector bancario. En la década de 1990, el desarrollo de la inversión colectiva iba *in crescendo*, y la introducción de la Ley 19/1992, que modifica determinados preceptos de la Ley 46/1984, tras la implantación efectiva de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter inmobiliario, pieza clave y novedosa de la política gubernamental de vivienda, dio lugar más tarde a la publicación del número 55, bajo el título de *Fondos de inversión. Una industria en auge*. Asimismo, entre otros números dedicados a esta temática, figura, por un lado, el número 76, *El Fondo de Garantía de Inversiones*, que se ve originado por los cambios normativos que se desprendieron de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, los cuales implicaron importantes modificaciones en el terreno financiero, dado que se

establecía la creación de un Fondo de Garantía de Inversiones para asegurar la cobertura con ocasión de la realización de los servicios previstos, así como de la actividad complementaria de depósito y administración de instrumentos financieros. Por otro, la aprobación del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, despierta el interés por la elaboración de un volumen dedicado a *Instituciones de inversión colectiva*, en el que se evalúan las relevantes modificaciones de esta normativa en términos de flexibilización del marco de actuación de las instituciones de inversión colectiva.

Bajo el título de *Capital riesgo*, el número 20 de *Perspectivas del Sistema Financiero* se centraba en una de las temáticas que más interés han despertado en la Revista, como son las posibilidades de financiación externa de las empresas. En particular, el número surgió con la aparición del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, que, en su capítulo IV, sobre sociedades y fondos de capital riesgo, estableció el objeto exclusivo y la actuación de las sociedades de capital riesgo. De manera similar, el volumen 67, sobre *El capital riesgo en España*, y el número 89, *El capital riesgo y sus sociedades gestoras*, en marzo de 2007, evaluaron el impulso del desarrollo y los principales cambios relacionados con las entidades de capital riesgo dentro del sistema financiero español, en un marco más flexible y moderno.

Por último, la aprobación de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, y la aplicación del Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, dieron paso a la publicación en abril de 1989 del número 26, titulado *Fondos de pensiones*, como un instrumento en clara expansión cuya regulación específica tuvo una importante implicación sobre los procesos de inversión y de ahorro a largo plazo.

### III. ENTIDADES DE DEPÓSITO, CRÉDITO Y FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Uno de los ejes fundamental del desarrollo de *Perspectivas del Sistema Financiero* descansa en el análisis de las instituciones financieras, dado el papel destacado que éstas desempeñan dentro del sistema financiero. Desde el comienzo de su andadura, la Revista ha demostrado un gran interés por el estudio del funcionamiento de las instituciones financieras monetarias, prestando especial atención a la actividad de las cajas

de ahorros y los servicios bancarios minoristas. En este sentido, son varios los números que destacan por su contribución al mejor entendimiento de la marcha de estas entidades.

Así, por ejemplo, el número 71, titulado *Jurisprudencia constitucional sobre cajas de ahorros*, publicado en enero de 2001, se dedicó a recapitular las principales normas legislativas y la jurisprudencia constitucional vinculada a las cajas de ahorros, encontrando su motivación en la necesidad de facilitar y dibujar la evolución del marco legal de estas entidades. A éste, acompañó posteriormente la publicación del número 81, titulado *Cajas de ahorros: novedades legislativas*, con origen en la introducción del Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros. Por su parte, con anterioridad, el número 77, bajo el título *Las cajas de ahorros en el mundo*, publicado en mayo de 2003, encontró su motivación en la celebración del XX Congreso del Instituto Mundial de Cajas de Ahorros en 2003, y apareció publicado en español y en inglés, analizando los principales indicadores y la estructura institucional de las cajas de ahorros a escala mundial.

Asimismo, aparte de los números dedicados al estudio del marco legislativo y de las características estructurales, la Revista ha abarcado otras cuestiones no menos importantes, como la posición competitiva de las entidades financieras españolas, la aparición de nuevas estrategias bancarias o los retos en términos de eficiencia que, en definitiva, han marcado su evolución en las últimas décadas. En este sentido, destaca el número 48, dedicado al *Sistema financiero español, 1994. Los retos de la competitividad*, cuya motivación descansa en la Ley de subrogación y modificación de los préstamos hipotecarios de 1994, normativa que tendió a ampliar la competencia entre las entidades financieras, o la publicación del número 63-64, *Economía española. Crecimiento y su financiación*, en julio de 1998.

En cuanto a la introducción de estrategias bancarias novedosas, la aplicación del Marco de Acción para los Servicios Financieros (FSAP) en 1999, junto con la creación en 2003 de un grupo especial para medir la progresión del FSAP, se contemplan en el volumen 80 de *Perspectivas del Sistema Financiero* bajo el título de *Nuevas estrategias bancarias*, en el que se estudiaban las perspectivas estratégicas que surgían de este nuevo marco normativo. Por su parte, el número 83, titulado *Competencia y eficiencia en el sector bancario*, sienta su motivación en su anticipación a la introducción de un nuevo marco de competencia bancaria desde 2005, año de ratificación del Tratado de Maastricht, y analiza los efectos de la integración sobre la competencia, la rentabilidad y la eficiencia de las entidades de depósito españolas.

No menos importante ha sido el espacio dedicado a otro de los principales análisis de la Revista: la financiación crediticia, y en particular la hipotecaria y la empresarial. Esto se percibe ya desde la publicación del número 1, titulado *Mercado hipotecario*, que apareció motivado por el desarrollo de tan importante mercado merced a la Ley 2/1981, de 25 de marzo, sobre regulación del Mercado Hipotecario, que estableció la posibilidad de que las entidades financieras (bancos comerciales, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y establecimientos financieros de crédito) concedieran préstamos hipotecarios y emitieran los títulos necesarios para su financiación. Asimismo, la entrada en vigor de la reforma establecida por esta ley supuso un importante incentivo para la publicación de los números 2 y 3 de *Perspectivas del Sistema Financiero*, titulados *Créditos a interés variable* y *Crédito y coste del crédito*. Otros volúmenes dedicados al estudio del mercado hipotecario y crediticio han sido el número 9, de enero de 1985, titulado *Mercado hipotecario*, que encuentra su motivación en el análisis de las consecuencias, ya más a largo plazo, de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, sobre regulación del Mercado hipotecario; el número 36, dedicado a la *Compensación y liquidación de valores mobiliarios*, publicado en octubre de 1991; el número 54, titulado *Problemas actuales del mercado crediticio*, que surgió con motivo de la aplicación de la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo, o el número 78, sobre *Financiación de la vivienda*, en septiembre 2003.

En relación con la temática relacionada con la financiación empresarial, destacan diversos números dedicados al análisis de la pequeña y mediana empresa. Así, por ejemplo, el número 90, *Financiación de las PYME*, publicado en julio de 2007, surge con la intención de cubrir las principales preocupaciones en lo referente a la situación de la pequeña y mediana empresa en España y de reflejar las oportunidades de financiación de éstas, prestando especial atención al papel desempeñado por los instrumentos financieros, bajo la implementación de políticas públicas de apoyo a las pequeñas y medianas empresas.

#### **IV. GESTIÓN BANCARIA, CAMBIOS REGULATORIOS Y ADAPTACIÓN AL MARCO LEGISLATIVO EUROPEO**

El último bloque temático que comprende este repaso a la evolución de *Perspectivas del Sistema Financiero* incluye, en primer lugar, aquellas cuestiones relacionadas con la gestión bancaria, de entre las que se distinguen los números dedicados al estudio de la gestión de tesorería y la gestión de liquidez.

Así, el número 17, titulado *Marco económico y financiero. Gestión de tesorería*, dibujó el escenario desde la perspectiva europea para la gestión de tesorería, en el

cual debía participar el sistema financiero español dentro del nuevo entorno financiero. Asimismo, los números 21 y 23, titulados *Innovación financiera e Innovación financiera y gestión de tesorería*, respectivamente, ya anticipaban la introducción de la nueva normativa establecida mediante la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. Dada la modernización experimentada por el sistema financiero y el proceso de liberalización, con importantes implicaciones sobre la innovación financiera, resultaba necesaria una normativa supervisora común para el conjunto de las entidades de crédito, extendiéndose además a otros tipos de instituciones financieras que desarrollaran esencialmente la actividad que define a una entidad de crédito. En particular, esta ley tuvo, y ha tenido recientemente, implicaciones importantes en la resolución de crisis bancarias. Por otra parte, el número 29, bajo el título de *Nuevos mercados financieros y gestión de tesorería*, publicado en enero de 1990, centra su motivación en el proceso de modernización, liberalización e integración a escala europea, que tuvo implicaciones relevantes sobre el sistema financiero español, y a la atención que tradicionalmente se ha prestado en FUNCAS a los temas relacionados con la gestión de tesorería, que en aquellos años propiciaron encuentros muy provechosos dentro del sector.

En el análisis de la gestión, también se aprecian los cambios en la regulación, fundamentalmente los liberalizadores. Por ejemplo, en el número 4, titulado *El coeficiente de caja*, publicado en octubre de 1983, ya se anticipaba la introducción de la nueva normativa regulatoria que suponía la aplicación de la Ley 26/1983, de 26 de diciembre, sobre Coeficientes de Caja de los Intermediarios Financieros, que estableció modificaciones significativas en este ámbito, suponiendo un cambio fundamental en cuanto al proceso de creación de dinero y activos líquidos. Por su parte, la aplicación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, según la cual el Gobierno estableció que los bancos privados, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y las demás entidades de crédito quedarían obligadas a destinar parte de los fondos reembolsables captados de terceros a las inversiones establecidas en dicha Ley, dio pie a la publicación del número 11, titulado *Coeficientes de inversión*, de julio de 1985.

Con la entrada de España en la CEE y el impulso a los movimientos liberalizadores, el número 13, bajo el título de *Coeficientes de garantía*, analizaba las implicaciones de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros. En lo que al coeficiente de garantía se refiere, dicha normativa estableció, con carácter general, un cambio en el criterio de definición de los recursos propios mínimos nece-

sarios para todas las entidades de crédito, en función de las inversiones realizadas y de los riesgos asumidos.

Por otro lado, la Ley 13/1992, de 1 de junio, de Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras, supuso un acicate para la publicación del número 43 de *Perspectivas del Sistema Financiero*, titulado *El riesgo en las entidades de crédito*. La importancia de esta ley radicó en que incorporaba varios preceptos de las más recientes directivas de las Comunidades Europeas relacionadas con la solvencia y la actividad de las entidades de crédito: La Directiva sobre Fondos Propios (89/299), la Segunda Directiva Bancaria (89/646), y la Directiva sobre Coeficiente de Solvencia (89/647). En esta misma línea, con motivo de la nota explicativa sobre el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, elaborada por la Secretaría del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria en enero de 2001, se publica el número 72 de la Revista, bajo el título de *El control del riesgo de la actividad financiera*. La aparición de este nuevo acuerdo sobre capital implicó novedades en el terreno del control de riesgo, al proponer, por ejemplo, la introducción de estándares KYC (*know your customer*), de particular relevancia para la seguridad y solidez de los bancos al ayudar a proteger la reputación de éstos y la integridad de los sistemas bancarios, y al constituir una parte esencial de la administración de riesgo sólida (por ejemplo, proveyendo la base para identificar, limitar y controlar las exposiciones de riesgo en los activos y pasivos, incluyendo activos bajo administración).

Por otro lado, se distingue el interés particular de la Revista por los aspectos relacionados con la adaptación al marco legal europeo. En el ámbito de la Unión Europea, ya en 1989, la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo supuso un cambio en la instrumentación de la política monetaria del Banco de España, que pasó a controlar de manera directa el tipo de interés a corto plazo. Por este motivo, *Perspectivas del Sistema Financiero* dedicó los números 25 y 28 a *La gestión de tesorería ante el mercado único* y *El Mercado Único Europeo y las entidades de crédito*, respectivamente. Los números 37 y 38, dedicados a *Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria* y *Libertad de movimiento de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales*, respectivamente, aparecieron como un análisis de las consecuencias de la introducción de varias medidas liberalizadoras adoptadas entre 1991 y 1992. Por un lado, se encuentra la reorganización del sistema de bancos públicos con la creación del *holding* Corporación Bancaria de España, en 1991. Por otro lado, la liberalización, en febrero de 1992, de los movimientos de capitales, que supuso la adaptación a la normativa comunitaria. Por su parte, el número 45, sobre *Las entidades de crédito ante la Unión Europea*, apareció para analizar la situación y las perspectivas de futuro de

las entidades de crédito españolas en el proceso de integración financiera europea.

Los volúmenes 58, *Los retos de la Unión Monetaria*; 59, *Unión Monetaria y entidades de crédito*; 60, *El euro y la actividad bancaria*, y 61, *Unión Monetaria Europea. Las claves del éxito*, tienen lugar entre las publicaciones de *Perspectivas del Sistema Financiero*, dada la trascendencia del proceso de integración en la Unión Europea experimentado por España en estos años, que alcanza su máxima expresión con la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre Introducción del Euro, la cual tiene como objeto completar el régimen jurídico para la introducción del euro, como moneda única, dentro del sistema monetario español, de acuerdo con lo establecido en los reglamentos (CE) número 1103/97, del Consejo, de 17 de junio, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro y el (CE) número 974/98 del Consejo, de 3 de mayo, sobre la introducción del euro. Asimismo, la motivación para la publicación del número 88 de la Revista, descansa en el Comunicado COM(2005) 629 Final del Libro Blanco de la Comisión, de 1 de diciembre de 2005, sobre la política de los servicios financieros 2005-2010. En este Libro Blanco se exponen las prioridades de la Comisión Europea en materia de política de los servicios financieros desde 2005 hasta 2010 –consolidación de los progresos realizados hasta la fecha, eliminación de los obstáculos que aún existían y mejora de la legislación y de los controles–, lo que origina la publicación del número de diciembre de 2006, *Integración y consolidación financiera en Europa*.

De especial interés han sido también las cuestiones relacionadas con la aproximación, en términos puramente legales, fiscales y reglamentarios, de los estados miembros de la UE. Así, el número 24, correspondiente a octubre de 1988, *Armonización financiera*, se vio motivado principalmente por la Directiva 88/627/CEE, del Consejo Europeo, y la Directiva 87/102/CEE, del Consejo; el número 82, sobre *Armonización fiscal*, proporcionaba un análisis de la Directiva 2003/48/CE, del Consejo, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, que ha sido de vital importancia en lo que a la armonización fiscal se refiere, y el número 94, *Armonización bancaria*, se dedicó principalmente a analizar tanto la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio como la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

Por último, en materia de política económica y presupuestaria, también se han dedicado diversos números, impulsados principalmente por el proceso de incorporación de la peseta al SME, iniciado en 1989. Éste dio

pie, dos años después, a la publicación del número 33, bajo el título *Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros*, en enero de 1991, como evaluación del estado de esta integración de la divisa española y las perspectivas que se abrían en política monetaria. Por otra parte, la aprobación de la Orientación del BCE (BCE/2000/7) de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, supuso un acontecimiento de relevancia para la consecución de los objetivos de la política monetaria única, que sirvió para dar paso al número 75, en el que, con el título *La transmisión de la política monetaria y sistema bancario*, se analizaban las implicaciones de esta política sobre la economía real.

En los últimos años, la Revista se ha enfocado hacia una temática más relacionada con los cambios acontecidos con la crisis financiera iniciada en 2007, destacando la publicación del número 95, titulado *Inestabilidad finan-*

*ciera y gestión de liquidez*, que encuentra su motivación en el Real Decreto 1642/2008, que fija los importes garantizados del Fondo de Garantía de Depósitos; el Real Decreto-Ley 6/2008, que crea el fondo para la adquisición de activos financieros, y el Real Decreto-Ley 7/2008, de medidas urgentes en materia económico-financiera (Plan de Acción Concertada de los países de la Zona Euro).

Más recientemente, el número 99, de septiembre de 2010, titulado *La dimensión en el sector bancario*, que encuentra su motivación en los cambios estructurales acontecidos en los años posteriores al inicio de la crisis financiera de 2007, surge con el propósito de analizar las principales implicaciones de tal reestructuración y, en particular, hasta qué punto aumentar la dimensión es una obligación en el nuevo panorama que se abre para el sector bancario, y qué implicaciones tiene la consolidación financiera para supervisores y reguladores, y para la propia industria.

#### PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. LÍNEA DE TIEMPO (1983-1988)

1983	1984	1985
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mercado hipotecario nº 1 <i>Ley 2/1981, sobre regulación del mercado hipotecario</i></li> <li>— Créditos a interés variable nº 2</li> <li>— Crédito y coste del crédito nº 3</li> <li>— El coeficiente de caja nº 4 <i>Ley 26/1983, sobre coeficientes de caja de los intermediarios financieros</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mercado monetario. Sociedades mediadoras en el mercado del dinero nº 5 <i>Ley 24/1984, de modificación del tipo de interés legal del dinero</i></li> <li>— Exportación: crédito y seguro nº 6 <i>Ley 11/1983, de medidas financieras de estímulo a la exportación</i></li> <li>— Ordenación financiera de las comunidades autónomas nº 7-8</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mercado hipotecario nº 9 <i>Circular 15/1982, del Banco de España sobre entidades de depósito y mercado hipotecario, y 12/1983 sobre el cómputo de títulos hipotecarios en el coeficiente de caja</i></li> <li>— Análisis financiero. Nuevos productos y mercados nº 10</li> <li>— Coeficientes de inversión nº 11 <i>Ley 13/1985, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros</i></li> <li>— Instituciones de inversión colectiva nº 12 <i>Ley 46/1984, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva</i></li> </ul>
1986	1987	1988
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Coeficiente de garantía nº 13 <i>Ley 13/1985, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros</i></li> <li>— Las operaciones, <i>off shore</i>, de las entidades financieras nº 14 <i>Real Decreto 2374/1986, sobre la liberalización de las inversiones financieras en el exterior</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La moderna Bolsa de valores nº 15-16</li> <li>— Marco económico y financiero. Gestión de tesorería nº 17</li> <li>— Ordenación financiera de las comunidades autónomas. Cajas de ahorros nº 18</li> <li>— Anotaciones en cuenta de deuda pública nº 19</li> <li>— Capital riesgo nº 20 <i>Real Decreto-Ley 1/1986, de medidas urgentes administrativas, fiscales y laborales</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Innovación financiera nº 21</li> <li>— Operaciones financieras con el exterior nº 22</li> <li>— Innovación financiera y gestión de tesorería nº 23</li> <li>— Armonización financiera nº 24 <i>Directiva 88/627, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa</i> <i>Directiva 87/102, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo</i></li> </ul>

**PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. LÍNEA DE TIEMPO (1989-1994)**

1989	1990	1991
<ul style="list-style-type: none"> <li>- La gestión de tesorería ante el mercado único nº 25 - Enero</li> <li>— Fondos de pensiones nº 26 - Abril <i>Ley 8/1987, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones</i></li> <li>— Inversiones españolas en el exterior nº 27 - Julio</li> <li>— El Mercado Único Europeo y las entidades de crédito nº 28 - Octubre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nuevos mercados financieros y gestión de tesorería nº 29 - Enero</li> <li>— Ordenación financiera de las comunidades autónomas nº 30-31 - Abril</li> <li>— La fiscalidad en las operaciones y mercados financieros nº 32 - Octubre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros nº 33 - Enero</li> <li>— La nueva bolsa nº 34 - Abril <i>Ley 24/1988, del Mercado de Valores</i></li> <li>— La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública: los Fondtesoro nº 35 - Julio</li> <li>— Compensación y liquidación de valores mobiliarios nº 36 - Octubre</li> </ul>
1992	1993	1994
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria nº 37 - Enero</li> <li>— Libertad de movimiento de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales nº 38 - Abril</li> <li>— El mercado de divisas en España nº 39 - Mayo</li> <li>— El sistema financiero del País Vasco nº extraordinario - Junio</li> <li>— La financiación de las comunidades autónomas nº 40 - Octubre <i>Acuerdo sobre el sistema de financiación autonómica en el periodo 1992-1996 (20 de enero de 1992) / Consejo de Política Fiscal y Financiera</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Planificación fiscal internacional nº 41 - Enero</li> <li>— Financiación de las empresas en el País Vasco nº extraordinario - Enero</li> <li>— Instituciones y mercados financieros. Modelos de gestión nº 42 - Abril</li> <li>— El riesgo en las entidades de crédito nº 43 - Julio <i>Ley 13/1992, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.</i></li> <li>— Titulización de activos financieros nº 44 - Octubre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las entidades de crédito ante la Unión Europea nº 45 - Enero</li> <li>— Deuda pública. Una revisión actual nº 46 - Abril</li> <li>— Sociedades de garantía recíproca nº 47 - Julio <i>Ley 1/1994, sobre el Régimen de las Sociedades de Garantía Recíproca</i></li> <li>— Sistema financiero español, 1994. Los retos de la competitividad nº 48 - Octubre</li> </ul>

**PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. LÍNEA DE TIEMPO (1995-2000)**

1995	1996	1997
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mercado de valores y mercado financiero único nº 49 <i>Directiva 93/22, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables</i></li> <li>— Productos financieros derivados / nº 50 <i>Ley 3/1994, sobre fondos de titulización de activos</i></li> <li>— Financiación autonómica y corresponsabilidad fiscal / nº 51 <i>Acuerdo para el desarrollo del sistema de financiación de las comunidades autónomas del quinquenio 1992-1996 / Consejo de Política Fiscal y Financiera</i></li> <li>— Fondos de garantía de depósitos nº 52 <i>Orden de 27 de febrero de 1995 sobre la reducción de las aportaciones de las cajas de ahorros al fondo de garantía de depósitos</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- España ante la Unión Monetaria Europea nº 53</li> <li>— Problemas actuales del mercado crediticio nº 54 <i>Ley 7/1995, de crédito al consumo y Ley 2/1994, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios</i></li> <li>— Fondos de inversión. Una industria en auge nº 55 <i>Ley 19/1992 sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria</i></li> <li>— Pensiones: sistemas públicos y previsión privada / nº 56 <i>Acuerdo sobre consolidación y racionalización del sistema de Seguridad Social (9 de octubre de 1996)</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Actividades financieras en la distribución comercial nº 57 <i>Real Decreto 692/1996, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito</i> <i>Ley 7/1996, de ordenación del comercio minorista</i></li> <li>— Los retos de la Unión Monetaria nº 58</li> <li>— Unión Monetaria y entidades de crédito nº 59</li> <li>— El euro y la actividad bancaria nº 60</li> </ul>
1998	1999	2000
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Unión Monetaria Europea. Las claves del éxito nº 61</li> <li>— Financiación de grandes proyectos / nº 62 <i>Real Decreto 926/1998, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización</i></li> <li>— Economía española. Crecimiento y su financiación / nº 63-64 <i>Agenda 2000. Por una Unión más fuerte y más amplia / Comisión Europea</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La reforma de los mercados de valores nº 65 <i>Ley 37/1998, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores</i></li> <li>— El sistema financiero ante el nuevo siglo nº 66</li> <li>— El capital riesgo en España / nº 67 <i>Ley 1/1999, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El FMI ante el siglo XXI / nº 68 <i>Comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional 16 de abril de 2000 / Fondo Monetario Internacional</i></li> <li>— Globalización: problemas económicos y financieros / nº 69</li> <li>— El futuro de los mercados de valores nº 70</li> </ul>

**PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. LÍNEA DE TIEMPO (2001-2006)**

2001	2002	2003
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Jurisprudencia constitucional sobre cajas de ahorros</b> nº 71</li> <li>— <b>El control del riesgo de la actividad financiera</b> nº 72 <i>Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea: nota explicativa. Enero de 2001 / Secretaría del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria</i></li> <li>— <b>Sistema financiero: Una visión académica (Wolpertinger 2001)</b> nº 73</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Ahorro y seguros de vida / nº 74</b> <i>Propuesta de directiva 2000/0162 (COD) del parlamento europeo y del consejo relativa a los seguros de vida</i></li> <li>— <b>La transmisión de la política monetaria y sistema bancario / nº 75</b> <i>Orientación del Banco Central Europeo de 31 de agosto de 2000 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema (BCE/2000/7) (2000/776/BCE)</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>El Fondo de Garantía de Inversiones nº 76</b> <i>Ley 53/2002, de medidas fiscales, administrativas y de orden social, que introduce modificaciones al fondo de garantía de inversiones</i></li> <li>— <b>Las cajas de ahorros en el Mundo / Savings Banks in the World nº 77</b> <i>XX Congreso del Instituto Mundial de Cajas de Ahorros</i></li> <li>— <b>Financiación de la vivienda / nº 78</b></li> </ul>
2004	2005	2006
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>IBEX 35</b> nº 79</li> <li>— <b>Nuevas estrategias bancarias</b> nº 80 <i>Comunicación de la Comisión 232/1999, sobre sobre la aplicación del marco para los mercados financieros: Plan de Acción Noveno Informe: Servicios Financieros: El PASF entra en la recta final</i></li> <li>— <b>Cajas de ahorros: novedades legislativas</b> nº 81 <i>Real Decreto 302/2004, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Armonización fiscal</b> nº 82</li> <li>— <b>Competencia y eficiencia en el sector bancario</b> nº 83</li> <li>— <b>Exclusión financiera</b> nº 84 <i>Acceso a los servicios financieros. Estudio realizado para el Instituto Mundial de las Cajas de Ahorros, elaborado por Stephen Peachey y Alan Roe</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Bolsas y mercados españoles / nº 85</b> <i>Directiva 04/39, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID)</i></li> <li>— <b>Autónomos, emprendedores, economía social y su financiación / nº 86</b> <i>Estatuto para la promoción y tutela del trabajador autónomo. Informe de la Comisión de Expertos del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, para la elaboración de un Estatuto del Trabajador Autónomo</i></li> <li>— <b>Instituciones de inversión colectiva / nº 87</b> <i>Real Decreto 1309/2005, Reglamento de la Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva</i></li> <li>— <b>Integración y consolidación financiera en Europa / nº 88</b> <i>Libro Blanco. Política de los servicios financieros 2005-2010</i></li> </ul>

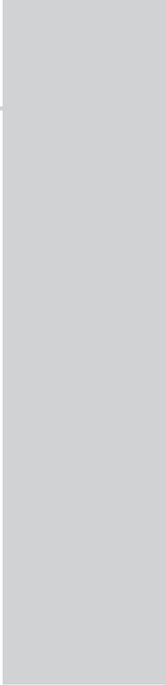
**PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. LÍNEA DE TIEMPO (2007-2010)**

2007	2008	2009
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>El capital riesgo y sus sociedades gestoras</b> nº 89 <i>Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras</i></li> <li>— <b>Financiación de las PYME</b> nº 90</li> <li>— <b>Fundaciones</b> nº 91 <i>Ley 50/2002, de fundaciones</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Operaciones fuera de balance</b> nº 92 <i>Circular 4/2004, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelo de estados financieros (selección)</i></li> <li>— <b>Seguros y fiscalidad</b> nº 93 <i>Ley 35/2006, del IRPF y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio</i> <i>Real Decreto 439/2007, Reglamento del IRPF y modificación del Reglamento de planes y fondos de pensiones del R.D 304/2004</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Armonización bancaria / nº 94</b> <i>Directiva 06/48, sobre el acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio</i> <i>Directiva 06/49, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito</i></li> <li>— <b>Inestabilidad financiera y gestión de liquidez</b> nº 95 <i>Real Decreto 1642/2008, que fija los importes garantizados del F.G.D.</i> <i>Real Decreto-Ley 6/2008, que crea el fondo para la adquisición de activos financieros</i> <i>Real Decreto-Ley 7/2008, de medidas urgentes en materia económico-financiera (Plan de acción concertada de los países de la Zona Euro)</i></li> <li>— <b>El consumidor en la contratación bancaria electrónica / nº 96</b> <i>Ley 22/2007 sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores</i></li> </ul>
2010		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Tarjetas de pago / nº 97</b> <i>Directiva 07/64, sobre servicios de pago en el Mercado Interior</i> <i>Comunicación de la Comisión. Finalizar la SEPA: programa de trabajo para 2009-2012</i></li> <li>— <b>La MiFID y el mercado español de instrumentos financieros / nº 98</b> <i>Directiva 04/39, relativa a los mercados de instrumentos financieros</i></li> <li>— <b>La dimensión en el sector bancario / nº 99</b></li> <li>— <b>Treinta años de análisis financiero / nº 100</b></li> </ul>		

## EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: EVOLUCIÓN. LÍNEA DE TIEMPO (1983-2010)

1981-1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley de Regulación del Mercado Hipotecario (1981)</li> <li>- Las entidades debieron fijar un <i>t/i</i> de referencia en sus créditos o préstamos a <i>t/i</i> variable (1981)</li> <li>- Reforma del coeficiente legal de caja (1981)</li> <li>- Creación de los FGD (1982)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley reguladora de las instituciones de inversión colectiva</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Creación del segundo mercado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Creación de las letras del Tesoro</li> <li>- Liberalización definitiva de los <i>t/i</i></li> <li>- Creación del sistema nacional de compensación electrónica y del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reforma del mercado de valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Incorporación de la peseta al SME (hasta 1999)</li> <li>- Supresión paulatina del coeficiente de inversión (hasta 1992)</li> <li>- Creación del mercado continuo</li> </ul>
1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Regulación del mercado de deuda corporativa AIAF</li> <li>- Regulación de los mercados oficiales de opciones y de futuros</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Privatización del <i>holding</i> banca pública</li> <li>- Leyes sobre prevención y control del blanqueo de capitales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley sobre subrogación y modificación de los préstamos hipotecarios</li> <li>- Regulación de los mercados oficiales de opciones y de futuros</li> <li>- Ley de Regulación del Mercado Hipotecario</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Privatización del <i>holding</i> banca pública</li> <li>- Estrategia directa (hasta 1998)</li> <li>- Adaptación de los FGD a la Directiva UE de 1994</li> <li>- Ley de Crédito al Consumo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Real Decreto sobre establecimientos financieros de crédito</li> <li>- Adaptación de los FGD a la Directiva UE de 1994</li> </ul>
1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Privatización del <i>holding</i> banca pública</li> <li>- Modificaciones de la reforma del mercado de valores de 1988</li> <li>- Ley de introducción del euro (hasta 2000)</li> <li>- Creación de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y de los fondos de titulización hipotecaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reforma del coeficiente legal de caja</li> <li>- Política monetaria única</li> <li>- Normativa sobre inversiones extranjeras en España y españolas en el exterior</li> <li>- Creación de Latibex</li> <li>- Ley sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Creación del Nuevo Mercado (hasta 2007)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nuevo acuerdo de capital de Basilea</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Creación de la Sociedad Holding Bolsas y Mercados Españoles</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y transacciones económicas con el exterior</li> <li>- Leyes sobre prevención y control del blanqueo de capitales</li> <li>- Ley sobre seguros privados</li> <li>- Creación de IBERCLEAR</li> <li>- Ley de Regulación del Mercado Hipotecario</li> </ul>
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<ul style="list-style-type: none"> <li>- R.D sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros</li> <li>- TR.: Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados</li> <li>- CBE: normas de información financiera pública y reservada, modelos de estados financieros y Central de Información de Riesgos</li> <li>- CCNMV sobre normas contables</li> <li>- Reglamento de los Comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros</li> <li>- Regulación de planes y fondos de pensiones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Modificaciones del Real Decreto sobre establecimientos financieros de crédito de 1996</li> <li>- Ley sobre Entidades de Capital Riesgo</li> <li>- Real Decreto que contiene el reglamento de las Leyes sobre prevención y control del blanqueo de capitales</li> <li>- Ley de supervisión de los conglomerados financieros</li> <li>- Ley sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito</li> <li>- Nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley de Mediación de seguros y reaseguros privados</li> <li>- Creación del Nuevo Mercado Bursátil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Modificaciones de la reforma del mercado de valores de 1988</li> <li>- Ley de Reaseguro</li> <li>- R.D sobre reforma del coeficiente de garantía</li> <li>- Ley sobre OPAs y transparencia de los emisores</li> <li>- Regulación de planes y fondos de pensiones</li> <li>- Nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva</li> <li>- Ley de Regulación del Mercado Hipotecario</li> <li>- Creación de TARGET 2</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Régimen fiscal del seguro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles</li> <li>- Ley de servicios de pago</li> <li>- Ley sobre regulación de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario</li> <li>- Modificación de la Ley del mercado de valores (1988) y de la Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (1988)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ley de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales</li> <li>- Modificaciones de la Ley de Auditoría de Cuentas (1988), la Ley del Mercado de Valores (1988) y del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (1989) para su adaptación a la normativa comunitaria</li> </ul>





# **PRESENTE Y FUTURO DEL SISTEMA FINANCIERO**

---



# El sistema financiero español en la perspectiva de la integración europea

José Manuel Campa

Desde nuestra incorporación a las instituciones europeas en 1986 el sistema financiero español ha mostrado un desarrollo magnífico, sin duda, estrechamente vinculado a la progresiva construcción de un mercado interior de capitales en la Unión Europea. Los constantes avances en la integración comunitaria han permitido eliminar una ingente cantidad de obstáculos a la internacionalización de los sistemas financieros nacionales. Se ha logrado asimismo un nivel de armonización de la regulación financiera que, sin resultar aún completo ni perfecto, cada día hace más tangible la capacidad efectiva de los intermediarios financieros españoles para acceder de manera directa a los 27 Estados y 480 millones de ciudadanos europeos.

Paralelamente, no se puede ignorar que la integración de los mercados ha supuesto también la aparición de nuevos desafíos y riesgos, como los derivados de una mayor competitividad internacional y de los potenciales contagios transfronterizos de desequilibrios financieros. Por ello, los esfuerzos por continuar profundizando en la aproximación de los instrumentos regulatorios o supervisores no pueden sino redoblar en un contexto como el actual. Definitivamente, la máxima integración del mercado interior europeo, respetuosa con la debida igualdad de oportunidades para todos los agentes, debe redundar en el fortalecimiento de todos los sistemas financieros nacionales. De hecho, así ha venido sucediendo, como se analizará a continuación, con el sistema financiero español.

Efectivamente, conscientes de la importancia de la integración financiera en el seno de la Unión Europea, tanto los estados miembros como la Comisión han demostrado desde hace décadas su liderazgo en la consecución de un auténtico mercado único. Los progresos en esta materia se han proyectado sobre dos áreas esenciales. En primer lugar, la construcción de la Unión

Económica y Monetaria (UEM) ha desempeñado un papel trascendental en el reforzamiento de la estabilidad en las relaciones económicas y financieras, y en el apoyo al resto de medidas dirigidas a la consecución progresiva de un verdadero mercado interior de servicios financieros. Y, en segundo lugar, el progresivo impulso de la armonización de la regulación financiera de todos los estados miembros ha supuesto un evidente avance en la aproximación de las prácticas supervisoras europeas, en la libertad de circulación efectiva de las entidades financieras y en la mejora definitiva de la competitividad del sector en toda la Unión.

Por todo ello, a continuación pretendo abordar lo que, a mi juicio, son los elementos cardinales para evaluar oportunamente la integración de la Unión Europea, y sus efectos sobre el sistema financiero español, desde la doble perspectiva del desarrollo de la UEM y del impulso de la regulación financiera común. Asimismo, conviene acentuar los notables beneficios concretos que sobre el desarrollo de nuestro sistema financiero ha tenido la citada integración, para finalmente profundizar en el impulso internacional que durante los tiempos más recientes están viviendo las políticas financieras europea y nacional.

## I. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL CONTEXTO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

La construcción de la Unión Económica y Monetaria ha supuesto, como ya se ha señalado, el hito más esencial de integración financiera. En este sector se han alcanzado cotas de unificación desconocidas en prácticamente cualquier otra área de las políticas de la Unión Europea. Por ello, sus efectos sobre los mercados financieros de la zona euro y la repercusión concreta derivada de la reciente crisis merecen una mención muy especial.

Así, por ejemplo, en los *mercados monetarios de la zona euro* se ha producido un elevadísimo grado de integración de manera casi inmediata tras la introducción del euro, siendo la política monetaria única un verdadero motor de este mercado. No obstante, dada su función de canalizar fondos para permitir a las entidades financieras cubrir sus más inmediatas necesidades de financiación, estos mercados han sido los más vulnerables y sensibles al riesgo de contraparte. Por esa razón, se han visto muy afectados por la crisis desde sus primeros momentos, aunque también han sido los que de forma más rápida y apreciable han mostrado síntomas de recuperación durante los últimos meses.

Por su parte, en los *mercados de deuda pública* cabe hablar de una drástica reducción de los diferenciales de la deuda soberana respecto a la alemana a lo largo de la última década, tanto en España como en otros países de la zona euro, y con mayor notoriedad en los plazos más cortos. Esta tendencia, como es sabido, se ha revertido de forma notable en los últimos años debido a la crisis financiera y a la acumulación de desequilibrios en las cuentas públicas en buena parte de los estados miembros. No obstante, conviene subrayar que el impacto de la crisis ha sido muy heterogéneo. Se ha producido una segmentación clara entre soberanos considerados de menor riesgo, que han actuado como activo refugio (con particular preponderancia de la deuda alemana), y otros de países con mayores ajustes fiscales o de crecimiento que han visto cómo su diferencial se ampliaba hasta niveles desconocidos, incluso antes de la creación del euro. Éste ha sido el caso de países como Grecia, Irlanda, Portugal, pero también de España e Italia. Esta evolución ha tenido un impacto claro en la liquidez de este mercado y en la volatilidad de precios y, aunque hasta la fecha se aprecian mejoras generales, sigue siendo un segmento muy vulnerable.

Con respecto a los *mercados de deuda privada*, continúan estando considerablemente fragmentados según países, a pesar de los avances desde la introducción del euro. La crisis financiera ha agravado esta situación, aunque, al tiempo, la restricción del crédito reciente ha propiciado un incremento sustancial de los volúmenes en este segmento, favoreciéndose así la desintermediación de los mercados. De hecho, el mercado de *covered bonds* ha supuesto una alternativa de financiación para aquellas entidades con más difícil acceso a los mercados financieros.

En cuanto a la *capitalización bursátil*, ha aumentado notablemente en la última década, y ello ha favorecido la integración. Por su parte, la incorporación de España a la zona euro ha tenido consecuencias muy notables en este mercado. En efecto, entre 1997 y 2006 el peso de las inversiones españolas en renta variable en los países de la UE-15, frente a las inversiones totales

en renta variable en el exterior, pasó del 55,8 al 82,8 por 100. Más recientemente, aunque la crisis ha trasladado una notable volatilidad a estos mercados (crecimiento sostenido de las cotizaciones antes de la crisis, fuerte caída hasta marzo de 2009 y posterior recuperación con altibajos), esta evolución no parece haber tenido un impacto notable en el grado de integración transfronteriza de los mercados bursátiles de la zona euro. España ha ganado cuota de mercado en términos de negociación en los últimos años, igual que Alemania, en detrimento de las bolsas británicas y de Euronext, si bien estas últimas plataformas siguen dominando el mercado europeo.

Por lo que respecta al *sector bancario*, cabe señalar que el número de instituciones de crédito disminuyó en la última década debido a los procesos de fusión, tanto en la zona euro (de casi 8.000 entidades se pasó a poco más de 6.000) como en España, si bien en nuestro país la concentración ha sido menos intensa (de 387 a 357 entidades, sin tener en cuenta la reestructuración reciente en el sector de las cajas de ahorros). Este proceso de concentración se ve también reflejado en la cuota de las cinco mayores entidades a escala nacional, que ha tenido una tendencia creciente desde 1999 hasta alcanzar en 2007 el 44,1 por 100 en la zona euro, por encima de la correspondiente en el caso español del 41 por 100 para este último año.

Sobre este punto, una cuestión que conviene recalcar se refiere a que los márgenes de la banca española en porcentaje del activo total han sido tradicionalmente superiores a los de la zona euro. Si bien se aprecia cierta convergencia a la baja en los últimos años, la rentabilidad medida por el ROA y el ROE sigue siendo muy superior en la industria española. Desde 2005, sin embargo, la banca europea ha superado a la española en eficiencia operativa, medida por los gastos de explotación como porcentaje sobre el margen ordinario. El número de cajeros automáticos, terminales de puntos de venta y tarjetas emitidas por habitante es superior en España a la media europea, lo que se traduce en un menor número de operaciones por instrumento. Por último, la contribución al valor añadido neto de la economía española por parte del sector de la intermediación financiera es, desde 2003, de en torno al 5 por 100, tanto en el caso español como en el de la zona euro.

El número de oficinas de entidades de la Unión Europea en España ha aumentado en los últimos años hasta alcanzar aproximadamente el 20 por 100 del total, con una cuota de mercado del 7,5 por 100. En la zona euro y la UE-15 esta apertura ha sido también creciente, pero en niveles muy inferiores (8 y 9 por 100, respectivamente, en la actualidad), aunque con cuotas de mercado parecidas (4 y 9 por 100). En cuanto a las filia-

les, la evolución ha sido plana en todos los bloques, a pesar de que los niveles de apertura española por número de filiales duplican la media de la zona euro (y, sin embargo, la cuota de mercado es inferior: 3,5 por 100 en España frente a 13 por 100 en la zona euro y 11 por 100 en la UE-15).

La internacionalización de la banca española, medida por el peso del sector exterior en el activo total, aumentó claramente desde 1999 hasta 2005, punto de inflexión a partir del cual este indicador cae desde un 15,1 por 100 hasta un 14,2 por 100 en 2008. Con la crisis, sin embargo, varios bancos españoles han visto oportunidades de inversión en el exterior y de nuevo estos indicadores repuntan, reflejo de la fortaleza de nuestro sector en términos relativos.

En lo que se refiere a los activos totales de los *fondos de inversión*, representan de manera estructural un menor porcentaje del PIB en España que en la media de la zona euro (25 por 100 frente a 50 por 100). Además, con la llegada de la crisis, la pérdida de peso en España de los activos de los fondos se ha adelantado, comenzando ya en 2007, y ha sido más marcada que en la zona euro (-41,3 por 100 entre 2007 y 2008 frente a un descenso de -28,7 por 100 en la zona euro).

La composición de las carteras de los fondos de inversión muestra una mayor internacionalización en el sector español en los últimos años. La ratio activos extranjeros/activos totales alcanzó el 50,4 por 100 en 2005, creciendo a un promedio del 3,9 por 100, si bien todo apunta a que la crisis ha disminuido considerablemente este indicador del grado de apertura.

Por lo que respecta a los *fondos de pensiones*, está claro el aumento de peso de sus activos totales sobre el PIB tanto en España (4,2 por 100 anual) como en la zona euro (3,6 por 100 anual). No obstante, mientras en España su peso ronda el 8 por 100 del PIB, en la zona euro este peso supera el 10 por 100, y en la UE-15 este porcentaje es del 25 por 100 del PIB. En España, la cartera de los fondos de pensiones también se internacionalizó de manera significativa en los años previos a la crisis, alcanzándose en 2005 un 44,8 por 100 de activos extranjeros frente a los activos totales.

En el *sector seguros* ocurre algo parecido. Sus inversiones totales en porcentaje del PIB son superiores en la UE-15 y la zona euro que en España. Es notable observar cómo la tasa de penetración de los seguros ha disminuido ligeramente en España en la última década (con ligeras caídas, del -0,9 por 100, en el peso de las primas sobre el PIB), movimiento opuesto al de la zona euro. Con la integración de mercados, el número de compañías de seguros se ha reducido en todos los bloques, si bien con menor intensidad en España que

en la zona euro. De hecho, en nuestro país el número de empleados en el sector ha aumentado en la década previa a la crisis, lo que contrasta con un descenso en la zona euro y la UE-15. La productividad del trabajo en el sector de los seguros, medida por las primas por trabajador, en euros, ha aumentado considerablemente en los últimos años en España, si bien sigue siendo ligeramente inferior a la de la zona euro. Al contrario que en Europa, los gastos medios de explotación en el sector han aumentado recientemente.

Finalmente, otro de los pilares básicos del proceso de integración financiera tras la introducción del euro ha sido la armonización de las disposiciones nacionales en relación con el mercado de servicios de pago, lograda gracias a la Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior. Si la introducción del euro en 2002 supuso un paso definitivo para establecer una zona única de pagos monetarios en el mercado interior, esta norma comunitaria representa el hito fundamental para la creación de un efectivo mercado único de pagos no monetarios en la Unión Europea. Su objetivo fundamental, y el de las normas nacionales que la transponen, es garantizar que los pagos realizados en el ámbito de la Unión Europea puedan realizarse con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que los pagos nacionales internos de los estados miembros. Junto a ello, contribuye también al reforzamiento y la protección de los derechos de los usuarios de los servicios de pago y facilita la aplicación operativa de los instrumentos de la Zona Única de Pagos en Euros, SEPA (*Single Euro Payments Area*), que se ha venido desarrollando por la industria con el impulso del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales. El ámbito geográfico de SEPA supera el propio de la zona euro y comprende los 27 estados miembros, Islandia, Liechtenstein, Noruega, Suiza y Mónaco.

Actualmente, en la zona euro se procesan cada año alrededor de 50.000 millones de transacciones electrónicas de pequeña cuantía y un volumen entre dos y cuatro veces esta cantidad en operaciones en efectivo. Este ingente volumen de operaciones lo generan más de 480 millones de ciudadanos y entre 16 y 18 millones de grandes y pequeñas empresas, unas 8.000 entidades de crédito, 5,75 millones de puntos de venta y más de 293.000 cajeros automáticos.

## II. LA ARMONIZACIÓN DE LA REGULACIÓN FINANCIERA EUROPEA

Como se señalaba al comienzo, en el proceso de integración al que ha estado sujeto el sistema financiero europeo en las últimas décadas ha desempeñado un papel primordial la armonización de las legislaciones

financieras nacionales. De este modo, se ha logrado evitar arbitrajes regulatorios y distorsiones en el mercado comunitario, y crear un marco apropiado para el desarrollo de nuevos instrumentos y actividades.

Este proceso de armonización fue impulsado de manera especialmente relevante en el año 2000, mediante el llamado Plan de Acción para los Servicios Financieros, que incluía tres objetivos estratégicos: instaurar un mercado único de servicios financieros al por mayor, hacer accesibles y seguros los mercados minoristas y reforzar las normas de supervisión cautelar.

Entre los principales logros conseguidos durante los últimos años, merece la pena destacar los siguientes. En primer lugar, con la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros (Directiva 2004/39/CE, conocida como MIFID) se estableció definitivamente un marco normativo común para los servicios de inversión y los mercados financieros regulados, con el fin de alcanzar dos grandes objetivos: por un lado, proteger a los inversores y preservar la integridad del mercado, estableciendo requisitos armonizados para la actividad de los intermediarios autorizados, y por otro, fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros. En segundo lugar, durante los últimos años se ha venido profundizando en la armonización efectiva de los requisitos de capital y de las políticas prudenciales de supervisión de las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y empresas aseguradoras. En este sentido, se han establecido para las entidades europeas exigencias equivalentes en orden a asegurar la libertad de circulación y establecimiento, al tiempo que se ofrecen garantías similares a los ahorradores, así como se establecen condiciones de competencia neutrales entre entidades de una misma categoría. Al margen de estas dos áreas más sustanciales, se ha avanzado también de forma notable en otros campos. Es el caso, por ejemplo, de la regulación de las fusiones transfronterizas, o de las medidas para la prevención del blanqueo de capitales, la creación de un producto de inversión colectiva armonizado (a través de la Directiva UCIT), o la armonización del tratamiento del dinero electrónico o de los servicios de pago.

### III. ESPAÑA Y LA INTEGRACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO EUROPEO

El mencionado desarrollo del mercado interior de capitales europeo ha mostrado sus beneficios muy especialmente en la evolución del sistema financiero español. Tanto la implantación de la UEM como la creciente armonización de la regulación europea han desembocado en un intenso crecimiento de la actividad financiera. Los activos financieros han pasado de representar el 424 por 100 del PIB español en 1985 a más del 700 por 100

en la actualidad. En la práctica, la integración española ha supuesto una creciente apertura al exterior y una importante modernización de los mercados financieros nacionales en todos los subsectores: tanto banca como seguros o inversión. Durante estos años, la internacionalización del sector financiero ha influido decisivamente en el desarrollo de innovaciones operativas y comerciales, en la mejora de la eficiencia y la calidad de los productos y de la gestión, y, por ende, ha repercutido favorablemente en nuestros niveles de actividad económica.

Algunas cifras que pueden ilustrar claramente la formidable evolución tanto a nivel europeo como nacional que se ha producido durante los últimos años, son las que se detallan a continuación.

— La capitalización total (capitalización bursátil + deuda + crédito bancario) en porcentaje del PIB de la zona euro ha pasado del 252,1 por 100 en 1999 al 315,8 por 100 en 2007. En España esta evolución es mucho más marcada: desde 202,8 hasta 454,7 por 100, a un ritmo de crecimiento anual del 8 por 100, lo que evidencia la importancia y la expansión más reciente de este sector en nuestro país. Por su parte, también hay que tener en cuenta la involución de estas cifras derivada de la actual crisis financiera. De hecho, la capitalización total ha disminuido un -8,5 por 100 en España en 2008 y un -9,4 por 100 en la zona euro.

— Si nos fijamos en la evolución de los activos totales de las instituciones financieras monetarias (IFM), el panorama es ligeramente diferente: los activos crecen sin parar desde 2000 hasta 2008 en la zona euro a una tasa cercana al 4 por 100 anual, patrón que se repite amplificado en España (crecimiento superior al 6 por 100 anual). Al inicio de la crisis, en 2008, los activos totales de las IFM siguen creciendo tanto en la zona euro (4,6 por 100), como en España (11 por 100), lo que indica la fortaleza interna del sector.

— Por su parte, los mercados de capitales europeos se internacionalizaron notablemente en la última década, y el porcentaje de emisiones de renta fija internacional en relación con el total de emisiones también se incrementó de manera sostenida antes de la crisis, convergiendo España plenamente en este indicador con la zona euro. Del mismo modo, las tenencias de deuda a corto plazo cruzadas entre países de la zona euro se incrementaron significativamente a principios de la presente década, de forma que, por ejemplo, el porcentaje de inversiones en renta fija a corto plazo de la UE-15 en relación con renta fija total exterior llegó a superar el 93 por 100 en 2002 en el caso español, siendo del 64,9 por 100 en el caso de la media de la UE-15.

— El peso de los pagos transfronterizos en el sistema TARGET ha aumentado significativamente en la últi-

ma década en términos de volumen, muestra de una mayor integración en las transacciones intra-europeas. El peso de estos pagos transfronterizos es siempre inferior en España (en torno al 10 por 100 del total en valor) que en la zona euro (donde ronda el 30 por 100 en valor).

En definitiva, la fotografía general de la integración española y europea de los sistemas financieros ha sido claramente alentadora, al menos hasta la aparición de la crisis. La coyuntura actual, no obstante, evidencia que la crisis ha afectado negativamente al negocio transfronterizo europeo, conduciendo a las entidades financieras a centrarse más en sus mercados internos. Paradójicamente, se aprecia que los mercados que han sufrido más la crisis son los que se encontraban más integrados (mercados monetarios y banca mayorista). Y, simultáneamente, son estos mismos segmentos los que están logrando retornar con mayor agilidad a los niveles de integración previos a la crisis. Por el contrario, los mercados de banca minorista, deuda privada y acciones, menos integrados, se han visto, por un lado, menos afectados, mientras que, por otro, su recuperación es también más lenta.

#### **IV. REFORMAS DE LA LA UNIÓN EUROPEA PARA FORTALECER EL SECTOR FINANCIERO**

La crisis financiera ha puesto a prueba al sistema financiero en la Unión Europea. La respuesta de la Unión ha venido a través de la reforma estructural de los ejes medulares de la regulación y la supervisión financieras comunes como forma de lograr la estabilidad en el largo plazo. Corregir las deficiencias en la regulación del sector financiero y fortalecer la integración de la supervisión del sector en Europa constituyen ahora las dos líneas principales de trabajo.

En el contexto de la revisión de la arquitectura europea de supervisión, el logro reciente más significativo es, sin duda, la creación de un sistema de supervisión europeo, inspirado, en sus elementos fundamentales, en las propuestas del grupo de expertos dirigido por Jacques de Larosière, que identificó los problemas planteados por la reciente crisis y propuso las medidas necesarias para solventarlos.

El nuevo marco supervisor europeo se basará en una estructura con dos pilares separados, que deberán colaborar estrechamente para alcanzar la deseada estabilidad financiera. Por un lado, el pilar macroprudencial, desde el cual el Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos se encargará de evaluar las potenciales amenazas a la estabilidad financiera nacidas en el sistema financiero global o en el ciclo económico. Desde la otra orilla, el pilar microprudencial estará formado por tres autoridades supervisoras (para la banca, los seguros y los

valores). Simultáneamente, las autoridades nacionales continuarán llevando a cabo la supervisión ordinaria de las instituciones. De esta forma, la supervisión microprudencial se llevará a cabo a varios niveles. Para garantizar una aplicación consistente de las normas europeas, ayudando a mejorar la calidad y homogeneidad en la aplicación del marco regulatorio, esencial para crear igualdad de condiciones y fomentar así la competencia y competitividad, las tres nuevas autoridades supervisoras emitirán normas técnicas y directrices en relación con las prácticas supervisoras, identificando las mejoras de éstas.

La segunda línea de trabajo es la relativa a la reforma profunda de la normativa prudencial y de solvencia. A estos efectos, el nuevo marco regulatorio que ha de surgir de manera definitiva tras la presente crisis supera incluso las fronteras de la Unión Europea, y exige la máxima colaboración con los socios internacionales. Para ello, se participa activamente en el G20, en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en el recién creado Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y en otros foros internacionales, con el fin de mejorar la supervisión financiera global y la gestión de crisis.

Efectivamente, siguiendo las recomendaciones del Comité de Basilea y del FSB, son diversas las medidas adoptadas con el objetivo de corregir algunos de los fallos que la actual crisis ha puesto de manifiesto. Un ejemplo de ello son las normas de Basilea III sobre requerimientos de capital y liquidez, y la adopción de medidas respecto a las políticas de remuneración de los directivos de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión para garantizar que éstas son compatibles con una gestión eficiente del riesgo.

Asimismo, la Unión Europea ya está implementando otras reformas con objetivos diversos: aumentar la protección de los depositantes, garantizar la eficiencia y fiabilidad de las calificaciones crediticias, mejorar la gestión de riesgos en las entidades y reforzar la solidez y la supervisión de las mismas, reforzar la regulación y supervisión de los fondos de inversión alternativos (*hedges funds*) o mejorar la seguridad y transparencia de las infraestructuras de mercado (derivados OTC, cámaras de compensación, etc.). Asimismo, de cara a posibles turbulencias futuras, otro progreso fundamental que se está produciendo a escala europea es el diseño de un sistema conjunto de gestión de crisis que dotará a los estados miembros de un catálogo de herramientas armonizadas para hacer frente a posibles problemas en las instituciones o mercados que conforman sus sistemas financieros.

En el actual contexto de reforma y perfeccionamiento de la integración de las regulaciones financieras, España ocupa un lugar preponderante. La resistencia

inicial del sector bancario español frente a las turbulencias de los últimos años ha sido resaltada en numerosos foros internacionales. La combinación de una regulación y una supervisión prudencial de calidad, junto a modelos de negocio responsables y eficientes, han desincentivado en España el desarrollo de estructuras financieras excesivamente complejas u opacas. No obstante, la persistencia y hondura de la crisis no ha pasado de largo por las entidades españolas en la medida en que ésta ha supuesto un drástico endurecimiento del acceso a la financiación de mercado y a la liquidez, a lo que se ha ido uniendo, a medida que la crisis se prolongaba en el tiempo, un deterioro de activos, especialmente de aquellos relacionados con la exposición al sector de promoción inmobiliaria.

Con carácter general, las entidades españolas han reaccionado a este entorno de dificultad conteniendo los costes operativos, intensificando la captación de depósitos e intentando reforzar los recursos propios de máxima calidad. De este modo, las entidades de crédito españolas han comenzado a ajustarse a los retos que se avecinan con la reforma del sistema financiero internacional ya mencionada, que, de un modo u otro, requerirá más y mejor capital de las instituciones financieras.

Por todo lo anterior, se ha implantado en nuestro país una amplia estrategia que está permitiendo acometer la reforma del sistema financiero español, con el objetivo de mantener la confianza y de incrementar su fortaleza y solvencia. Este proceso de reestructuración tiene como principales hitos la puesta en marcha del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito), la adopción de normativa de reforma del sector de las cajas de ahorros, en el que se habían concentrado las dificultades (Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros), y la realización de ejercicios de resistencia (estrés tests) coordinados con el resto de Europa para evaluar la solvencia del sistema. El objetivo de estas medidas es dar transparencia sobre la situación exacta del sector y, a la vez, garantizar que existen los instrumentos necesarios para fortalecer la solidez financiera y de gestión, de forma que se facilite el flujo de crédito hacia la economía productiva.

Por un lado, con el diseño de una herramienta específica de intervención pública para el respaldo de la gestión y la solvencia de las entidades en dificultades y, por otro, mediante la reforma del marco jurídico de las cajas de ahorros en dos ámbitos fundamentales: su capitalización, facilitando el acceso a recursos de máxima categoría en iguales condiciones que otras entidades de crédito, y la profesionalización de su gobierno corporativo.

Asimismo, la transparencia se garantiza a través del ejercicio de resistencia al que se sometió en julio a nuestro sistema financiero, y cuya conclusión es que se ha mostrado como un sistema sólido, con entidades robustas y solventes, capaz de soportar situaciones adversas.

Finalmente, antes de concluir, quisiera subrayar el amplísimo consenso existente respecto a que la creciente y globalizada actividad financiera de los últimos treinta años ha generado un ingente beneficio económico. El aumento de la liquidez y la facultad de las empresas para financiar su actividad a precios asequibles han producido resultados muy positivos en términos de crecimiento y bienestar, dadas las estrechas interrelaciones existentes entre la economía financiera y la economía real. La clave para lograr que estos indudables beneficios se mantengan de manera sostenida, sorteando la inherente inestabilidad del sistema financiero, no es otra que conseguir, a escala europea, la definitiva implantación de un mercado común de servicios financieros. Un mercado transparente, íntegro, profundo y en el que esté asegurada la libre prestación transnacional de cualquier servicio en igualdad de condiciones, y bajo unas reglas supervisoras y regulatorias comunes fundamentadas en las mejores prácticas. Una supervisión que no fomente la prociclicidad ni la asunción de riesgos excesivos y sí la competencia, la competitividad y la reducción de cargas administrativas. Adicionalmente, la actual crisis ha puesto de manifiesto que el financiero es ya un sistema completamente global y que, por ello, se ha de lograr un esquema regulatorio y supervisor consistente, también a escala mundial. En esta hercúlea tarea se hallan de lleno el G20, la Unión Europea y, por tanto, también nuestro país, en lo que habrá de constituir uno de los mejores patrones de gobierno global. A mi juicio, este nuevo paradigma de máxima integración financiera constituye un legado valioso que la reciente y severísima crisis está confiando a la presente generación de autoridades financieras.

# Hacia un nuevo sistema financiero

José Viñals

En este artículo se contempla un nuevo sistema financiero surgido tras la crisis, así como las prioridades políticas para conseguirlo, tanto a corto como a medio plazo. Mirando lo que ha ido mal, considero que todavía hay una serie de retos que afectan al sistema financiero a punto de comenzar el cuarto año de crisis, y establezco las áreas donde se necesita, a mi juicio una acción política definida y concertada.

## I. DE LA GRAN MODERACIÓN A LA GRAN CRISIS: ¿QUÉ SE HIZO MAL?

Antes de la crisis algunos economistas hablaban de nuevos paradigmas. Muchos pensaban que estábamos en una nueva era: la era de «la gran moderación». Desafortunadamente, ahí no había un nuevo paradigma, y la «nueva era» estuvo limitada en el tiempo. Fue seguida, como en otros muchos casos ha sucedido, por un abrupto cambio de signo: «la gran crisis financiera». La crisis ha sido grande; de hecho, 30 millones de trabajos perdidos y una respuesta a la crisis que ha conducido a un incremento de la deuda de 35 puntos porcentuales del PIB en las economías avanzadas (y se prevé que llegará a un 110 por 100 en 2014).

Antes de la crisis, las condiciones macroeconómicas eran muy acomodaticias (gráfico 1). Los bajos tipos de interés y los años de constante crecimiento económico dieron lugar a una gran liquidez en el sistema, que buscaba rendimiento de diversos y cambiantes modos que, en gran medida, infravaloraron los riesgos. Al mismo tiempo, la supervisión financiera no estuvo a la par con la innovación financiera, haciendo que el marco normativo y de supervisión no fuese adecuado en comparación con la evolución que había experimentado el sistema financiero. Los supervisores no tuvieron, en la mayor parte de los casos, ni la habilidad ni el deseo de intervenir decididamente para cuestionar y, por ende, limitar los riesgos que se estaban generando en el sistema financiero. Además, la falta de herramientas de

resolución reforzó el sentimiento de invencibilidad en muchas instituciones financieras.

Como consecuencia, surgió un sistema financiero bastante más complejo y opaco, con inversores sistémicos y no sistémicos que concentraban el riesgo mediante elevados niveles de apalancamiento, a menudo para ser financiados en horizontes temporales breves. Sus interconexiones dentro del sistema financiero significaban que ellos se habían convertido de hecho en «demasiado importantes para caer», lo cual les reforzaba más aún para asumir riesgos mayores. Tomadas todas estas circunstancias al mismo tiempo, se crean las condiciones para una tormenta perfecta.

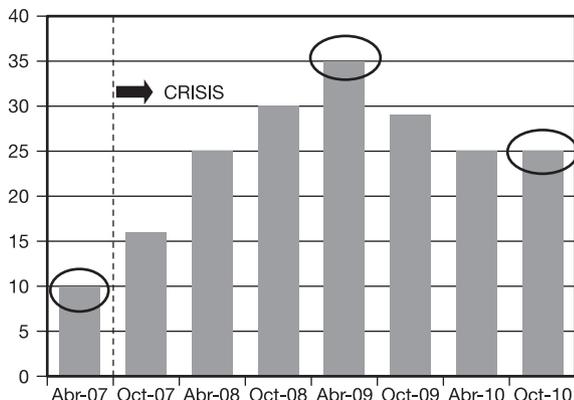
La crisis que le siguió ha sido de proporciones históricas. Un indicador de estabilidad financiera, basado en indicadores del mercado y de política, muestra que el riesgo total dobló su nivel respecto al que tenía antes

GRÁFICO 1  
¿QUÉ HA FALLADO?



de la crisis, en octubre de 2007, hasta su punto máximo en abril de 2009 (gráfico 2).

GRÁFICO 2  
INDICADOR DE RIESGO PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA



Fuente: IMF Global Financial Stability Report, «Riesgos de la macroeconomía, mercados emergentes, crédito, mercados y liquidez».

## II. CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES: ¿DÓNDE ESTAMOS?

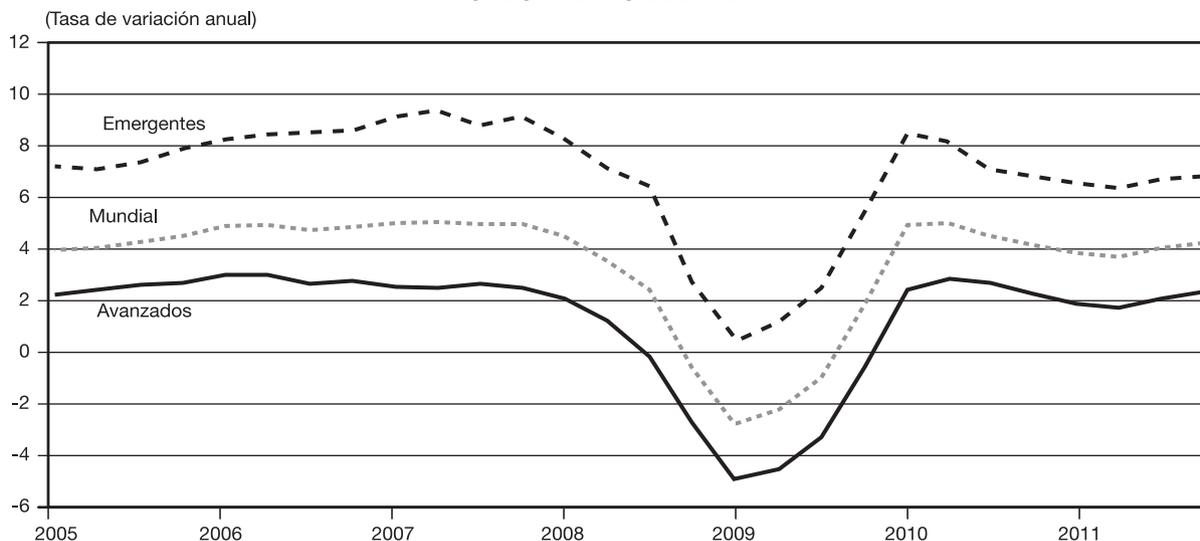
Desde este punto máximo de la crisis, el indicador se ha reducido un poco. En los años que han pasado desde el comienzo de la crisis financiera global se han hecho bastantes progresos para estabilizar el sistema, para reparar los balances y para reforzar los escenarios políticos.

Pero el panorama sigue sujeto a considerables riesgos latentes ligados a las fragilidades del sistema financiero y a unos resultados de las cuentas públicas poco robustos. La confianza no ha sido todavía totalmente restablecida. Como consecuencia de ello, los mercados financieros siguen siendo sensibles a cualquier sorpresa negativa y pueden, por ello, retornar rápidamente al patrón de crisis. Ello explica por qué el indicador de riesgo permanece relativamente alto.

Las tensiones sobre la deuda pública de ciertos países europeos han dejado claro recientemente que cualquier declaración de victoria había sido prematura. El sistema financiero mundial continúa siendo frágil, y los gestores de la política tienen todavía un largo camino por recorrer hasta poder decir con rotundidad que se ha logrado el objetivo. Por consiguiente, el sistema financiero continúa siendo el *talón de Aquiles* de la recuperación económica mundial, y todavía queda mucho por hacer.

Lo más probable es que se produzca una mejora gradual de la estabilidad financiera si continúa la recuperación económica y si se aplican con energía las pretendidas políticas para reforzar el sistema financiero (gráfico 3). Ello podría mejorar los resultados de las economías nacionales y las de los bancos. De hecho, los sistemas bancarios de Estados Unidos y de Europa han reforzado sus ratios de capital en más de un 10 por 100 de media. Por último, las medidas de fuerza tomadas recientemente por los políticos europeos han reducido los riesgos de contagio y las tensiones de financiación.

GRÁFICO 3  
CRECIMIENTO DEL PIB



Fuente: IMF World Economic Outlook.

Así que, ¿dónde radica entonces la falta de confianza que empaña este panorama? (gráfico 4).

Una *primera* causa de preocupación es que el proceso de saneamiento del sistema financiero no se ha terminado todavía. Los sistemas financieros de muchos países, y particularmente de la eurozona, son todavía vulnerables a las tormentas financieras que podrían amenazar la recuperación económica y debilitar los presupuestos de los gobiernos. Los bancos en Europa son especialmente susceptibles debido a su excesiva confianza en la financiación a gran escala. Por ejemplo, 4.000 millones de dólares americanos en deuda bancaria vencerán en los próximos veinticuatro meses, de los cuales alrededor del 44 por 100 corresponden a bancos de la zona euro. Ello exacerba las debilidades provenientes del legado de activos tóxicos y de modelos empresariales poco sólidos. De hecho, la financiación continúa siendo un reto difícil para un cierto número de bancos europeos. Los Estados Unidos tienen sus propios problemas, como el balance financiero del sector hogares, y los mercados inmobiliarios continúan ocultando la calidad de los préstamos del sector bancario.

La *segunda* vulnerabilidad es que el elevado riesgo soberano de los altos niveles de deuda pública aumenta las fragilidades del sector financiero. De hecho, se espera que los países avanzados vuelvan a las ratios de deuda pública sobre PIB que tenían al finalizar la II Guerra Mundial (gráficos 5 y 6). Los peligros que acechan a la estabilidad financiera están relacionados con el recurso de los sistemas financieros nacionales a la deuda soberana, y con el limitado margen de maniobra que se

deja al apoyo presupuestario para la recuperación económica y la estabilidad financiera. Valientemente, los gobiernos han empezado a desarrollar, y en algunos casos a aplicar, planes de consolidación fiscal a medio plazo. Sin embargo, se espera que la deuda pública permanezca a niveles nunca vistos durante muchos años y que los países estén muy expuestos a *shocks* adversos sobre su crecimiento. Estas preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda a medio plazo se pueden traducir rápidamente en dificultades de financiación de los valores públicos a corto plazo y en un incremento dramático de los costes de financiación, especialmente porque los gobiernos de muchas economías avanzadas tienen considerables necesidades de refinar los grandes déficits. La reciente experiencia en Europa muestra el peligro de que, si no se toman en cuenta estas debilidades tanto en los valores públicos como en las cuentas financieras, se puedan fácilmente realimentar presiones de desapalancamiento y llevar el crédito a su mínimo, minando con ello la recuperación económica.

La *tercera* vulnerabilidad financiera proviene de los grandes flujos de inversiones de cartera hacia mercados emergentes. Las perspectivas de un fuerte crecimiento y los fundamentos de muchos mercados emergentes en Asia y Latinoamérica en particular, en comparación con los muy bajos tipos de interés prevalecientes en las economías avanzadas, les han hecho un destino atractivo para los flujos de capital internacionales. Sin embargo, tales flujos pueden generar riesgos macro-financieros en estas economías; por ejemplo, en forma de exceso de crecimiento del crédito y en burbujas de precios de los activos que podrían amenazar la estabilidad financiera.

GRÁFICO 4  
PERSISTEN RIESGOS CONSIDERABLES

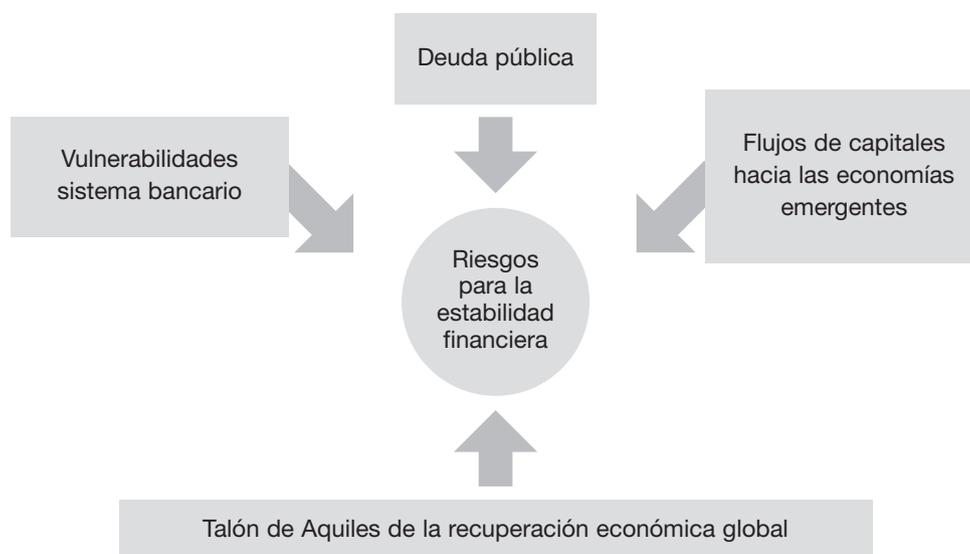
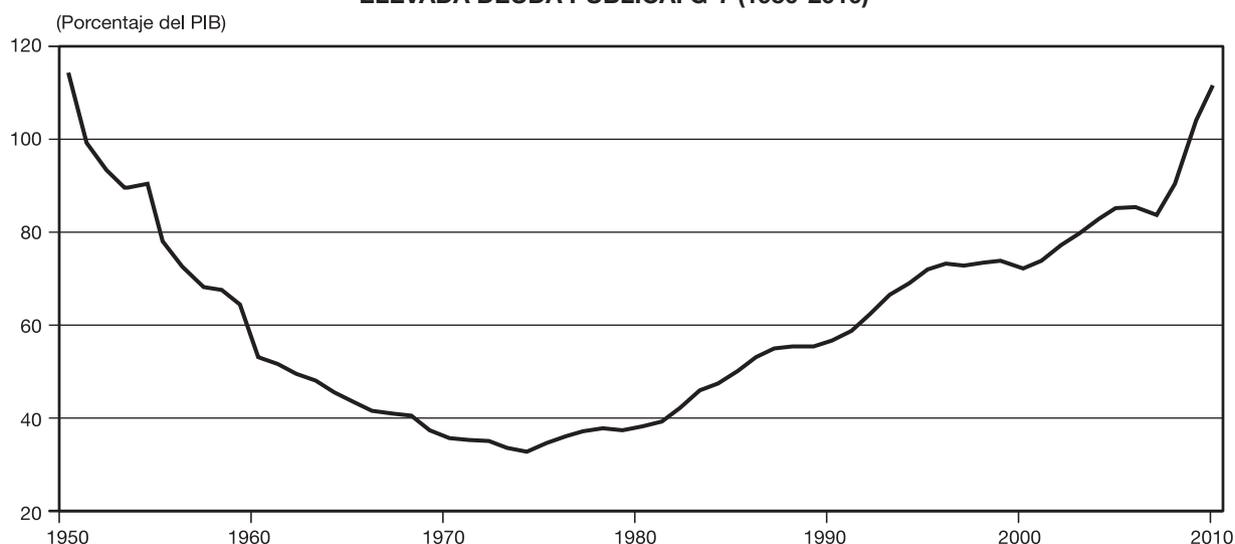


GRÁFICO 5  
ELEVADA DEUDA PÚBLICA: G-7 (1950-2010)



Fuente: IMF World Economic Outlook.

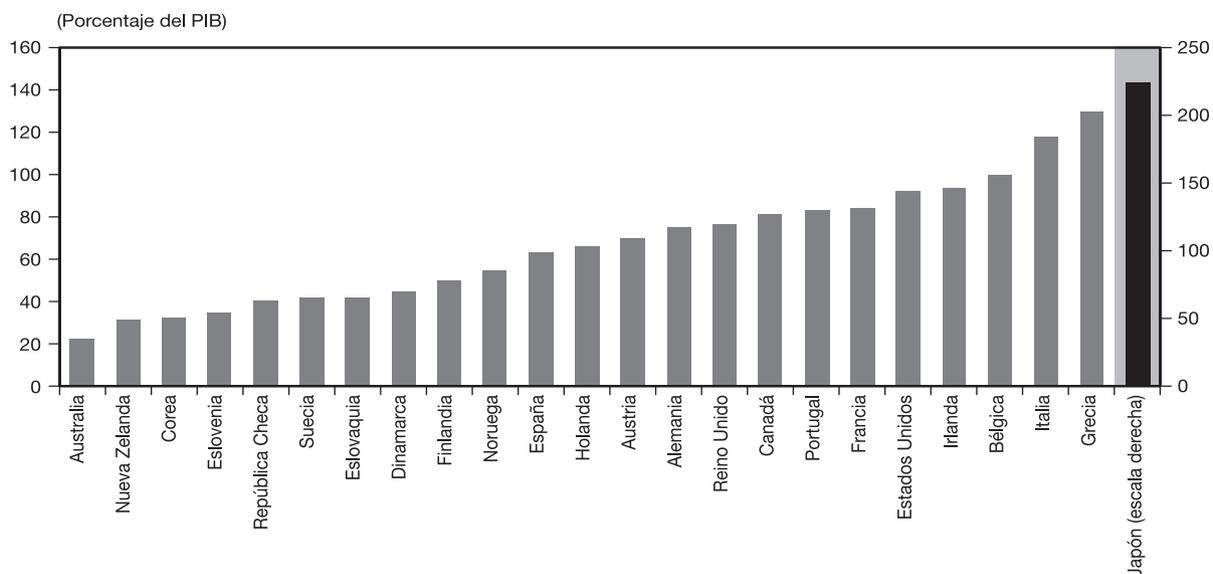
Al mismo tiempo, estos países son vulnerables a potenciales futuras reversiones en los flujos de capital, especialmente si mejoran las condiciones de los países avanzados. Tal retorno podría tener grandes efectos. Por ejemplo, un cambio de un 1 por 100 en la renta variable y en los títulos de deuda que tienen los mayores inversores institucionales del mundo se traduciría en unos flujos adicionales de cartera de casi 500.000 millones de dólares. Esta cantidad supera a todos los flujos

de cartera de todos los mercados emergentes en el momento álgido de 2007.

### III. POLÍTICAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Para restaurar completamente la confianza y mantenerse firmes en una senda conducente hacia la cons-

GRÁFICO 6  
ELEVADA DEUDA PÚBLICA: PAÍSES SELECCIONADOS



Fuente: IMF World Economic Outlook.

trucción de un sistema financiero resistente, los gestores de política económica deberían actuar a corto plazo en los siguientes frentes (gráfico7):

— Los balances de los valores públicos deben ser reforzados mediante estrategias ambiciosas, y al mismo tiempo creíbles, de consolidación fiscal a medio plazo. Poner en funcionamiento estos mecanismos es esencial, particularmente en países sujetos a presiones del mercado. Ello debería hacerse tomando en cuenta las circunstancias específicas y debería acompañarse, cuando fuese necesario, de las reformas de ajuste estructural necesarias. Los pasivos contingentes deben ser gestionados y reducidos en el medio plazo, asegurando que las grandes empresas públicas o privadas no se beneficien del contribuyente.

— Se deben abordar los problemas heredados en el sistema financiero. Los bancos europeos deberían amortizar los choques de capital para reducir el *stress* financiero y protegerse de riesgos inconvenientes. Además, en algunos países, tanto dentro como fuera de Europa, las instituciones financieras más débiles todavía necesitan ser reestructuradas o adaptadas para asegurar la viabilidad del sector financiero resultante. Dos ejemplos actuales son las acciones que se están llevando a cabo en España para reducir el número de cajas y la necesidad de hacer lo mismo en Alemania con los *Landesbanken*.

— Ante este panorama de riesgos, los bancos centrales y los gobiernos deberían hacer que sus estrategias de salida en política monetaria y financiera coinci-

dan con el adecuado progreso en el ámbito de la estabilidad, pero también deberían tener en cuenta completamente los efectos colaterales adversos de la facilidad monetaria. Cuanto más rápido se establezca el sistema financiero, menos vulnerables serán estas medidas de apoyo público.

— Muchos gestores de la política en los mercados emergentes tienen que enfrentarse a los retos macrofinancieros provenientes de la potencial volatilidad de los flujos de entrada de capital. El uso dirigido de herramientas prudenciales puede reducir las presiones en los mercados de crédito, en combinación con el uso flexible de políticas macroeconómicas y de un ajuste de los tipos de cambio. Pero las medidas también deberían centrarse en continuar el desarrollo de los mercados financieros locales y en reforzar los marcos normativos y de supervisión. Es necesario aumentar la capacidad de los sistemas financieros locales para absorber e intermediar estructuralmente de manera segura y eficiente los mayores flujos de capital.

#### IV. HACIA UN NUEVO SISTEMA FINANCIERO

A medio plazo, necesitamos un sistema financiero resistente que apoye un crecimiento fuerte y sostenido (gráfico 8). Debería satisfacer las necesidades de los usuarios del sistema financiero, tales como las economías domésticas y las empresas. Este sistema debería estar compuesto de instituciones y mercados competitivos, mejor gobernados y más transparentes. Y deberían existir más amortiguadores del capital y de la li-

GRÁFICO 7  
MEDIDAS PARA ASENTAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA



GRÁFICO 8  
**HACIA UN NUEVO SISTEMA FINANCIERO**

- Más seguro.
- Capaz de financiar un crecimiento elevado y sostenido.

Más cercano a las necesidades de empresas y familias.

Competencia, transparencia y buen gobierno.

Bien regulado y supervisado.

Sin riesgo moral ni costes para el contribuyente.

quidez, que fueran de mejor calidad y globalmente consistentes. Si hiciese falta, se podrían establecer mecanismos de resolución para las instituciones con problemas que, en tiempo y modo, no impliquen recurrir al contribuyente. Y para entender mejor la distribución de riesgos en el sistema hace falta una mejor supervisión del sector financiero no bancario.

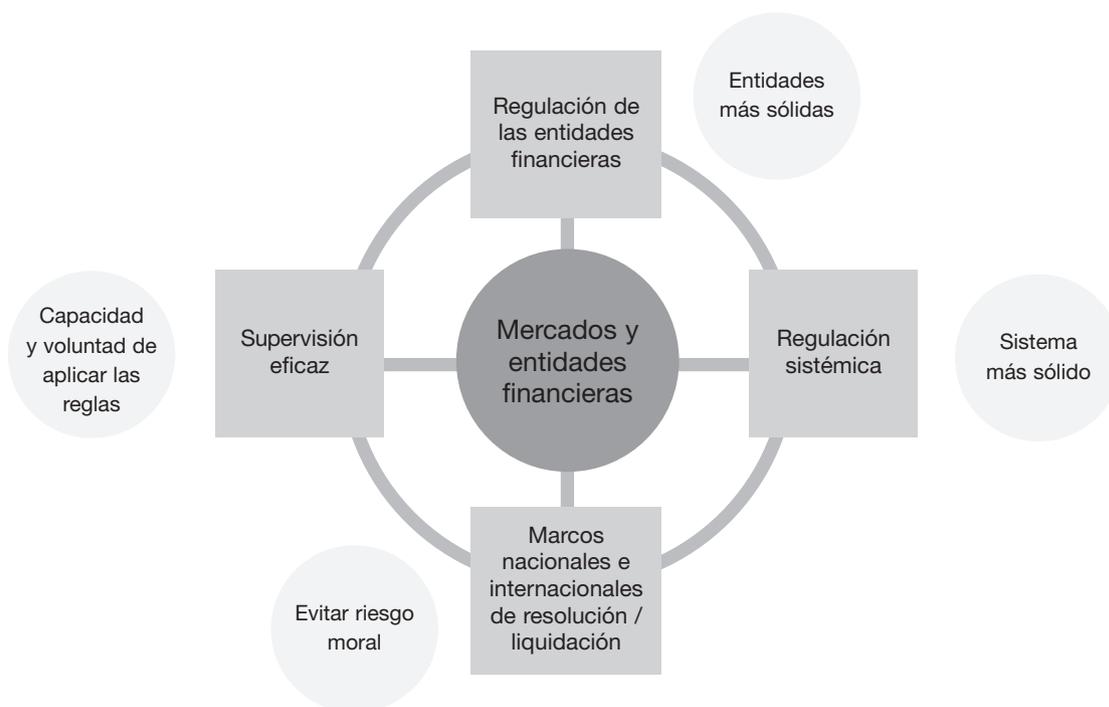
Para conseguirlo, es necesario progresar en dos frentes (gráfico 9).

Primero, deben mejorarse las regulaciones concernientes a las instituciones financieras a escala individual (micro-prudenciales). Más aún, deberían ser globalmente coordinadas para asegurar un cierto mecanismo de juego. Se necesita tanto cosechar los beneficios de las finanzas globales como minimizar el ámbito del arbitraje normativo entre sectores y entre países. Basilea III es un paso importante en esta dirección que pretende mejorar sustancialmente la flexibilidad de los bancos, dotándoles de mayores mecanismos amortiguadores de capital y de liquidez.

Segundo, la supervisión financiera debe ser más eficaz. El sistema financiero mundial no sólo necesita mejores reglas, sino también que sean aplicadas de manera más eficaz. La capacidad y el deseo de los supervisores tienen que ser reforzados si se quiere prevenir un nuevo ciclo de apalancamiento y de toma excesiva de riesgos. Por ello, la supervisión ha de ser más intensiva, así como estar más focalizada a las exposiciones entre países.

Tercero, debe introducirse un marco para ayudar a las instituciones financieras en apuros a escala nacional, y debe ser operativo con instituciones financieras

GRÁFICO 9  
**REFORMAS FINANCIERAS**



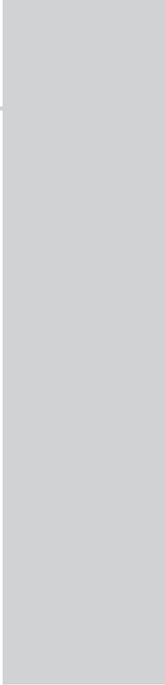
de otros países. A escala de país, es especialmente importante tener políticas efectivas y procedimientos para acudir en ayuda de las instituciones financieras de una manera rápida y adecuada. Dado el alcance global de las instituciones financieras, se necesita también una mejora del marco de coordinación de respuestas para eliminar el riesgo moral al tiempo que se preserva la estabilidad financiera.

Cuarto, se necesita un amplio marco normativo que tenga en cuenta los riesgos del sistema financiero en su conjunto (macro-prudencial). El éxito en conseguir la estabilidad financiera dependerá fundamentalmente de complementar las regulaciones micro-prudenciales, que pretenden mejorar la resistencia de las instituciones individuales, con regulaciones macro-prudenciales eficaces que refuercen la resistencia del sistema financiero en su conjunto. Ello requerirá identificar, monitorizar y abordar los riesgos sistémicos generados por el comportamiento individual y colectivo de las empresas financieras. Esto implica la necesidad de ampliar el períme-

tro regulatorio y que las reformas deben corregir las exposiciones emergentes y los riesgos de todo el sistema financiero, no sólo de los bancos. Si se omite esta perspectiva más amplia, existe el riesgo de que las actividades y los productos emigren a segmentos no regulados o menos regulados del sistema, como ha ocurrido durante la reciente crisis con ciertos elementos no reflejados en los balances.

Para concluir, en el cuarto año de la crisis, el sistema financiero sigue siendo el talón de Aquiles de la recuperación económica mundial. Por ello, debemos continuar reparando y reformando el sistema financiero para hacer que surja uno nuevo más seguro. Se necesita una actuación decidida de los gestores de política económica nacionales y una colaboración a escala global para conseguir este objetivo. Ahora es el momento de llevarlo a cabo para evitar tener que enfrentar crisis futuras como la que todavía estamos sufriendo, y que tan costosa está siendo en términos económicos y sociales.





# **LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS**



# La Banca Española

Miguel Martín Fernández (\*)

## I. REFLEXIONES PREVIAS

La crisis financiera iniciada en agosto de 2007 continúa sin estar resuelta tres años después. En el plano de la economía real, sus efectos, o los efectos derivados de las medidas adoptadas para combatirla, siguen estando presentes en forma de fragilidad económica, incertidumbre y desempleo. En el plano financiero, el debate continúa abierto sobre los puntos esenciales que deben configurar el sistema financiero del futuro: su propia estructura, su regulación y supervisión, y la manera de prevenir, gestionar y resolver nuevas crisis sistémicas.

Hablar de banca ahora es hablar de un concepto en profunda evolución y revisión. Y no sólo ahora. De hecho, el sector financiero ha sido uno de los más innovadores y dinámicos en los últimos veinte o treinta años. Ha sido precisamente esa intensa innovación la que, como veremos, incubó la crisis financiera de 2007.

Hablar de banca española, por otra parte, en contraposición a cajas de ahorros y cooperativas de crédito, me parece un enfoque ya superado. Por un lado, la separación entre bancos, cajas y cooperativas siempre me pareció artificial. La forma jurídica con la que se desarrolla idéntica actividad no debería ser definitoria. La forma jurídica es, simplemente, un medio para conseguir un objetivo o finalidad de la manera más eficaz y eficiente. Esto es particularmente cierto hoy, cuando el Real Decreto-Ley 11/2010 da amplia libertad a las cajas de ahorros para elegir la forma jurídica que deseen para desarrollar su actividad financiera y filantrópica específica.

Por otro lado, y aunque la crisis financiera ha supuesto un claro retroceso en este aspecto, el sistema financiero español es sólo una parte del sistema financiero europeo. Desde 1999 este hecho no es sólo una realidad, sino que ha sido el factor básico que explica la evolución del sistema bancario español. En un país caracterizado por una permanente necesidad de financiación

exterior, la integración y la unicidad del sistema financiero europeo son esenciales.

## II. PUNTUALIZACIONES NECESARIAS

Transcurridos tres años desde el inicio de la crisis financiera internacional y dos desde el subsiguiente colapso de la economía real global, aún resulta necesario diferenciar esos acontecimientos de sus homólogos españoles: recesión económica y crisis de algunas entidades de crédito.

La crisis financiera internacional fue la crisis de una forma de hacer banca por completo ajena al modelo español. La crisis financiera internacional poco tiene que ver con la crisis de algunas de nuestras entidades de crédito, y por eso es profundamente erróneo equipararlas en su diagnóstico y en su tratamiento.

Por su parte, la recesión económica global de 2008-2009 fue, sin duda, resultado del colapso de los mercados financieros a raíz del hundimiento de Lehman Brothers. La recesión económica española no la provocó el sistema financiero español sino, por una parte, la insostenibilidad de los desequilibrios generados durante la fase alcista del ciclo y, por otra, el inevitable impacto tanto de la recesión global como del cierre de los mercados financieros internacionales.

La crisis de algunas entidades de crédito españolas son resultado, ante todo, de estrategias expansivas irresponsables y de una mala gestión del riesgo de crédito, agravadas, posteriormente, por la recesión económica y la falta de financiación exterior. Se produjo, es cierto, con bastante extensión, un comportamiento colectivo tipo rebaño que llevó al conjunto del sistema a un incremento del crédito exorbitante, a la concentración de éste en el sector inmobiliario y a una cuña creciente entre crédito y depósitos. Pero el modelo de hacer banca no está en cuestión, sino su deficiente puesta en práctica

por un conjunto de entidades individuales en un marco de política monetaria laxa.

El resto del artículo se estructura como sigue: los apartados III, IV, V y VI, se dedican a analizar la crisis financiera internacional y el papel fundamental jugado en ésta por la innovación financiera, el modelo de crédito estructurado y titulizado. El apartado VII trata de explicar el caso de España, la crisis económica española y el papel jugado en ella por el sistema bancario. Finalmente, se hace una pequeña recapitulación del conjunto en el apartado VIII.

### III. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: LA INNOVACIÓN Y EL SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA

---

En la presentación de la cuenta de resultados de los bancos españoles de 2007 tuve oportunidad de señalar que, en mi opinión, la que entonces seguía llamándose «turbulencia financiera» era nada más que una crisis bancaria tradicional causada, de nuevo, por un exceso de apalancamiento y un descuadre excesivo en los plazos de activos y pasivos. Lo que no era tradicional era que esos fenómenos se materializaban en un sistema bancario en la sombra, no regulado ni supervisado, que ocurría fuera de los balances oficiales de los bancos. Fenómeno que, por supuesto, no se producía en España.

En la actualidad, existe un amplio consenso en aceptar el diagnóstico del Financial Stability Forum (FSF) (1), para el que la crisis «fue la culminación de un proceso de excepcional crecimiento del crédito y de apalancamiento en el sistema financiero». Dicho proceso se vio impulsado, según el FSF, por dos factores: primero, un largo periodo de tipos de interés reales bajos y abundante liquidez; segundo, una ola de innovación financiera que permitió multiplicar la capacidad del sistema para generar crédito y apalancarse. Y, al hacerlo, sobrepasó igualmente, tanto su capacidad para gestionar los riesgos inherentes como la capacidad de supervisión de las autoridades.

El Informe Turner (2) coincide en el diagnóstico, y señala con claridad que los bajos tipos de interés fueron resultado, a su vez, de los crecientes desequilibrios globales entre los países con superávit de cuenta corriente (China, Japón y exportadores de petróleo) y los países con déficit (EE.UU., Reino Unido, Irlanda y España). Esos bajos tipos de interés generaron una búsqueda ansiosa de mayor rentabilidad, que la intensa innovación financiera de los últimos quince años trató de satisfacer.

Según Turner, esa innovación financiera se desarrolló sobre dos grandes ejes. Por una parte, sobre «la

generación, empaquetado, negociación y distribución de instrumentos de crédito titulizado». Por otra, sobre la expansión de los productos derivados, especialmente de los negociados bilateralmente en mercados *over the counter* (OTC), y en particular de los derivados de crédito (CDS).

Ambos ejes de innovación se reforzaban mutuamente, puesto que los derivados de crédito facilitaban no sólo la cobertura, la negociación y la liquidez del riesgo de crédito, sino incluso su propia generación sintética ad hoc y, por tanto, el diseño de instrumentos estructurados de crédito cada vez más complejos (CDO, CDO<sup>2</sup>, etcétera).

### IV. EL MODELO DE CRÉDITO ESTRUCTURADO Y TITULIZADO

---

En esencia, la titulización del crédito se caracteriza por tres elementos:

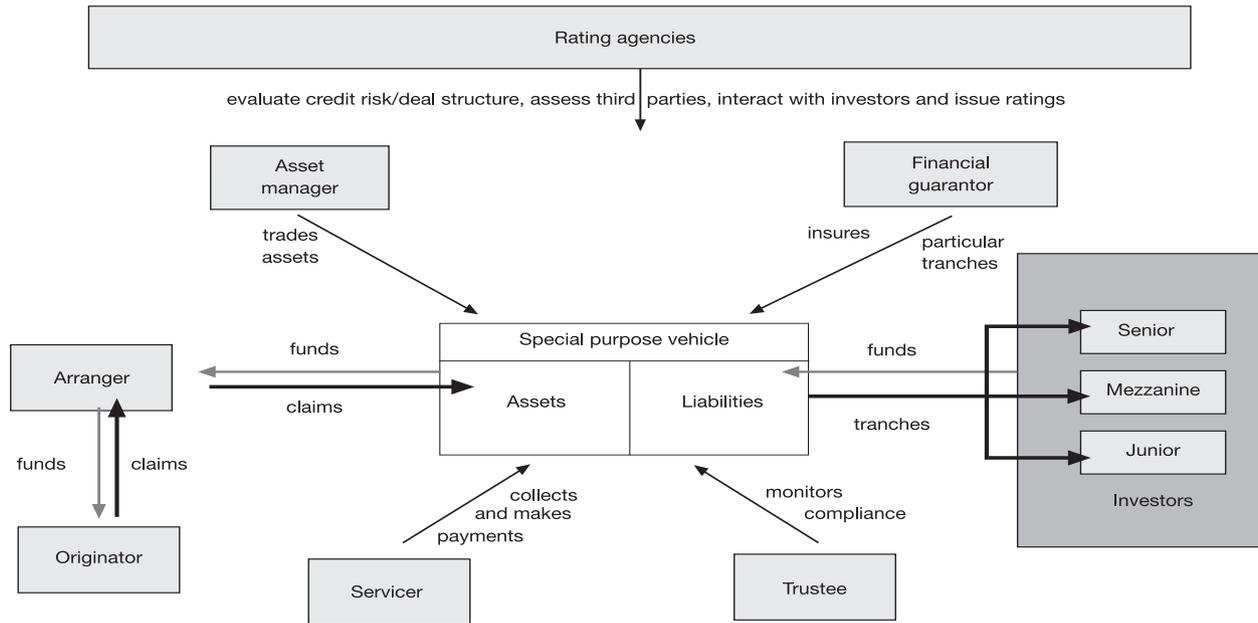
- 1) La formación de un conjunto de activos crediticios reales o creados artificialmente (*pooling*).
- 2) La separación del riesgo de crédito de dicho conjunto de activos del riesgo específico de la entidad que los ha originado (*de-linking*).
- 3) La segmentación por niveles de riesgo de los títulos que representan y financian el conjunto de activos crediticios (*tranching*).

La ingeniería financiera es especialmente intensa en el tercer elemento. Se trata de acomodarse a las preferencias de los distintos inversores, pero, en particular de los más adversos al riesgo. Para ello hay que agregar las garantías adicionales precisas, bien mediante su seguro o bien con CDS. Finalmente, se produce la magia de generar títulos cuyo *rating* es muy superior a la calidad media de los activos subyacentes. Para certificar dicha magia, la colaboración de las agencias de *rating* es esencial. Como señala Ronald W. Anderson (3), la titulización ha sido siempre un negocio basado en la existencia de esos *ratings*, sin los cuales los inversores finales hubieran tenido dificultades para aceptar activos tan complejos en sus carteras.

Combinar e integrar los tres elementos descritos no es nada fácil, y exige la participación de agentes especializados en cada fase que actúen coordinadamente. El conjunto, es decir, el mercado de crédito estructurado y titulizado, es de una gran complejidad, como lo atestigua la descripción gráfica que el BIS hace del mismo (gráfico 1).

GRÁFICO 1

**MERCADOS DE TITULIZACIÓN: PARTICIPANTES CLAVE**  
**Stylised overview of the «players» involved in securitisations and of their respective roles**



Fuente: BIS Quarterly Report, septiembre 2009.

El mercado de crédito titulado está diseñado para realizar las mismas funciones que el sistema bancario, y para hacerlo, presumiblemente, con mayor eficiencia y menor coste que éste. La titulización es, simplemente, una forma de desintermediación bancaria. Como explica Turner, un banco no es, en realidad, más que un conjunto de activos diversos financiado a través de diversos instrumentos financieros de pasivo que segmentan su riesgo para adecuarse a las preferencias de los ahorradores: acciones, deuda de diversa calificación y vencimiento, y depósitos.

En su labor de intermediación, los bancos incurren en los dos grandes riesgos bancarios: apalancamiento y descuadre de vencimientos. Correr estos riesgos constituye, por un lado, su forma de crear valor para la sociedad, contribuyendo a la financiación de la economía real, y por otro lado, su gran debilidad, dada la inestabilidad inherente de la propia actividad. Por eso deben estar sujetos a regulación y supervisión. Pero este sometimiento a regulación y supervisión tiene un alto coste, y genera los incentivos para realizar las funciones bancarias de manera alternativa, como a través de la titulización del crédito.

**V. EL SISTEMA BANCARIO EN LA SOMBRA (SBS)**

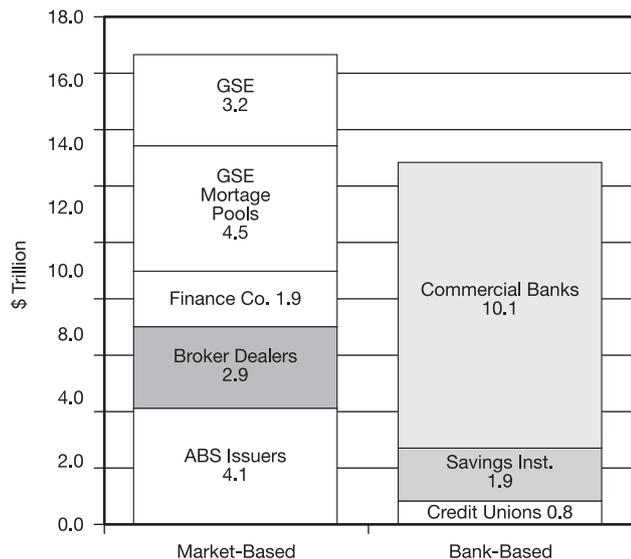
El éxito del modelo de crédito estructurado y titulado lo convirtió en los últimos quince años en un gigan-

tesco sistema bancario en la sombra. Paul Tucker (4) define a éste como «aquellos instrumentos, estructuras, entidades o mercados que, aisladamente o en combinación, replican las características básicas de los bancos comerciales: provisión de liquidez, descuadre de vencimientos y apalancamiento». El SBS estaría comprendido por entidades financieras no bancarias, fondos del mercado de dinero, sociedades de valores y bancos de inversión, *hedge funds*, SIV, ABS, la financiación vía *repos*, el préstamo de valores, etc., que, al combinarse entre sí, generan estructuras de inversión/financiación con una gran capacidad para multiplicar el apalancamiento y descuadre de plazos del conjunto.

Lo más llamativo es que el SBS fue creado en gran parte a iniciativa del propio sistema bancario oficial, que lo utilizó para eludir la regulación prudencial y fiscal. Los bancos podían originar los créditos, montar los títulos ABS, colocarlos en el mercado vía SIV, financiar a los compradores y, finalmente, financiarse a sí mismos vía *repos* inversos de los activos que habían originado. Como señala William C. Dudley (5), los bancos conseguían sacar de balance y vender sus créditos en la medida en que podían mantener su propia financiación vía *repos*.

El mecanismo de la titulización del crédito es muy rentable para todos los participantes y por eso se expan-

GRÁFICO 2

**SISTEMA FINANCIERO DE ESTADOS UNIDOS**  
**Total activos (2º trimestre de 2007)**


Fuente: Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report n° 382*, julio de 2009.

dió rapidísimamente, principalmente en Estados Unidos. Tobias Adrian y Hyun Song Shin (6) señalan cómo los activos del sistema bancario terminaron siendo inferiores a los colocados directamente en los mercados (gráfico 2).

Los beneficios potenciales de la titulización del crédito son bien conocidos:

- 1) Posibilitar que los bancos gestionen mejor el riesgo de crédito de sus balances y doten de liquidez a unos activos no movilizables.
- 2) Reducir las necesidades de capital de los bancos y, en consecuencia, aumentar la oferta potencial de crédito, reducir su coste y hacerlo accesible a nuevos deudores de menor solvencia.
- 3) Permitir completar el mercado ofreciendo a los inversores productos más adaptados a sus preferencias de riesgo/rentabilidad.
- 4) Mejorar la estabilidad del sistema bancario al transferir el riesgo de crédito a inversores situados fuera de su perímetro.

Sin embargo, el sistema generó incentivos perversos que terminaron contribuyendo decisivamente a la crisis financiera de 2007. Por una parte, el sistema alentó la concesión de crédito (hipotecas) a sabiendas de que

sus beneficiarios no serían capaces de devolverlo, excepto si el precio de la vivienda crecía permanentemente. Por otra, el riesgo no se transfirió fuera del sistema bancario sino que, en gran parte, fue adquirido por los propios bancos, directamente para su cartera de negociación o, indirectamente a través de SIV y *conduits*, fuera de su balance. En uno u otro caso, el consumo de capital regulatorio era muy inferior al de retener el riesgo en su cartera de crédito bancario.

Dado que las SIV y *conduits* se financiaban a muy corto plazo, el procedimiento no sólo permitió multiplicar el apalancamiento del sistema, sino además el descuadre de vencimientos, haciendo a aquél mucho más vulnerable.

Finalmente, los instrumentos estructurados de crédito, base de la titulización, fueron adquiriendo cada vez mayor complejidad y opacidad, haciendo muy difícil su valoración. Por ello, cuando se empezó a desconfiar de la valoración de los títulos el mercado se cerró inmediatamente.

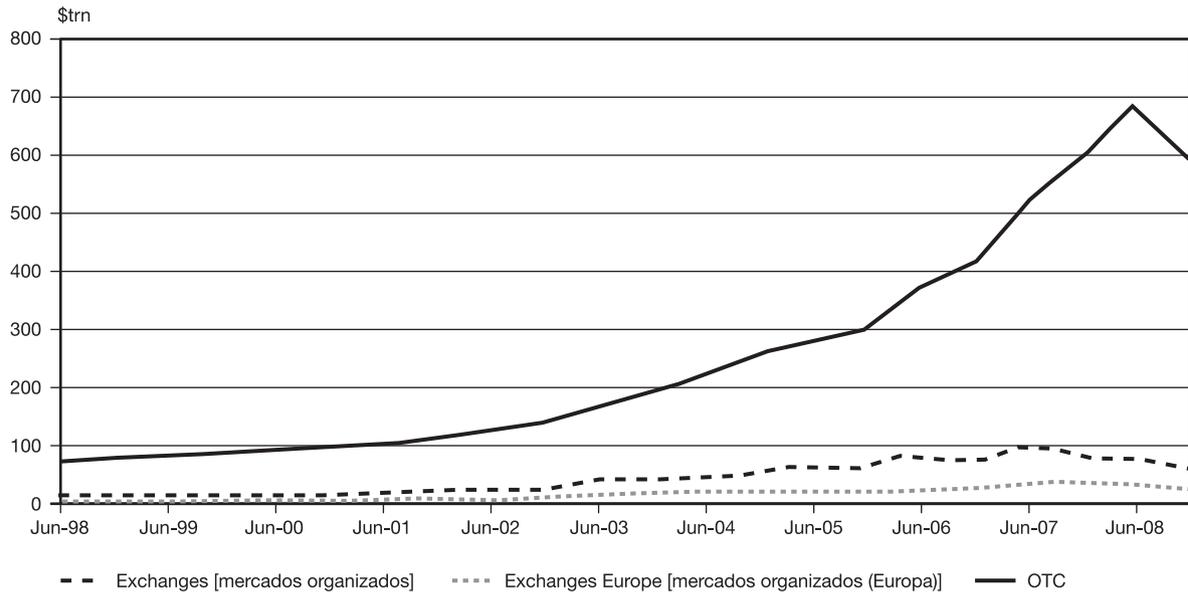
Actualmente, se plantea el debate de si estas deficiencias pueden ser evitadas y corregidas de forma que el modelo de crédito titulado (originar para distribuir, OTD en inglés) pueda volver a funcionar. El Fondo Monetario Internacional (FMI), el Financial Stability Board (FSB) y el Banco Central Europeo (BCE) parecen inclinarse a favor de esta posibilidad introduciendo nuevos requerimientos prudenciales de todo tipo. Sin embargo, otras voces, Lord Turner entre ellas, tienen dudas, y señalan la posibilidad de que el modelo sea intrínsecamente inestable y exacerbe la volatilidad y prociclicidad del ciclo crédito/precio de los activos. Es más, la combinación más peligrosa sería la convivencia simultánea del modelo de titulización con el de crédito bancario tradicional. Finalmente, existen aquellos que opinan que el sistema es perfectible, pero que si se aumentan los requerimientos prudenciales y de transparencia dejaría de ser rentable y desaparecería igualmente.

## VI. EL MERCADO OTC DE PRODUCTOS DERIVADOS

Además de al crédito titulado, la vertiginosa expansión de la actividad financiera de los años previos a la crisis se debió a los productos derivados negociados bilateralmente *over-the-counter* (OTC). Se trata igualmente de un mercado no regulado ni supervisado e igualmente opaco tanto en volúmenes como en precios. Y nadie duda en señalar que el mercado de derivados «ha estado en el centro de la crisis financiera» (*Comunicación de la Comisión Europea, 3/7/2009*).

Los derivados son contratos financieros que negocian y redistribuyen riesgos subyacentes generados en

GRÁFICO 3  
VOLUMEN DE LOS MERCADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS



Fuente: Comunicado de la Comisión Europea 3/7/2009, «Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets».

la economía real. Se pueden usar tanto para cubrir un riesgo pre-existente como para adquirir una exposición a un riesgo con el objetivo exclusivo de obtener un beneficio por ello. Algunos derivados son productos estandarizados que se negocian en mercados organizados, mientras que otros, la gran mayoría, son contratos a la medida de las necesidades de cada usuario, y se negocian y liquidan *over the counter*, es decir, bilateralmente, sin hacer público ni el volumen ni el precio de las transacciones.

La utilidad de los derivados es indiscutible: 1) permiten gestionar y cubrir riesgos; 2) arbitran entre productos y mercados, contribuyendo a su integración; 3) dotan de liquidez a los mercados de los productos subyacentes, y 4) contribuyen a formar y revelar los precios de éstos.

No es de extrañar, pues, sus extraordinarios éxito y desarrollo, especialmente los del mercado OTC (gráfico 3).

Simultáneamente, pueden generar graves riesgos para el sistema financiero: 1) permiten incrementar casi ilimitadamente el nivel de apalancamiento de las entidades y del sistema en su conjunto; 2) facilitan el arbitraje regulatorio, fiscal y contable; además, si se trata de derivados OTC, hay que añadir: 3) generan riesgo de contraparte de muy difícil evaluación; 4) dan lugar a una estrecha interconexión entre las partes contratantes y, por tanto, aumentan el riesgo de contagio sistémico

entre éstas; y 5) son básicamente opacos y faltos de transparencia.

Como la Comisión Europea señala, estos peligros no son teóricos, sino reales: los derivados OTC están en la raíz del hundimiento de Bearn Stern, Lehman Brothers y AIG.

Lo llamativo y difícil de explicar es que todos estos riesgos eran conocidos, e incluso denunciados, desde hace muchos años. De hecho, los derivados OTC dieron lugar a otro conato de riesgo sistémico en 1998, cuando hubo que rescatar *in extremis* al *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM). Como consecuencia de ello, el FMI dedicó el número de septiembre del año 2000 de su publicación *International Capital Markets* a los mercados OTC. Sus conclusiones fueron las siguientes:

- 1) La virulencia de la crisis de 1998 y de LTCM fue debida, en gran parte, a la acumulación de riesgo en derivados de crédito y el apalancamiento subsiguiente.
- 2) En general, los derivados OTC contribuyen a la acumulación de vulnerabilidades en el sistema y a la generación de dinámicas adversas en los mercados.
- 3) Los derivados OTC son capaces de generar una inestabilidad sistémica similar a las tradicionales corridas de depósitos bancarios.

4) Las entidades financieras que son activas en estos productos son muy escasas, pero de gran importancia, y constituyen el corazón del sistema financiero internacional. Dichas entidades generan una parte muy significativa de sus beneficios con estos productos.

Es obvio que diez años después la historia se ha vuelto a repetir. Esta vez no fue posible evitar la crisis financiera porque la magnitud del riesgo y su interconexión habían crecido exponencialmente. Aun así, la historia se está volviendo a repetir en el terreno regulatorio, donde todavía persisten dudas y vacilaciones sobre cómo abordar el problema.

## VII. EL CASO DE ESPAÑA

En España no se ha utilizado el modelo descrito de generar crédito para distribuirlo (OTD, en inglés), ni tenemos entidades con presencia relevante y activa en el mercado OTC de productos derivados. No obstante, también hemos experimentado un crecimiento intenso y prolongado del crédito bancario, en proporción superior al del PIB. Ese crecimiento fue particularmente intenso a partir de 1997 y, aún más, de 2004.

En el caso español, la evolución del sistema bancario en los últimos quince años ha estado marcada por el comportamiento de la economía real mucho más que por el desarrollo de la innovación financiera. En ese período de tiempo, la economía española experimentó, primero, la fase de auge más prolongada e intensa de su historia reciente para luego sufrir su, igualmente, más profunda recesión.

Los factores explicativos básicos que impulsaron el auge son bien conocidos: un tipo de cambio muy competitivo tras las sucesivas devaluaciones de 1992 y 1993; unas políticas económica y monetaria orientadas a la estabilidad, a fin de cumplir los criterios de Maastricht; unas condiciones monetarias cada vez más expansivas y laxas, a partir de la entrada en el euro; el rápido crecimiento de la población activa por la incorporación de la mujer y la entrada de inmigrantes. Todo ello contribuyó a generar un *boom* inmobiliario que absorbió una parte cada vez mayor de los recursos disponibles, y dio lugar a un exceso de oferta y sobredimensionamiento del sector.

La formación bruta de capital, que representaba un 25 por 100 del PIB a la entrada en la UEM, fue aumentando su participación en el producto año tras año, hasta alcanzar el 31 por 100 en el bienio 2006/2007. El proceso inversor, como hemos señalado, fue particularmente intenso en el sector de la construcción, que pasó en el mismo periodo del 12 al 18 por 100 del PIB, y dentro de él, en el sector residencial, que pasó del 5 al 9 por

100 del PIB. Hogares y sociedades no financieras fueron los protagonistas del proceso, incrementando su inversión en relación con el PIB en 2,8pp los primeros y 2,5pp los segundos.

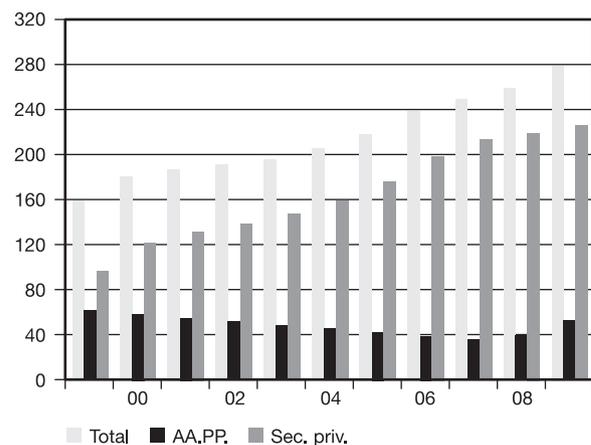
Dado que el ahorro nacional, aun manteniéndose a niveles comparativamente elevados (superiores al 22 por 100 del PIB), no pudo hacer frente a ese ritmo inversor, la economía española generó una creciente necesidad anual de financiación exterior, que en 2007 alcanzó el máximo del 9,5 por 100 del PIB.

La consecuencia final de las tendencias descritas se tradujo en unos niveles de deuda cada vez más elevados. La economía nacional en su conjunto y sus agentes privados, hogares y empresas, alcanzaron máximos históricos en sus niveles de apalancamiento, como se describe en los gráficos 4, 5 y 6. Empresas y hogares más que duplicaron su endeudamiento en diez años en relación con el PIB y, en aún mayor proporción, en relación con su capacidad de servir esa deuda, es decir, su renta bruta disponible o su resultado bruto de explotación, respectivamente.

Adicionalmente, la insuficiencia de ahorro interno y la necesidad de financiación exterior hicieron que gran parte de esa deuda fuera contraída con el exterior. La deuda externa española alcanzó el 170 por 100 del PIB en 2009 y la *posición neta de inversión internacional* casi el 100 por 100 del PIB.

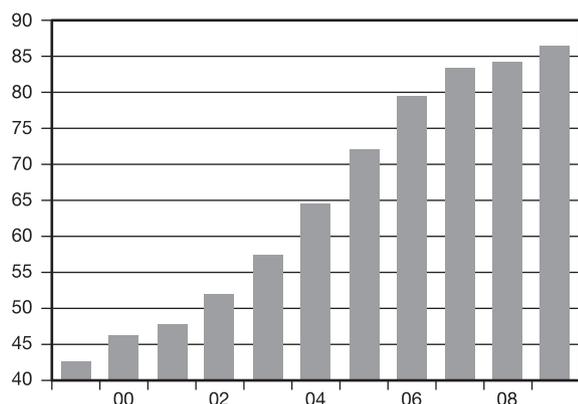
Estos datos ilustran perfectamente la vulnerabilidad extrema de la economía española frente a perturbaciones en los mercados financieros y cualquier pérdida de confianza en su fortaleza.

GRÁFICO 4  
ESPAÑA  
Deuda bruta (porcentaje del PIB)



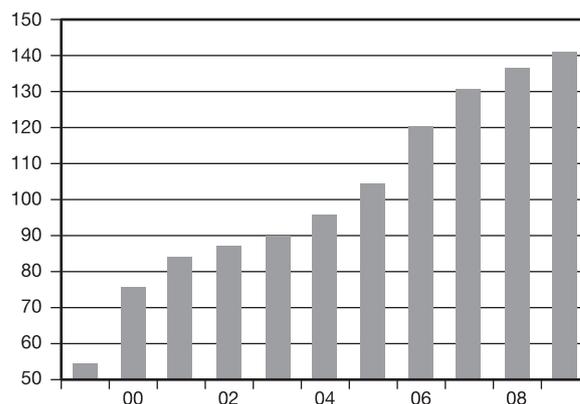
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y Banco de España.

**GRÁFICO 5**  
**HOGARES**  
**Deuda bruta (porcentaje del PIB)**



Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

**GRÁFICO 6**  
**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
**Deuda bruta (porcentaje del PIB)**



Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

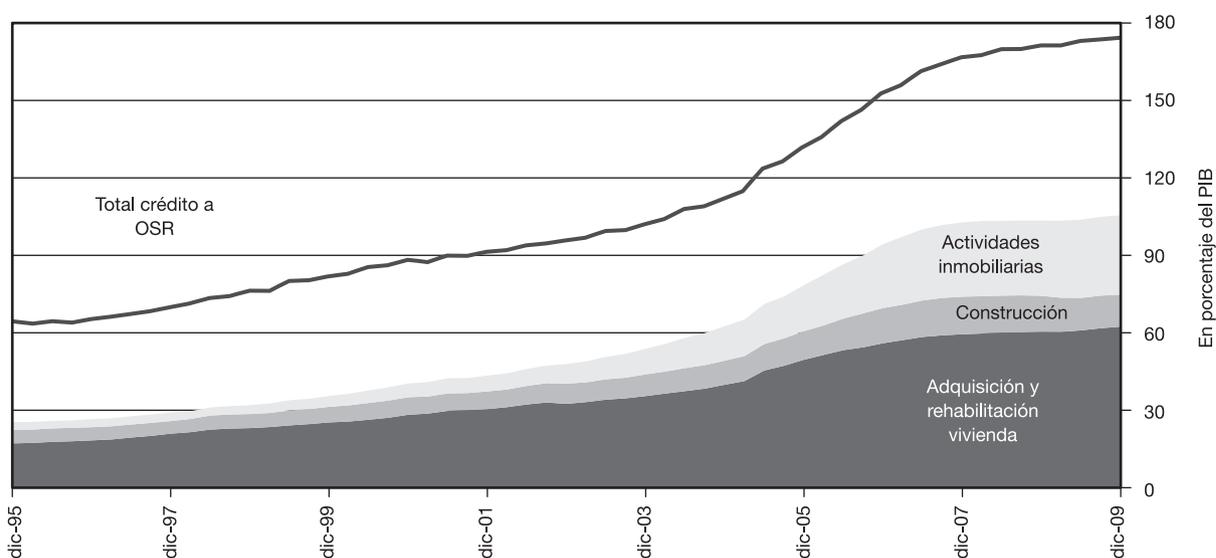
Los acontecimientos señalados de la economía real tuvieron su traducción simétrica en el sistema financiero, que, por otra parte, los hizo posibles. Las entidades de crédito fueron elementos imprescindibles tanto para el auge de la actividad como en el desarrollo de los desequilibrios macroeconómicos. Por una parte, otorgaron el crédito preciso para impulsar la demanda de inversión y, por otra, financiaron el déficit exterior de la economía.

Ambos hechos son los determinantes que explican los rasgos básicos de la evolución experimentada por el sistema bancario español en los últimos quince años:

- a) Intenso crecimiento del crédito en relación con el PIB. Apalancamiento de la economía.
- b) Descuadre creciente entre crédito y depósitos.
- c) Apelación a, y dependencia de, los mercados de capitales internacionales.

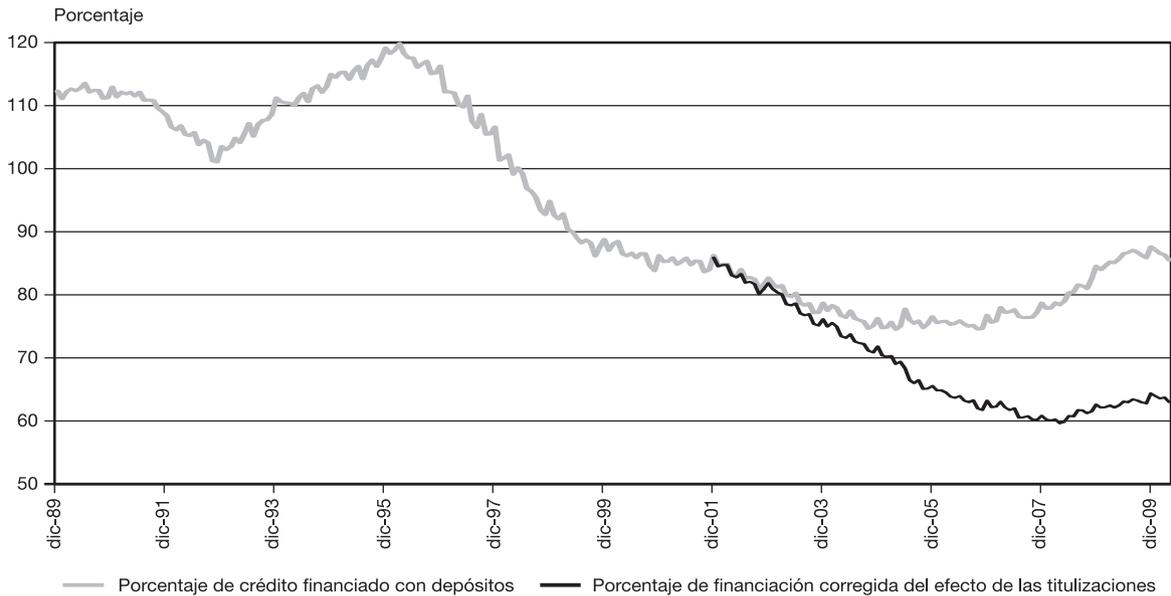
El gráfico 7 pone de relieve cómo el crédito bancario a otros sectores residentes (OSR) pasó del 65 por 100 del PIB en 1995 al 175 por 100 en 2009, espoleado por el crecimiento de la adquisición de viviendas, la construcción y las actividades inmobiliarias.

**GRÁFICO 7**  
**TOTAL CRÉDITO A OSR Y CRÉDITO INMOBILIARIO**



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 8  
**OTROS SECTORES RESIDENTES**  
**CRÉDITOS FINANCIADOS CON DEPÓSITOS**

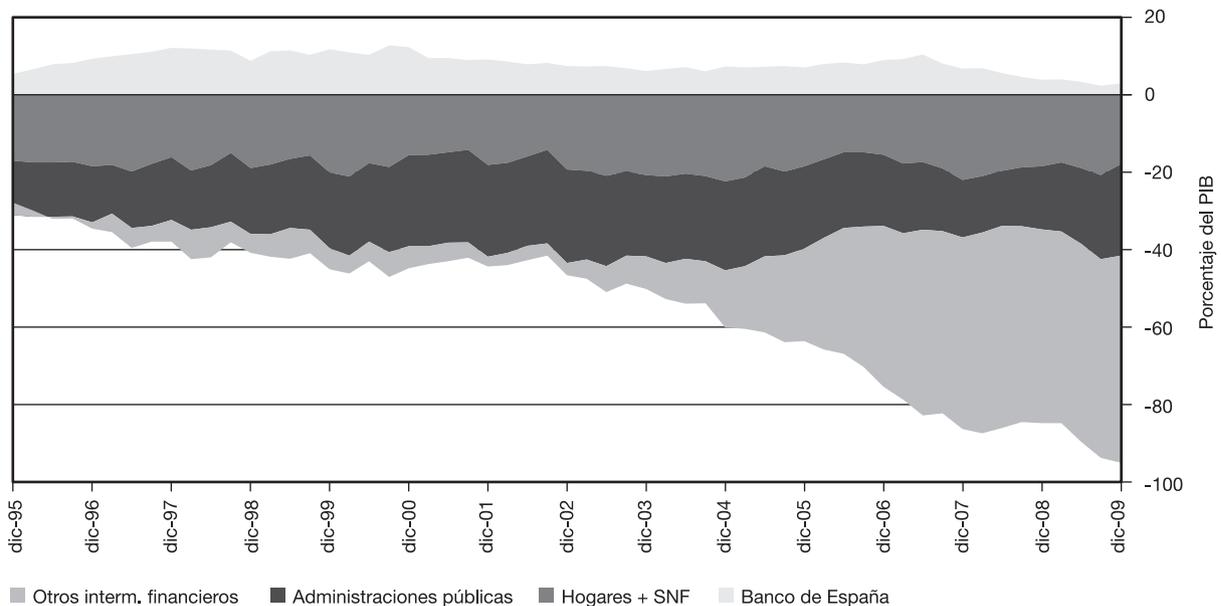


Fuente: Banco de España.

El gráfico 8 refleja la evolución del crédito financiado vía depósitos y su descuadre creciente, que debe financiarse principalmente vía titulizaciones en los mercados de capitales.

Finalmente el gráfico 9 explica bien, en términos de *stocks* y no de flujos anuales, cómo ha ido evolucionando a lo largo del tiempo la financiación de la *posición neta de inversión internacional* española. Han sido

GRÁFICO 9  
**RESTO DEL MUNDO**  
**ACTIVOS FINANCIEROS NETOS**



Fuente: Banco de España.

los intermediarios financieros —es decir, las entidades de crédito— quienes, a partir de 2002, han asumido un claro protagonismo y son, actualmente, quienes soportan más del 50 por 100 de la deuda neta total con el exterior.

Los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante el auge fueron un factor básico de la crisis económica española, tan importante o más que la propia crisis financiera internacional de 2007. Y, como esos desequilibrios se han instrumentado a través de los balances bancarios, su corrección inevitablemente tiene que realizarse en éstos.

Esa necesaria corrección es la que ha puesto de relieve, primero, el exceso de capacidad existente en el conjunto del sistema y, segundo, la incapacidad de un buen número de entidades de llevarla a cabo individualmente, por su propia iniciativa, y sin ayudas públicas. La labor básica del FROB es resolver conjuntamente ambos problemas, como ya está haciendo.

## VIII. A MODO DE RECAPITULACIÓN

El objetivo de este artículo es poner de relieve, en primer lugar, la distinta naturaleza de la crisis financiera española respecto a la sufrida en otros países; en segundo lugar, pero estrechamente relacionado, los distintos cauces por los que han evolucionado en los últimos años uno y otros sistemas, y las causas de ello.

En la actualidad, se está procediendo a una intensa labor regulatoria que trata de corregir las causas de la crisis financiera internacional. Dos de los puntos clave de dicha labor residen en el tratamiento del modelo de crédito estructurado y de los mercados de productos derivados OTC. A pesar de su escasa participación en ambos ámbitos, el sistema bancario español va a verse profundamente afectado por la nueva regulación, por lo que es esencial que ésta sepa discriminar entre modelos bancarios distintos.

Por su parte, las entidades de crédito españolas tienen ante sí una ingente tarea para: 1) Reestructurarse y consolidarse, reduciendo la capacidad instalada. 2) Adaptarse a la nueva regulación. 3) Aprender la lección que se sigue del último ciclo, evitar comportamientos rebaño, y colaborar a que no se repitan ayudando a mejorar la supervisión macroeconómica de las autoridades.

## NOTAS

(\*) El original de este artículo fue entregado el día 15 de septiembre de 2010.

(1) Informe sobre «Enhancing Market and Institutional Resilience» (7 de abril de 2008).

(2) *The Turner Review* (marzo 2009).

(3) Banque de France, *Financial Stability Review*, nº 14.

(4) Paul TUCKER, «Shadow Banking, Capital markets and Financial Stability» (21 de enero de 2010).

(5) William C. DUDLEY, «More lessons from the crisis», 13 de noviembre de 2009.

(6) Tobias ADRIAN y Hyun SONG SHIN, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report* nº 382.



# Una nueva etapa para las Cajas de Ahorros

José Antonio Olavarrieta Arcos

## I. INTRODUCCIÓN

Llegar al centenario de cualquier evento o publicación constituye, en sí mismo, un acontecimiento histórico, pero lo es aún más en una revista como *Perspectivas del Sistema Financiero*, y no sólo por haber llegado a ese mágico número 100, habida cuenta del nicho especializado de mercado al que está dirigida, sino porque es realmente encomiable cómo, desde el principio, ha ido incrementando de forma ininterrumpida el número de lectores, al tiempo que ganaba mayor reputación y respeto por su contenido, hasta convertirse en un punto de referencia obligado para el sistema económico y financiero español no solamente dentro del ámbito nacional, sino también del internacional.

Quiero, en primer lugar, rendir merecido homenaje a todos aquellos equipos que, a lo largo de la historia, han hecho posible tal nivel de profesionalidad, respeto y prestigio para esta publicación. En segundo lugar, felicitar a los que, con sus opiniones, análisis y artículos, han contribuido a situar esta publicación donde se encuentra hoy en día. Y en tercer y último lugar, expresar mi reconocimiento y gratitud por concederme el honor de poder aportar mi modesta contribución a este número 100.

Considero de interés para este número especial de *Perspectivas*, debido a la trascendencia que supone la reforma de la LORCA, analizar y reflexionar en este espacio sobre la nueva etapa que se abre para las cajas de ahorros. Así, con la publicación en el *Boletín Oficial del Estado* del pasado 9 de julio, del Real Decreto 11/2010, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, se inicia la mayor reforma del marco regulatorio de las Cajas desde 2002, equiparable por su trascendencia al cambio que supuso el conocido como «Decreto Fuentes Quintana», de 1977, y, lejos de cualquier maximalismo, se comienza a escribir una nueva página en la larga y exitosa trayectoria de las cajas de ahorros españolas.

El objetivo fundamental de esta reforma es aportar a las Cajas instrumentos con los que mejorar su capacidad de capitalización. Para ello, se articulan cuatro vías: emisión de cuotas participativas con o sin derechos de voto, integración a través de sistemas institucionales de protección (SIP), ejercicio indirecto de la actividad a través de una entidad de crédito y, también, otra vía para las que lo deseen: su transformación en fundación. Asimismo, la norma matiza el régimen al que estarán sometidas las operaciones de integración. La nueva normativa descansa sobre dos pilares fundamentales, que son:

- Mejorar la solvencia de las cajas de ahorros.
- Reforzar el modelo de gobierno corporativo.

Los cambios que se generan en las cajas de ahorros consiguen los siguientes objetivos, enumerados con intención de sintetizar el impacto de la reforma:

- Se da respuesta a la mayoría de las propuestas del sector.
- Es totalmente voluntaria, flexible y adaptable a la necesidad de cada caja de ahorros, en otros términos, es un diseño ad hoc.
- Permanece preservado el modelo de cajas de ahorros, que incluye: la marca *Caja de Ahorros/Ceca*, la banca minorista, el compromiso social, la pluralidad de los órganos de gobierno, el desarrollo regional, la inversión a largo plazo, la lucha contra la exclusión financiera y el Fondo de Garantía de Depósitos de las Cajas de Ahorros, y nuestra seña más importante, que es como nuestro ADN: la OBRA SOCIAL.
- El acceso futuro a los mercados resulta más favorable.
- Cada caja de ahorros puede elegir su propio modelo de capitalización.

— Se mejora el gobierno corporativo en la medida de poner en marcha importantes novedades en la regulación de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, tales como nuevos porcentajes en la representación de intereses, nuevos órganos o incompatibilidades para el ejercicio del cargo de miembro de órganos de gobierno de una Caja.

Dentro de la mencionada flexibilidad, cada Caja puede libremente decidir sobre alguna de las citadas cuatro diferentes vías de capitalización, así como su modelo de funcionamiento, que analizamos a continuación, junto con otros aspectos esenciales de esta reforma.

## II. CUOTAS PARTICIPATIVAS

Continuar como caja de ahorros individual y emitir, si así lo desea, estas cuotas. El Real Decreto-Ley se propone el doble objetivo de aumentar el atractivo de las cuotas para los potenciales inversores y afianzar su consideración como recursos propios de máxima calidad. Ello se consigue con las modificaciones detalladas a continuación.

1) *Derechos políticos*: las cuotas participativas podrán incorporar el derecho de representación en los órganos de gobierno de la Caja emisora. Se trata de una alternativa voluntaria, compatible con la emisión sin tal derecho. El régimen de participación en los órganos de gobierno se regula en un nuevo capítulo IV del título I de la LORCA, con estas características:

— El número de votos de los cuotapartícipes será proporcional al porcentaje que supongan sus cuotas sobre el patrimonio de la Caja. La participación de los cuotapartícipes en la Asamblea no afectará al número de consejeros generales que corresponda a los grupos de representación. Por lo tanto, *los porcentajes de representación de tales grupos deberán cumplirse respecto de los derechos de voto resultantes, una vez deducidos del total los que hayan de corresponder a los cuotapartícipes.*

— Se regula con detalle el derecho de asistencia a las asambleas generales por los cuotapartícipes, admitiéndose, a estos efectos, la agrupación de cuotas y la representación. También se permite que los Estatutos exijan la posesión de un número mínimo de cuotas para asistir a la Asamblea (sin que pueda superar el uno por mil).

— Los representantes de los cuotapartícipes en la Asamblea General no recibirán la denominación de consejeros generales, ni les resultará aplicable su régimen jurídico.

— Los cuotapartícipes podrán proponer a la Asamblea General candidatos para ser miembros del Consejo de Administración y la Comisión de Control. Los consejeros y comisionados representantes de los cuotapartícipes deberán reunir adecuados requisitos de profesionalidad y honorabilidad.

— Por otro lado, desaparece de la Ley 13/1985 la regulación del sindicato de cuotapartícipes. También se elimina la obligación de consignar en la emisión de cuotas participativas una cláusula de amortización automática para el supuesto de producirse una modificación del régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes, toda vez que, ahora, ya es posible emitir con esos derechos.

También se regulan diferentes aspectos, como:

2) *Límites a la tenencia*: se suprime el límite de tenencia del 5 por 100 del total de cuotas emitidas.

3) *Cotización de las cuotas*: se precisa que las cuotas participativas deberán necesariamente cotizar en mercados secundarios organizados *siempre y cuando su emisión se dirija al público en general*. Cuando coticen, les resultarán de aplicación las obligaciones previstas en la Ley del Mercado de Valores. También estarán sometidas al régimen de participaciones significativas previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito. Por último, se dispone que a las cuotas participativas no les será de aplicación el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores.

4) *Libertad de emisión*: conforme al artículo 25.1 de la Ley del Mercado de Valores, la emisión de cuotas participativas no requerirá autorización administrativa previa.

5) *Autocartera*: el límite para la adquisición derivativa de cuotas por la propia Caja emisora se mantiene en el 5 por 100. Se regula ahora el supuesto de superación de dicho límite: la Caja deberá proceder a enajenar o amortizar el exceso sobre el 5 por 100 en el plazo máximo de tres meses, aplicándose en lo demás el régimen de autocartera de las sociedades anónimas. Se establece, además, que la prohibición de adquisición originaria y el límite del 5 por 100 no serán de aplicación cuando las cuotas sean adquiridas por la entidad central del sistema institucional de protección al que pertenezca la Caja.

6) *Especialidades derivadas de fusiones*: se suprime el derecho de los cuotapartícipes a ceder sus cuotas a la Caja en caso de fusión. A cambio, se establece simplemente que las cuotas de las Cajas que se extingan se canjearán por cuotas de la Caja resultante, de forma

que el valor económico de los derechos de los cuota-partícipes no sufra alteración.

7) *Retribución de las cuotas*: la retribución anual de las cuotas y su distribución no requerirá ninguna autorización administrativa en el ámbito de la ordenación del crédito, sin perjuicio de las atribuciones del Banco de España.

8) *Régimen transitorio*: las Cajas que ya hayan emitido cuotas participativas deberán presentar a aprobación del Banco de España, en el plazo de seis meses, un plan específico de mantenimiento, adaptación, canje o amortización de éstas.

En definitiva, respecto a los cambios en el régimen de las cuotas participativas, es posible afirmar que los derechos de los cuota-partícipes de carácter económico seguirán siendo los mismos que hasta ahora, si bien, puesto que desaparece la posibilidad de que exista una amortización anticipada de las mismas en el caso de la fusión de la entidad que las emita, *no se liquidan a valor de mercado*, sino que se dispone del derecho al canje de las cuotas.

Se reconoce por primera vez la posibilidad de emitir con carácter general cuotas participativas con derechos políticos, que, en cualquier caso, será una opción por parte de las entidades. En el caso de que se opte por esta vía, desaparece de la normativa, tal como ya se ha explicado, la posibilidad de crear un sindicato de cuota-partícipes, así como la obligación de consignar en la emisión de cuotas participativas una cláusula de amortización automática si se produce una modificación en el régimen jurídico de los derechos políticos de los cuota-partícipes

La emisión de cuotas con derechos políticos es un aspecto que constituye un cambio histórico, ya que supone que, en los órganos de gobierno convivan representantes de la sociedad en general (*stakeholders*) con representantes de los inversores en la Caja a través de las cuotas participativas (*shareholders*), si bien estos últimos no podrán nunca exceder del 50 por 100 del capital total y, por tanto, de la composición de los citados órganos.

### III. SISTEMAS INSTITUCIONALES DE PROTECCIÓN

Esta modalidad de Agrupación de Cajas, también conocida como «fusión fría», está reconocida y regulada en este Real Decreto-Ley, que realiza determinados ajustes en el régimen de los sistemas institucionales de protección (SIP), con el objetivo de dotarlos de mayor consistencia y seguridad jurídica. En particular, se introducen estas novedades:

— Compromiso de permanencia y estabilidad: con carácter previo al abandono de un SIP por cualquiera de las entidades integrantes de éste, el Banco de España deberá evaluar tanto la viabilidad individual de la entidad que pretenda desvincularse como la del resto de entidades participantes.

— La entidad central tendrá naturaleza de sociedad anónima y habrá de estar participada por las Cajas integrantes en al menos un 50 por 100 del accionariado. Como se afirma en la exposición de motivos del Decreto-Ley, *de este modo se logra garantizar que el conjunto de las Cajas integradas mediante un SIP no desvirtúan su naturaleza jurídica de manera indirecta al perder el control de la entidad central*.

### IV. EJERCICIO INDIRECTO

Quizás, el aspecto más novedoso del cambio normativo lo constituye este sistema de funcionamiento.

Existe la posibilidad de implantar un nuevo modelo organizativo para las cajas de ahorros: el ejercicio indirecto de la actividad financiera de la Caja a través de una entidad bancaria, a la cual aportarán todo su negocio financiero (igualmente podrán aportar todos o parte de sus activos). Las Cajas que opten por este modelo conservarán su naturaleza jurídica.

La entidad bancaria a través de la cual la Caja desarrolle su objeto propio como entidad de crédito tendrá como características:

— Deberá adherirse al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros.

— Podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la caja de ahorros de la que dependa.

— Deberá estar participada por la Caja en al menos un 50 por 100 de sus derechos de voto.

Por otro lado, y para las Cajas que adopten este modelo, se reforma el artículo 1.1 de la LORCA con el fin de establecer el régimen de composición de los órganos de gobierno de esas entidades, que se atenderá a determinadas reglas: 1) la representación de las corporaciones municipales (que no tengan la condición de fundadoras) se llevará a cabo sobre la base de aquellas en cuyo término tenga abierta oficina la entidad bancaria instrumental, y 2) la representación de los grupos de trabajadores e impositores se llevará a cabo a partir de los correspondientes colectivos de la entidad bancaria instrumental (en el caso de los trabajadores, se incorpora-

rán los empleados de la caja de ahorros). Asimismo, se establece que, a la hora de designar a los representantes de la Caja en el Consejo de Administración de la entidad bancaria instrumental, se tendrá en cuenta la representación de los grupos en el Consejo de aquella.

Como se ha citado, es, sin duda, el esquema más novedoso, pero, al mismo tiempo, el que consigue mantener el equilibrio de apertura a los mercados para una mayor capitalización y el mantenimiento de las características históricas del modelo cajas de ahorros, circunscribiéndose, únicamente, a la figura interpuesta de la entidad de crédito a través de la cual realiza su función, mientras que sus órganos de gobierno siguen con la pluralidad de representantes de la sociedad en su conjunto (*stakeholders*) en la matriz, y los inversores (*shareholders*) permanecen en la citada entidad crediticia, quedando el poder decisorio sobre la Obra Social en la Caja.

Por último, el régimen de ejercicio indirecto de la actividad financiera se aplicará también a aquellas Cajas que, de forma concertada, ejerzan en exclusiva su objeto como entidades de crédito a través de una entidad de crédito conjuntamente controlada por ellas, conforme a lo dispuesto en la normativa sobre grupos consolidables (artículo 8.3 de la Ley 13/1985).

## V. TRANSFORMACIÓN EN FUNDACIÓN

Finalmente, el artículo 6 del Real Decreto-Ley establece que las Cajas procederán a la segregación de sus actividades financiera y benéfico-social en estos casos:

— Cuando una Caja que hubiera optado por la modalidad de ejercicio indirecto de su actividad dejara de ostentar una participación de al menos el 50 por 100 en la entidad bancaria instrumental.

— Como consecuencia de la renuncia a la autorización para operar como entidad de crédito y en los demás supuestos de revocación.

— A raíz de la intervención de la Caja, en los supuestos previstos por la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

Las Cajas que opten por esta vía estarán sujetas a un doble proceso:

— Deberán traspasar todo su patrimonio afecto a la actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última. Esta operación de segregación se regirá por lo establecido en la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

— Se transformarán en fundaciones de carácter especial (debiendo respetar los requisitos previstos para la constitución de fundaciones), perdiendo, en consecuencia, su condición de entidad de crédito. La fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su Obra Social, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores.

## VI. ÓRGANOS DE GOBIERNO

Tal como se indicó al inicio de este trabajo, es el otro pilar fundamental de la presente reforma, y ha sido objeto de gran atención, históricamente, por el sector. A él le ha dado el regulador un impulso muy importante.

La LORCA se modifica en torno a los ejes que figuran a continuación.

1) *Órganos*: se consideran «órganos» de las cajas de ahorros: el Director General y las comisiones de Inversiones, de Retribuciones y Nombramientos, y de Obra Benéfico Social.

2) *Profesionalización*: se define con precisión el concepto *honorabilidad comercial y profesional* (en términos equivalentes a los previstos en la legislación para bancos). Asimismo, se establece la incompatibilidad del ejercicio del cargo de miembro de órganos de gobierno de una Caja con el de todo cargo político electo y con el de alto cargo de las administraciones públicas. Esta incompatibilidad se extenderá durante los dos años siguientes al cese como alto cargo cuando se den cualquiera de los siguientes supuestos: 1) que los altos cargos, sus superiores a propuesta de ellos o los titulares de sus órganos dependientes, por delegación o sustitución, hubieran dictado resoluciones en relación con cajas de ahorros; 2) que hubieran intervenido en sesiones de órganos colegiados en las que se hubiera adoptado algún acuerdo o resolución en relación con cajas de ahorros.

3) *Representación de intereses en los órganos de gobierno de las Cajas*: las principales novedades son:

— Reducción del límite de la representación de las administraciones públicas al 40 por 100 (computarán a estos efectos los derechos políticos derivados de la suscripción por entidades públicas de cuotas participativas).

— La participación de las comunidades autónomas se llevará a cabo a través de miembros designados exclusivamente por su cámara legislativa y que, al tiempo, gocen de reconocido prestigio y profesionalidad.

— Se configura un nuevo grupo de representación: las entidades representativas de intereses colectivos en

el ámbito de actuación de la Caja, o de reconocido arraigo en el mismo. El porcentaje de representación de este grupo será como máximo del 10 por 100.

4) *Incompatibilidades*: se exceptúa de la incompatibilidad consistente en ostentar cargos en otras entidades de crédito (prevista en el artículo 8.c de la LORCA), a quienes actúen en representación de la propia Caja o promovidos por ella.

5) *Renovación de los órganos de gobierno*: el criterio de la renovación parcial por mitades (declarado no básico) es sustituido por otro más flexible, que se limita a prohibir la renovación total (y las parciales que puedan asimilarse a una total).

6) *Funciones de la Asamblea General y régimen de adopción de acuerdos*: se incluyen entre los acuerdos de la Asamblea que requieren un quórum y una mayoría reforzados las operaciones de integración de Cajas, su transformación en una fundación de carácter especial y la decisión de desarrollar su actividad de manera indirecta.

7) *Consejo de Administración*: respecto de este órgano, se incorporan estos cambios:

— El Consejo deberá establecer normas de funcionamiento y procedimientos que permitan a sus miembros ejercer sus funciones de forma adecuada.

— En el caso de emisión de cuotas participativas, el número máximo de miembros del Consejo podrá ser de veinte (frente a los diecisiete actuales). Transitoriamente, y hasta la siguiente renovación, el número máximo de miembros podrá incrementarse hasta los veintidós (debe tenerse en cuenta que este aspecto no es básico).

— La designación de vocales del Consejo representantes de las corporaciones municipales podrá recaer en personas ajenas a la Asamblea, eliminándose los requisitos actuales (máximo de dos personas y adecuados requisitos de profesionalidad).

— Al menos la mayoría de los vocales del Consejo de Administración deberán poseer los conocimientos y experiencia específicos para el ejercicio de sus funciones. Se considera que poseen conocimientos y experiencia específicos quienes hayan desempeñado, durante un plazo no inferior a cinco años, funciones de alta administración, dirección, control o asesoramiento de entidades financieras, o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privadas de, al menos, análoga dimensión.

8) *Comisión de Control*: se suprime la figura del representante de la comunidad autónoma. Adicionalmente,

se exigirán a los miembros de la Comisión de Control los mismos requisitos de conocimientos y experiencia que a los vocales del Consejo.

9) *Retribución*: el ejercicio de las funciones de vocal del Consejo y miembro de la comisión de control podrá ser retribuido. Corresponderá a la Asamblea General determinar dicha remuneración.

10) *Dirección General*: la edad de jubilación del Director General se eleva a los setenta años (este aspecto no es básico). Por lo que respecta a su profesionalidad, se establecen los mismos requisitos que para los miembros del Consejo de Administración y la Comisión de Control en términos de preparación técnica y experiencia.

11) *Comisión de Retribuciones y Nombramientos*: se amplían las funciones de la actual comisión de retribuciones, que pasa a denominarse «de Retribuciones y Nombramientos», y que incorpora como objetivo el de garantizar el cumplimiento de los requisitos para el ejercicio del cargo de vocal del Consejo, miembro de la Comisión de Control y de Director General. Estará formada por un máximo de cinco vocales del Consejo de Administración elegidos por la Asamblea de entre los consejeros generales. Podrá haber una Comisión de Retribuciones y otra de Nombramientos, en cuyo caso el número de miembros será de tres para ambas.

12) *Comisión de Obra Social*: se constituye como obligatoria esta comisión, que tiene por objeto velar por el correcto cumplimiento de la obra benéfico-social. Estará integrada por los consejeros generales que nombre la Asamblea General, sin tener en cuenta los derechos de voto de los cuotaparticipes si los hubiere. Además, se contempla que a esta comisión pueda incorporarse un representante de la comunidad autónoma en la que la Caja tenga su sede social y otro de cada comunidad autónoma en la que haya captado al menos un 10 por 100 del total de sus depósitos. Debe tenerse en cuenta que este precepto no es básico.

13) *Informe de Gobierno Corporativo*: se establece la obligación de la publicación anual del Informe de Gobierno Corporativo para todas las cajas de ahorros, aunque no hayan emitido instrumentos financieros.

14) *Conflictos de interés*: se contempla la obligación para los miembros de los órganos de gobierno de comunicar a la Comisión de Retribuciones y Nombramientos los eventuales conflictos de interés que puedan tener con los intereses de la Caja y con el cumplimiento de su función social. En caso de conflicto, el afectado deberá abstenerse de intervenir en la operación de que se

trate. Deberá informarse sobre estos conflictos de interés en el informe de gobierno corporativo.

15) *Fusiones*: se establece que éstas sólo podrán ser denegadas por las comunidades autónomas mediante resolución motivada, y sobre la base de requisitos objetivos previstos en la normativa autonómica de desarrollo.

16) *Régimen transitorio*:

— *Adaptación de la legislación de las comunidades autónomas*: en el plazo de seis meses, las comunidades autónomas adaptarán su legislación sobre cajas de ahorros a lo dispuesto en el Real Decreto-Ley.

— *Adaptación de los Estatutos de las Cajas de Ahorros*: en el plazo máximo de tres meses, a contar desde la publicación del desarrollo legislativo por las comunidades autónomas de las normas básicas del Real Decreto-Ley, y en todo caso dentro del término de los ocho meses desde la publicación de éste, las cajas de ahorros procederán a la adaptación de sus Estatutos y reglamentos, elevándolos al Ministerio de Economía y Hacienda o a la comunidad autónoma respectiva para su aprobación en el plazo de un mes.

— *Constitución de nuevos órganos de gobierno*: la constitución de la Asamblea General y de los demás órganos según las normas contenidas en el Real Decreto-Ley se realizará dentro de los dos meses siguientes al de la aprobación de los Estatutos y reglamentos de las Cajas.

Por tanto, respecto a los cambios que afectan a los órganos de gobierno, es de resaltar el hecho de que, con esta reforma, se aumenta la profesionalización de los consejos de administración de las Cajas, para la mitad de cuyos miembros, como mínimo, se establecen de forma expresa los requisitos de cualificación y experiencia.

Asimismo, se reduce el límite de participación en los órganos rectores de los representantes de las administraciones públicas, que incluso resulta aplicable cuando éstas aparezcan como cuotapartícipes, al mismo tiempo que se establece la incompatibilidad de que los cargos electos y los altos cargos de las administraciones públicas a todos los niveles puedan formar parte de los órganos de gobierno de las Cajas.

Sin perjuicio de que es más trascendente la elección de buenos gestores que la condición concreta de quién los elige, esta medida ayuda a transmitir a los mercados de capitales la idea de que los órganos de gobierno de las cajas de ahorros son equiparables a los de cualquier otra entidad que recurre a la financiación procedente de los mercados de capitales.

## VII. FISCALIDAD

También son importantes las modificaciones en el régimen fiscal; así, el artículo 7 del Real Decreto-ley recoge el régimen fiscal al que estarán sometidas las operaciones reguladas en esta norma.

1) En primer lugar, se podrá aplicar el régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores del Impuesto sobre Sociedades (lo que supone, por remisión, la aplicación de beneficios también en otros tributos) a las transmisiones de activos y pasivos que tengan un resultado económico equivalente a las operaciones de reestructuración que originan la aplicación del referido régimen especial, que se realicen en los casos de:

— Constitución y ampliación de un SIP de entidades de crédito, a los que se refiere la letra d) del apartado 3 del artículo 8 de la Ley 13/1985.

— Reestructuraciones de entidades de crédito con intervención del FROB, en los casos previstos en el artículo 7 del Real Decreto-Ley 9/2009.

De esta manera, podrá aplicarse el régimen de neutralidad fiscal, por ejemplo, en aquellas operaciones en las que las aportaciones realizadas no alcanzasen el 5 por 100 necesario para ser consideradas «aportaciones no dinerarias especiales» o en las segregaciones de la casi totalidad de los activos y pasivos de una entidad intervenida.

2) A efectos del Impuesto sobre Sociedades, se podrá aplicar un diferimiento en la integración de las rentas fiscales que se pongan de manifiesto en las transmisiones de activos y pasivos entre las entidades participantes en un SIP para dar cumplimiento a los acuerdos alcanzados. El valor fiscal de la transmitente «se congelará» a efectos fiscales, y la plusvalía se realizará fiscalmente cuando los activos se amorticen o se transmitan a terceros.

De esta manera, podrán acceder al régimen de neutralidad fiscal los traspasos de activos y pasivos que se realicen entre las entidades que participen en un SIP de entidades de crédito sin la intervención de la entidad central del mismo.

3) Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP-AJD). Se establecen determinadas exenciones fiscales:

— Por el concepto de operaciones societarias para la constitución de la entidad central y las ampliaciones de capital y aportaciones que estén previstas en el acuerdo contractual y, en su caso, en el plan de integra-

ción. Igualmente, estarán exentos del gravamen sobre documentos notariales del concepto actos jurídicos documentados los actos y documentos en que se plasmen tales operaciones.

— En los mismos conceptos, de las operaciones que se realicen como consecuencia de los procesos de reestructuración con intervención del FROB en los casos previstos en el artículo 7 del Real Decreto-Ley 9/2009.

— En ITP-AJD de los acuerdos para la mutualización de solvencia, liquidez y puesta en común de resultados en los SIP de entidades de crédito a que se refiere la letra d) del apartado 3 del artículo 8 de la Ley 13/1985.

4) Para dotar de seguridad jurídica a estos procesos, las entidades participantes en las operaciones previstas en este Real Decreto-Ley podrán instar al Banco de España o al FROB que soliciten informe vinculante a la Dirección General de Tributos del Ministerio de Economía y Hacienda sobre el requisito de equivalencia económica a que se refiere el apartado 1, o sobre cualquiera otra consecuencia tributaria de tales operaciones.

5) Se posibilita que las entidades que formen un SIP puedan optar por tributar en el Régimen de Grupos en IVA, siendo entidad dominante la entidad central del SIP.

6) En el mismo sentido, se posibilita que las entidades que formen un SIP puedan optar por tributar en el Régimen de Grupos en IGIC (Impuesto General Indirecto Canario), siendo entidad dominante la entidad central del SIP.

7) En el caso de que una caja de ahorros decida el ejercicio indirecto de su actividad, aportando todo su negocio financiero a otra entidad de crédito, podrá consolidar fiscalmente con esta última, siempre que se cumplan los requisitos del artículo 67 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

8) El Banco a través del que una caja de ahorros realice el ejercicio indirecto de su actividad financiera, o la entidad central de un SIP en el que participe una caja de ahorros, podrá deducir de su base imponible (sin necesidad de consolidar fiscalmente) como cantidades destinadas a la Obra Social, en los términos del artículo 24 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, la parte de las dotaciones a la obra social que realice la caja de ahorros que proporcionalmente corresponda a los dividendos que ésta perciba procedentes del Banco o de la entidad central del SIP respecto de sus ingresos totales. La Caja deberá realizar la dotación total a la Obra Social y cumplir los requisitos establecidos en el artículo 24 TRLIS.

Asimismo, deberá comunicar al Banco o la entidad central los datos necesarios para que, en su caso, practique la deducción en base imponible a que se refiere este apartado o, en caso de incumplimiento del destino de los fondos de Obra Social, practique la regularización correspondiente.

9) Por último, el Real Decreto-Ley recoge, en su disposición transitoria octava, el régimen transitorio que afecta a las nuevas normas fiscales:

— El régimen previsto se aplicará a los SIP constituidos con anterioridad a la entrada en vigor de este Real Decreto-Ley por las operaciones y actos ya realizados.

— A efectos del Impuesto sobre Sociedades, el régimen establecido será de aplicación a los ejercicios en que se hubieran realizado las correspondientes operaciones, tanto si se han llevado a cabo antes como si se han realizado después de la entrada en vigor de la nueva norma.

## VIII. SOLVENCIA

Finalmente, el Real Decreto-Ley se anticipa a Basilea III, y establece la posibilidad de que, por vía reglamentaria, se introduzcan dos nuevas obligaciones (a tal efecto, se modifica el artículo 6 de la Ley 13/1985).

— *Liquidez*: obligación de disponer de activos líquidos que permitan hacer frente a potenciales salidas de fondos, y la de mantener una estructura adecuada de fuentes de financiación y de vencimientos.

— *Apalancamiento*: límite máximo a la relación entre los recursos propios de la entidad y el valor total de sus exposiciones a los riesgos derivados de su actividad.

Estas dos nuevas obligaciones podrán ser moduladas en función de la capacidad de cada entidad de crédito para obtener recursos propios básicos.

Una segunda reforma en el ámbito de la solvencia afecta al Real Decreto-Ley 9/2009, en el que se introduce un nuevo artículo 10 bajo la rúbrica «recapitalización de entidades individuales».

En concreto, se admite la posibilidad de que, excepcionalmente, el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades individuales que, sin incurrir en las circunstancias previstas en el artículo 6 de dicho Real Decreto-Ley («debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad y determinen la conveniencia de que acometa un proceso de reestructuración»), precisen, a

juicio del Banco de España, de un reforzamiento de sus recursos propios.

Estas adquisiciones estarán sometidas al régimen del artículo 9 (que tiene por objeto reforzar los recursos propios con el fin exclusivo de llevar a cabo entre sí procesos de integración), y estarán condicionadas a la elaboración de un plan de recapitalización, que deberá ser aprobado por el Banco de España.

Por tanto, el fortalecimiento tanto de solvencia como de la posición competitiva de las cajas de ahorros, por medio de vías adicionales para la generación rápida y eficiente de capital de alta calidad, constituye, tras el gobierno corporativo, el segundo elemento sustancial de la reforma. El refuerzo de la solvencia conlleva el desarrollo de instrumentos de captación de recursos propios y diferentes configuraciones con las que pueden dotarse las cajas de ahorros, cada una de las cuales suponen alternativas variadas para la captación de recursos propios y otros instrumentos en los mercados de capitales, así como opciones atractivas para los agentes que proporcionan la correspondiente financiación.

Como consecuencia de esta variedad de configuraciones, y de la libertad por parte de las Cajas de utilizar la que consideren más conveniente para sus intereses y estrategias, es de esperar un desarrollo muy abierto del sector en el inmediato futuro. Asimismo, se produce una mayor equiparación efectiva de las cajas de ahorros con los bancos en lo que respecta a sus posibilidades de captar recursos propios y otras modalidades de financiación en los mercados, lo que debe potenciar su posición competitiva y, al mismo tiempo, reforzar su solvencia ante las mayores exigencias que plantea Basilea III.

Esta nueva etapa, iniciada por esta reforma normativa de las Cajas, coincide con una reforma global del sistema financiero a nivel mundial. Uno de los requisitos de esta reforma es la transparencia exigida a las entidades financieras, prueba de ello es la publicación, el pasado 23 de julio, de los resultados de las pruebas de resistencia lideradas por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS), en coordinación con el Banco Central Europeo (BCE), y que se han llevado a cabo a través del Banco de España. Las cajas de ahorros españolas siempre han mantenido un inequívoco compromiso con la transparencia, requisito esencial para el correcto funcionamiento de los mercados. De ahí su satisfacción ante la publicación de los resultados de estas pruebas de resistencia.

Asimismo, la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) y sus asociadas están satisfechas, dado que España es el país que más entidades ha sometido a examen; entre ellas, la totalidad de las cajas de ahorros; y porque los resultados han puesto de manifiesto,

fuera de toda duda, la solidez y solvencia del sistema financiero español.

Además, estas pruebas de resistencia han sido lo más amplias posible, y han puesto a prueba la capacidad de las entidades financieras para enfrentarse a un escenario de deterioro general de la economía (aumento del desempleo, impago de créditos, devaluación de sus inversiones, etcétera).

Por otra parte, esos tests se han realizado en plena reestructuración del sector, por lo que, en algunos casos, quedan por absorber aún las ventajas de los procesos de consolidación de las cajas de ahorros que se han puesto en marcha, tales como la racionalización de las oficinas, los recursos humanos, las infraestructuras tecnológicas y el objetivo del negocio, que mejorarán la ratio de solvencia de las entidades inmersas en estos procesos en la medida que se cumplan los periodos de maduración de los mismos.

A los resultados de estas pruebas y sus efectos positivos habrá que añadir las consecuencias de la reciente reforma normativa resumida líneas antes, que facilita a las Cajas nuevas vías para captar recursos propios, hasta ahora limitadas, y que van a aumentar su capacidad para afrontar posibles entornos adversos.

En cada uno de los estados miembros de la Unión Europea, el requisito era posicionar sus entidades financieras en orden decreciente según su volumen total de activos, hasta cubrir, al menos, el 50 por 100 del total de cada uno de ellos. La prueba, finalmente, se ha realizado para 91 entidades de ámbito europeo, que representan en su conjunto el 65 por 100 del volumen total de activos gestionados en el seno de la UE. Es de destacar que ha sido posible alcanzar ese 65 por 100, gracias a la contribución que, desde nuestro país, se ha hecho en términos del número de entidades analizadas y su peso en el total de activos.

En efecto, en el caso español, esta exigencia ha ido más lejos, siendo el país donde más pruebas se han realizado, en concreto sobre veintisiete grupos (52 entidades), de los cuales diecinueve de cajas de ahorros, es decir, el 100 por 100, y ocho Bancos, lo que supone que, con cifras del total activo a marzo de 2010, se han realizado *stress test* sobre entidades que suponen el 97 por 100 sobre el total activo de los Bancos y el cien por cien en el caso de las Cajas y, en su conjunto, el peso relativo de las entidades analizadas representa el 96 por 100 sobre el activo total de las entidades de depósito españolas.

Si comparamos con el número de entidades y porcentajes que representan del total de activos en otros países:

Italia	5 entidades y 60 por 100
Alemania	14 entidades y 71 por 100
Reino Unido	4 entidades y 60 por 100
Francia	4 entidades y 76 por 100
Finlandia	1 entidad y 20 por 100
España	27 grupos (52 entidades) y 96 por 100

Observamos así hasta qué punto el sistema financiero español ha ofrecido la mayor transparencia y demostrado su solidez. Es importante resaltar que el 71 por 100 de Alemania se conseguía en nuestro país con sólo seis entidades, y más interesante aún es que, si se hubiera hecho en España con el 75,9 por 100 de nuestro total de activos, no habría aparecido ninguna entidad que no alcanzara el nivel del 6 por 100 requerido en la prueba de *stress* en el escenario más desfavorable.

Para la realización de las pruebas de resistencia, se han planteado escenarios macroeconómicos que incluyen las principales variables y se han simulado condiciones adversas que, en el primer escenario, suponen una desviación de tres puntos porcentuales sobre las previsiones del PIB de la Comisión Europea y una posibilidad de pérdida por descenso del precio de la vivienda de hasta un 36 por 100, y del 61 por 100 para el del suelo, y en el segundo de ellos, además, las pérdidas de valor asumidas por deterioro de la deuda soberana de los países de la UE. Por otra parte, mientras que en otros países se ha considerado un incremento del 60,9 por 100 de deterioro sobre el porcentaje de PD (posibilidad de impago) de las empresas, en España ese incremento de deterioro se ha hecho con el 113 por 100.

Pues bien, a pesar de esas hipótesis más extremas, los resultados proyectados de las ratios de *Tier 1* de las cajas de ahorros para el año 2011 son muy satisfactorias para la mayoría de entidades analizadas, y sólo cuatro grupos de Cajas, de los diecinueve analizados, no alcanzan el requisito establecido de la prueba, que situaba el objetivo para esta ratio en el citado mínimo del 6 por 100, superior en un 50 por 100 al mínimo actual establecido.

Es decir, del 100 por 100 de las Cajas, solamente cuatro de ellas, todas en procesos de integración, no alcanzan el repetido objetivo en el *Tier 1* para las circunstancias extremas consideradas. Cabe llamar la atención, además, sobre el amplio horizonte de futuro al que se hace referencia en esta simulación para poder registrar esa ratio de capital, y al hecho de que los procesos de consolidación cuentan con unas direcciones claras, unos proyectos viables sometidos al Banco de España y con equipos directivos sólidos comprometidos con su realización; si bien requerirán un periodo de maduración, mínimo de dos años, hasta que empiecen a aflorar sus resultados. Al haber considerado los referidos escena-

rios adversos para 2011, aún no se han podido materializar esos resultados.

Es de destacar que la situación de solvencia de las cajas de ahorros previa a la realización de las pruebas de resistencia ya era altamente satisfactoria, dado que todas las ratios *Tier 1* de las entidades o grupos analizados no sólo superaban ampliamente en 2009 el mínimo exigido por la legislación vigente, sino que lo duplicaban, como también demuestra este ejercicio, e igualmente que en todos los escenarios contemplados todas las Cajas estaban por encima del citado mínimo actual del 4 por 100.

## IX. CONCLUSIÓN

La reforma normativa recientemente aprobada, así como la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia lideradas por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS), en coordinación con el Banco Central Europeo (BCE), y que se han llevado a cabo a través del Banco de España, suponen un antes y un después en el desarrollo de la crisis económico financiera de los últimos años.

Así pues, tras esta reforma, se reducirá el número de cajas de ahorros; éstas serán más fuertes y tendrán un mayor capital, y de más calidad, debido a un completo acceso a los mercados de valores; las cuotas participativas serán más atractivas para los inversores y habrá una menor dependencia de los productos híbridos, así como una mayor transparencia en el proceso.

A estos avances hay que añadir una mejor ratio de eficiencia y el refuerzo de los órganos de gobierno. En definitiva, esta reforma sienta las bases para que las Cajas dispongan de la capacidad necesaria para afrontar un nuevo entorno y, sobre todo, mejoren una labor que ha ayudado a nuestro país a situarse entre las primeras economías del mundo y a disponer de inversores a largo plazo.

El modelo de éxito que las Cajas han desarrollado durante los últimos doscientos años, contribuyendo al desarrollo económico y social, debe encontrar en esta reforma la posibilidad de continuar los próximos doscientos años con esa labor, ya que ha conseguido la confianza y el reconocimiento de los clientes que representan 59 millones de cuentas en las cajas de ahorros.

Confío en que *Perspectivas* sirva de testigo de ese futuro y en que, a más corto plazo, podamos felicitarlos y celebrar el número 200 de esta insigne y respetada publicación. Desde aquí, una gran ENHORABUENA por este centenario.



# Las cooperativas de crédito en España

Carlos Martínez Izquierdo

## I. INTRODUCCIÓN

---

Los orígenes de las cooperativas de crédito en España se sitúan a finales del siglo XIX, en el medio rural, lo que posteriormente dará lugar al subsector más numeroso de cooperativas de crédito, las cajas rurales, que tradicionalmente han centrado su atención en proporcionar apoyo financiero a agricultores y ganaderos.

Más tarde, y como consecuencia de la revolución industrial y de la evolución hacia una sociedad urbana, se originarían en los ámbitos industrial y urbano las cooperativas de crédito populares (en el seno de grupos empresariales) y profesionales (en el seno de colectivos profesionales), como respuesta a las nuevas necesidades de financiación de un entorno industrial y urbano, distintas a las necesidades agrícolas y ganaderas del entorno rural atendidas por las cooperativas de crédito rurales.

Así, el común denominador en torno al cual nacen las cooperativas de crédito ha sido la actividad empresarial y profesional tanto en el ámbito rural como en el urbano, lo que les ha permitido, por una parte, adquirir una vocación universal y, por otra, revelarse como las entidades de crédito del sector financiero español que mejor conocen el auténtico negocio de intermediación minorista. Otros rasgos que han definido el carácter de las cooperativas de crédito son consecuencia también de sus orígenes, y entre ellos podemos citar: la proximidad al socio y al cliente, el conocimiento del medio socioeconómico en el que desarrollan su actividad y la vinculación territorial y/o sectorial.

En cuanto a la configuración de las cooperativas de crédito, y sin ánimo de hacer una descripción exhaustiva de sus características, conviene detenerse en algunos aspectos claves que las definen, como son: su naturaleza mixta, lo que además, determina la existencia de ámbitos competenciales distintos; su estructura de gobierno y la evolución que ha ido teniendo, y su estructura de capital.

## II. LA NATURALEZA MIXTA DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO

---

### Normativa aplicable en función del reparto competencial

---

Es conocido que las cooperativas de crédito son entidades de crédito y, por tanto, su actividad principal consiste en la concesión de créditos y la captación de fondos reembolsables del público, fundamentalmente en forma de depósitos, pero no podemos olvidar que también son sociedades cooperativas.

Así, la vigente normativa establece que las cooperativas de crédito podrán realizar toda clase de operaciones activas, pasivas y de servicios permitidas a las entidades de crédito, con atención preferente a las necesidades financieras de sus socios. En cualquier caso, el conjunto de las operaciones activas con terceros de una cooperativa de crédito no podrá alcanzar el 50 por 100 de los recursos totales de la entidad, sin que se computen en el referido porcentaje las operaciones realizadas por las cooperativas de crédito con los socios de las cooperativas asociadas, las de colocación de los excesos de tesorería en el mercado interbancario ni la adquisición de valores y activos financieros de renta fija que pudieran adquirirse para la cobertura de los coeficientes legales o para la colocación de los excesos de tesorería.

Desde el punto de vista del reparto de competencias entre el Estado y las comunidades autónomas, cabe subrayar que en la Constitución existe una mención específica al fenómeno cooperativo, en virtud del cual se emplaza a los poderes públicos a que lo fomenten mediante la legislación adecuada (artículo 129.2 CE), sin prejuzgar el orden competencial en la materia, por lo que es necesario acudir a los estatutos de autonomía. En ellos existe en la actualidad una gran homogeneidad, de manera que puede admitirse que todas las comunidades autónomas han asumido la competencia exclusiva en materia de cooperativas.

Por otro lado, en materia de ordenación del crédito, la banca y los seguros (artículo 149.1.11<sup>a</sup>), corresponde al Estado dictar la legislación básica y a las comunidades autónomas el desarrollo legislativo y ejecución de tales bases estatales.

En conclusión, como viene afirmando reiteradamente el TC, «confluyen una pluralidad de títulos competenciales, cuya delimitación en abstracto presenta dificultades, pues el solapamiento y el entrecruzamiento mutuo resulta ser especialmente intenso».

Así se genera una especificidad concreta que determina que, en el régimen jurídico de estas entidades de crédito, confluyan aspectos crediticios y cooperativos en los que, a su vez, inciden componentes laborales y mercantiles.

Esta cualidad determina la necesidad de clarificar la legislación que les resulta aplicable. Así, se ha determinado que las cooperativas de crédito deban someterse a la legislación estatal o autonómica sobre entidades de crédito en lo que sea actividad financiera de la cooperativa y a la legislación estatal o autonómica en lo que se refiere a su actividad como cooperativa.

De este modo, y en primer lugar, resulta de aplicación la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito, y el Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la propia Ley 13/1989. Estas normas y el resto de normativa estatal representan el resultado del ejercicio de la competencia exclusiva del Estado para dictar las bases de la ordenación del crédito y la banca. Así, la citada normativa no ofrece una regulación completa y exhaustiva de todos los aspectos de las cooperativas de crédito, sino tan sólo establece las bases del régimen jurídico de dichas instituciones, en cuanto entidades de crédito, que al Estado corresponde dictar al amparo del citado artículo 149.1. 11<sup>a</sup> de la Constitución.

Supletoriamente, les es de aplicación la legislación de cooperativas, esto es, la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas, o la legislación autonómica correspondiente. Será aplicable la primera cuando el ámbito de actuación de la cooperativa de crédito estatutariamente reconocido sea supraautonómico o estatal, pero siempre que su capital social corresponda efectivamente a ese nivel territorial y realicen en dicho ámbito actividad cooperativizada de manera efectiva (1). *Sensu contrario*, debe deducirse que las cooperativas de crédito de ámbito autonómico (local, provincial o supraprovincial dentro de la misma comunidad autónoma) tendrán como legislación supletoria la ley de cooperativas de su respectiva comunidad.

Resulta muy curioso que esta regla la establezca el artículo 104 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas (esto es, la legislación de cooperativas), desarrollando así el sistema de prelación de fuentes establecido en la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito (esto es, la legislación financiera).

Ello es así porque la exigencia de actuar en determinado ámbito y la prohibición de rebasarlo sólo afecta a las cooperativas de crédito, pero no al resto de cooperativas. Esta razón es la que justifica plenamente el trato diferenciado que, en materia de prelación de fuentes, se da a las cooperativas de crédito frente al resto de sociedades cooperativas.

Gran parte de los preceptos de la legislación financiera específica aplicable a las cooperativas de crédito, e incluso el citado artículo 104 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas, tienen el carácter de norma básica del Estado, y ello deriva de su carácter de medidas de ordenación del crédito y la banca, dada la necesaria correspondencia que debe existir entre ámbito territorial y capital, recursos propios, medios de actuación, solvencia, estabilidad económico financiera y otros valores que son específicos de las entidades de crédito, lo que reafirma la peculiar naturaleza de las cooperativas de crédito.

### III. LA ESTRUCTURA DE GOBIERNO DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO

---

En cuanto a su estructura de gobierno, los órganos sociales de las cooperativas de crédito son la Asamblea General y el Consejo Rector. A diferencia del resto de las cooperativas, en las de crédito la Intervención no aparece como un órgano necesario, sino solamente posible. Existen además otros órganos voluntarios, de creación estatutaria, como el Comité de Recursos y otros consultivos o asesores.

Así, sin perjuicio de la obligación legal de someter a auditoría sus cuentas anuales, las cooperativas de crédito podrán prever en sus Estatutos la existencia de interventores, a los que habrán de encomendar otras funciones distintas de la tarea revisora de cuentas. Cuando asuman otras competencias técnico-económicas, la mayoría de dichos cargos habrán de reunir los requisitos de conocimientos y experiencia necesarios para el ejercicio de su función, y todos ellos cumplirán el requisito de honorabilidad, típico del sector financiero.

La Asamblea General de las cooperativas de crédito es el órgano equivalente a la Junta General de las sociedades de capital. Es más, algunos autores (2), como Castañer, afirman que el reconocimiento de la influencia del régimen de las sociedades de capital en el de las

sociedades cooperativas es generalizado por parte de la doctrina.

El citado autor afirma que la influencia del modelo de las sociedades de capital se expresa principalmente por medio de tres vías:

— en ocasiones, el legislador cooperativo se limita a reproducir total o parcialmente el contenido de los preceptos que regulan la Junta General de la sociedad anónima o de la sociedad limitada;

— otras veces, el legislador prefiere remitirse directamente a la regulación de las sociedades de capital, y

— unas pocas veces, opta por acoger recomendaciones normativas que van dirigidas a las sociedades anónimas en general, y cotizadas en particular.

Sin embargo, concluye que la confluencia normativa no puede ser absoluta, ya que existe un límite que, a fecha de hoy, ha de estimarse infranqueable: se trata de las diferencias tipológicas entre la sociedad de capital y la sociedad cooperativa.

En particular, la cooperativa se configura como una sociedad personalista de carácter mutualista que basa su regulación en los valores y principios cooperativos formulados por la Alianza Cooperativa Internacional (ACI). Estos principios son auténticos principios configuradores de la forma social cooperativa y, a nuestro juicio, especialmente el principio democrático.

En especial, de acuerdo con el *principio democrático*, las diferencias pueden hallarse en:

1) La falta de relevancia del capital social para la atribución y distribución de los derechos sociales.

2) Las reglas que tratan de impedir que un solo socio pueda controlar una cooperativa.

3) Por último, ciertas previsiones que tratan de potenciar la participación de los socios en la Asamblea.

### **1. Particularidades en el gobierno corporativo derivadas de la aplicación del principio democrático: La falta de relevancia del capital social para la atribución y distribución de los derechos sociales**

Señala el profesor Castañer que es afirmación común que, a diferencia de lo que sucede en la sociedad anónima, y en menor medida en la sociedad de responsabilidad limitada, el capital social de la cooperativa no cumple una función organizativa, es decir, no constitu-

ye el instrumento técnico para atribuir los derechos y obligaciones que corresponden a los socios, ya sea individualmente (derechos individuales) o agrupados entre sí (derechos colectivos). El socio cooperador no es valorado en función del capital social que aporta, sino por su capacidad para participar en la actividad cooperativizada.

La falta de función organizativa del capital social puede apreciarse de modo particular en la atribución del derecho de voto, que en las sociedades cooperativas, y siguiendo el mencionado principio democrático, se rige por el principio de que «cada socio posee un solo voto». Este tradicional principio cooperativo de «un socio, un voto» tiene algunas excepciones en las que se reconoce a ciertos socios, y únicamente en algunas clases de cooperativas, un voto plural que, no obstante, no se atribuye tampoco exclusivamente en función de la titularidad del capital social, sino que se utilizan parámetros considerados más acordes con la naturaleza de la cooperativa y, muy en especial, la actividad realizada por el socio en ésta, y siempre con límites cuantitativos máximos que impiden el control de la cooperativa por parte de un solo socio.

Efectivamente, una de las características más típicas de las cooperativas de crédito es su sistema de votación según la regla «un hombre, un voto» y, por tanto, no proporcional al capital social. Sin embargo, las cooperativas de crédito son las únicas sociedades cooperativas en la que esta regla puede alterarse mediante el denominado voto plural, más cercano al clásico criterio de voto de las sociedades por acciones. En la Asamblea General cada socio tendrá un voto. No obstante, si los Estatutos lo prevén, el voto de los socios podrá ser proporcional a sus aportaciones en el capital social, a la actividad desarrollada o al número de socios de las cooperativas asociadas; en este supuesto, los Estatutos deberán fijar con claridad los criterios de proporcionalidad del voto.

La irrelevancia del capital social para determinar los derechos del socio repercute, asimismo, en la base de cálculo de los *quorum* y mayorías para la adopción de acuerdos, así como de los porcentajes necesarios para ejercitar los derechos de minoría. En las sociedades cooperativas, el cálculo no puede hacerse en relación con el capital social asistente que emite el voto o que poseen los socios que ejercitan el derecho de minoría, sino que se hace en función del número de socios o, en caso de voto plural, del número de votos sociales.

Así, por ejemplo, la válida constitución de la Asamblea en primera convocatoria requiere que estén presentes o representados más de la mitad de los votos sociales y, en segunda convocatoria, al menos un 10 por 100 de los votos sociales o 100 socios. Sin embar-

go, en la cooperativa de crédito la regla se flexibiliza, de modo que, el *quorum* mínimo de constitución será, en primera convocatoria, de más de la mitad de los socios; en segunda convocatoria deberán estar presentes, en persona o mediante representantes, un número de socios no inferior al 5 por 100 del censo societario o a 100 socios.

Por otro lado, cualquiera que sea la mayoría necesaria para la adopción de los acuerdos en Asamblea, el cómputo se hace siempre tomando como base bien el número de votos emitidos, bien el número de votos total de la cooperativa, lo que, en caso de que se respete el principio de que cada socio dispone de un voto, significa en definitiva que las mayorías se computan sobre el total de socios que emiten su voto en la Asamblea o, en su caso, sobre el total de socios de la cooperativa.

En cuanto a los derechos de minoría, el profesor Castañer cita como ejemplos, en primer lugar, que tienen derecho a solicitar la convocatoria extraordinaria de la asamblea socios que representen el 20 por 100 del total de los votos y, en el caso de las cooperativas de crédito, podrán instar del Consejo Rector la convocatoria de sesiones extraordinarias una minoría de cooperadores que represente 500 socios o el 10 por 100 del censo societario, así como los órganos de creación facultativa a quienes el Estatuto atribuya esa facultad. En segundo lugar, el porcentaje legitimado para solicitar acta notarial de la asamblea es del 10 por 100 de los socios, pero en las cooperativas de crédito el Consejo Rector podrá requerir la presencia de un notario para que levante acta de la Asamblea, y estará obligado a hacerlo cuando lo prevea el Estatuto y siempre que, al menos cinco días hábiles antes del previsto para la celebración de aquélla, lo soliciten por escrito en la sede social socios que representen el 10 por 100 del capital social o del total de socios, o alcancen la cifra de 100 cooperadores, así como cualquier otro órgano social.

## **2. Particularidades en el gobierno corporativo derivadas de la aplicación del principio democrático: Las reglas que tratan de impedir que un solo socio pueda controlar una cooperativa**

---

El carácter democrático de la cooperativa impide que el control de sus decisiones quede en manos de un solo socio y, por ello, no son admisibles las cooperativas unipersonales, sin perjuicio de posibles situaciones anómalas transitorias, así como tampoco se permite que la cooperativa forme parte de un grupo por subordinación, a no ser que se trate de la sociedad dominante.

Señala el citado autor que, en el ámbito asambleario, las principales expresiones de esta vertiente de la demo-

cracia cooperativa son el establecimiento de las dos clases de límites siguientes:

- límites a la acumulación del derecho de voto por parte de los socios y
- límites a la acumulación de representaciones.

En primer término, el legislador trata de impedir que, por medio de la acumulación de votos plurales, un socio pueda llegar a obtener el control de las decisiones en la Asamblea General de la cooperativa de primer grado. El mecanismo que utiliza es fijar un límite máximo de atribución de votos plurales, que varía en función de la clase de cooperativa. En el caso de las cooperativas de crédito, el límite se fija en un 2,5 por 100 del voto total para cada socio persona física, y en un 20 por 100 si el socio es persona jurídica, sea cual sea el parámetro de atribución utilizado (además del criterio de la actividad cooperativizada se permite la proporcionalidad al capital social, como ya se ha dicho, y también que el voto se atribuya en función del número de socios de las cooperativas asociadas).

Por último, el legislador estatal, al regular el voto por representante, establece que un socio no podrá representar a más de dos. Este límite a la acumulación de representaciones es también lógico desde la perspectiva de la democracia cooperativa, en su expresión de impedir que un solo socio (o incluso el grupo de unos pocos en cooperativas de mayor tamaño) tengan el control en la toma de decisiones. En efecto, si se permitiera un número ilimitado de representaciones, podría suceder que, por esta vía de concentración, un socio (o un reducido grupo de ellos) llegara a hacerse con el número de votos suficiente para obtener la mayoría decisoria. En las cooperativas de crédito, a los solos efectos del *quorum* mínimo de constitución, se computarán hasta un máximo de dos socios representados por cada asistente directo, dando prioridad a las dos primeras representaciones otorgadas atendiendo a su fecha.

## **3. Particularidades en el gobierno corporativo derivadas de la aplicación del principio democrático: Las previsiones que tratan de potenciar la participación de los socios en la Asamblea**

---

El cumplimiento del principio democrático pasa por potenciar la participación de los socios en la Asamblea. Uno de los mecanismos que trata de conseguirlo, y que se considera típicamente cooperativo, es la desconcentración de la Asamblea de socios en dos fases: las juntas preparatorias y las asambleas de delegados. Esta desconcentración supone que los socios se reúnen primero en cada una de las juntas preparatorias a las que

están adscritos para votar sobre los puntos del orden del día y designar delegados. Posteriormente, estos delegados designados se reunirán en Asamblea, que deliberará y tomará acuerdos sobre la base de la voluntad expresada por los socios en las previas juntas preparatorias.

Este peculiar sistema de adopción de acuerdos, que se encuentra muy extendido en las cooperativas de crédito, acerca la toma de decisiones al socio y le permite participar en ellas en cooperativas con gran número de socios, un ámbito territorial de actuación muy disperso u otras circunstancias que dificulten al socio la asistencia a una Asamblea única y territorialmente centralizada.

#### **4. Las claves de la evolución de los órganos de gobierno de las cooperativas**

---

Las conclusiones del trabajo del profesor Castañer son claras. El análisis de la normativa vigente muestra un progresivo y claro acercamiento de la regulación de la Asamblea de las cooperativas a la de la Junta General de las sociedades de capital.

En términos generales, este acercamiento es fruto de la influencia que la regulación de los tipos sociales más evolucionados (sociedad anónima y sociedad de responsabilidad limitada) ejerce sobre el régimen jurídico de la sociedad cooperativa, y se pone especialmente de manifiesto en el caso de las cooperativas de crédito.

Dicho acercamiento, a nuestro juicio, es aún más patente en la regulación del Consejo Rector, del que se exige que esté formado al menos por cinco miembros, dos de los cuales podrán ser no socios. Todos ellos serán personas de reconocida honorabilidad comercial y profesional, debiendo poseer, al menos dos de ellos, conocimientos y experiencia adecuados para ejercer sus funciones. Tales condiciones de honorabilidad, conocimientos y experiencia deberán concurrir también en los directores generales o asimilados de la entidad. Además, para los miembros del Consejo Rector rige el mismo régimen de requisitos de elegibilidad, las mismas prohibiciones y el mismo sistema de incompatibilidades que para el resto de órganos de administración de otras entidades de crédito.

Las cooperativas de crédito están obligadas a contar con una Dirección General, cuyo titular o titulares serán designados y contratados por el Consejo Rector entre personas que reúnan las condiciones de capacidad, preparación técnica y experiencia suficiente para desarrollar las funciones propias de ese cargo.

Un elemento típico de las cooperativas de crédito, aunque sólo de las más grandes en número de empleados, a no ser que los Estatutos lo exijan en todo caso, es la existencia del denominado consejero laboral. Así, cuando, por imperativo legal o estatutario, la cooperativa de crédito viniese obligada a tener en su Consejo Rector un vocal representante de los trabajadores, dicho consejero laboral no podrá ser empleado en activo, por cualquier título, de otra empresa. El reglamento interno o los Estatutos regularán los derechos, obligaciones y situaciones de conflicto de intereses de dicho consejero laboral y de los demás consejeros. Si en la entidad hubiese un único comité de empresa, será éste el órgano encargado de efectuar la elección entre los trabajadores fijos. En los demás casos el consejero laboral será elegido por una asamblea especial de trabajadores fijos.

Por tanto, en las cooperativas de crédito nos encontramos con un Consejo Rector que poco tiene que ver con el Consejo Rector de una sociedad cooperativa, pero que igualmente poco tiene que ver con el Consejo de Administración de una sociedad anónima. En este caso, las afinidades las encuentra con los consejos del resto de entidades de crédito, porque, en este extremo, lo que prima es el carácter financiero de la entidad.

#### **IV. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO**

---

Las cooperativas de crédito han de tener un capital social mínimo, cuya cuantía se fija en función del ámbito territorial en el que vayan a operar y en función del número de habitantes de dicho ámbito. Así, en la actualidad, el capital social mínimo está fijado en:

- 1.051.771 euros si la cooperativa de crédito actúa en municipios de menos de 100.000 habitantes;
- 3.606.000 euros si, superando el supuesto anterior, actúa en una única comunidad autónoma, y
- 4.808.000 euros si su actuación excede del ámbito territorial de una comunidad autónoma o si actúa en Madrid o Barcelona.

Cada uno de los socios deberá poseer al menos un título nominativo de aportación, cuyo valor nominal no podrá ser inferior a 60 euros. Todos los títulos tendrán el mismo valor nominal, y el importe total de las aportaciones de cada socio no podrá ser superior al 20 por 100 del capital social, si se trata de persona jurídica, y al 2,5 por 100 si se trata de persona física, con la finalidad, como ya se ha señalado, de impedir el control de la cooperativa por un solo socio, e incluso de evitar la existencia de participaciones significativas. Además, en ningún caso las personas jurídicas que no tengan la con-

dición de sociedad cooperativa podrán poseer más del 50 por 100 del capital social.

Para integrar el capital social de las cooperativas de crédito, las aportaciones de los socios y asociados deberán cumplir los siguientes requisitos:

— Su eventual retribución estará efectivamente condicionada a la existencia de resultados netos o reservas de libre disposición suficientes para satisfacerla; en este último caso, queda sometida a la autorización del Banco de España y exige el cumplimiento de los requerimientos de solvencia.

— Su duración será indefinida.

— Su eventual reembolso quedará sujeto a que no se produzca una cobertura insuficiente del capital social obligatorio, reservas y coeficiente de solvencia

Los Estatutos podrán prever que cuando, durante un ejercicio económico, el importe de la devolución de las aportaciones supere el porcentaje del capital social que en ellos se establezca, los nuevos reembolsos estén condicionados al acuerdo favorable del Consejo Rector.

Asimismo, los Estatutos podrán regular la existencia de aportaciones al capital social cuyo reembolso pueda ser rehusado incondicionalmente por el Consejo Rector. La transformación obligatoria de aportaciones de los socios con derecho de reembolso en aportaciones cuyo reembolso pueda ser rehusado incondicionalmente por el Consejo Rector, requerirá el acuerdo de la Asamblea General, y el socio disconforme podrá darse de baja y ésta se calificará como justificada.

La adquisición por las cooperativas de crédito de sus propias aportaciones o su aceptación en prenda u otra forma de garantía estará sometida a las mismas restricciones y limitaciones que prevea la normativa legal para las acciones de la banca privada.

Las cooperativas de crédito tampoco podrán anticipar fondos, conceder préstamos o prestar garantías de ningún tipo para la adquisición de sus aportaciones, salvo en el caso de que el acreditado o garantizado sea empleado de la propia cooperativa como asalariado, socio de trabajo o prestador de servicios profesionales de naturaleza civil a la cooperativa.

La adquisición de aportaciones por encima de los límites legales determina la imposibilidad de ejercitar y de atribuir votos plurales al adquirente y, si el Estatuto lo prevé, la suspensión de los demás derechos políticos, sin perjuicio de aplicar otras sanciones establecidas estatutariamente.

La transmisión de aportaciones que tengan el carácter de participación significativa deberá ajustarse, además, a lo previsto en la normativa general sobre entidades de crédito.

Las aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito no pueden ser retribuidas con un interés que exceda de seis puntos sobre el legal del dinero vigente en el ejercicio. Este umbral se considera, a todos los efectos, como el máximo aplicable válidamente por las mencionadas entidades para retribuir, vía intereses, el capital.

De acuerdo con la legislación cooperativa, dos son los fondos obligatorios.

En primer lugar, el Fondo de Reserva Obligatorio, destinado a la consolidación, desarrollo y garantía de la cooperativa, que es obligatorio y de carácter irrepartible, y que estará dotado, al menos, con el 20 por 100 de los excedentes disponibles y con las demás cantidades que, preceptivamente, deban destinarse al mismo según la normativa autonómica o los Estatutos.

En segundo lugar, el Fondo de Educación y Promoción, que debe destinarse a los siguientes fines:

— la formación y educación de sus socios y trabajadores en los principios y valores cooperativos, o en materias específicas de su actividad societaria o laboral y demás actividades cooperativas;

— la difusión del cooperativismo, así como la promoción de las relaciones intercooperativas, y

— la promoción cultural profesional y asistencial del entorno local o de la comunidad en general, así como la mejora de la calidad de vida y del desarrollo comunitario y las acciones de protección medioambiental.

De conformidad con la normativa legal sobre recursos propios, la inembargabilidad del Fondo de Educación y Promoción no afectará a los inmuebles propiedad de la cooperativa de crédito que estuviesen destinados a las acciones y servicios realizados con cargo a dicho Fondo, y que constituyan una aplicación de éste.

Los productos de las inversiones en las que, en su caso, estuviese materializado este Fondo incrementarán la dotación estatutariamente prevista para el mismo.

Las peculiaridades propias de las limitaciones en la toma de capital social y del particular régimen de distribución de los beneficios (mínimo del 20 por 100 al Fondo de Reservas Obligatorio y mínimo del 10 por 100 al Fondo de Educación y Promoción, destinado a acti-

vidades asistenciales, culturales, etc.) justifica un régimen de protección fiscal.

Así, la Ley 20/1990, de 19 de diciembre, de Régimen Fiscal de las Cooperativas, regula, también, el régimen de las cooperativas de crédito, clasificadas como cooperativas protegidas, con ciertas especialidades a las que se les reconoce unos beneficios fiscales propios, con una clara aproximación, no obstante, de su régimen tributario a las normas generales, dada la similitud operativa de las cooperativas de crédito con las restantes entidades de crédito.

## **V. RETOS PRESENTES Y FUTUROS DEL SECTOR DE LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO**

En la actualidad y, en un entorno de crisis económica, los retos del presente y del futuro más inmediato son numerosos para el sector de las cooperativas de crédito. Como ya ha señalado algún autor, quizás el más relevante, y que además no parece darse en el resto de entidades de crédito, es perdurar en el tiempo manteniendo sus rasgos diferenciales esenciales.

Lo que acaba de señalarse podría resumirse con las conclusiones de un interesante trabajo (3) que, en palabras de sus autores, trata de abordar la caracterización del capital social de las cooperativas de crédito, con el objetivo de proveer a este tipo de empresas de información relevante para la toma de decisiones en un entorno altamente complejo y crecientemente competitivo como es el bancario.

Dos fueron las preguntas de investigación a las que tuvieron que responder directivos de las cooperativas de crédito y otros expertos:

— ¿Influye la forma jurídica sobre la configuración del capital social de una organización?

— ¿Qué atributos singulares reúne el capital social de una cooperativa de crédito?

A partir de las respuestas obtenidas, el estudio llega a una serie de conclusiones que exponemos a continuación.

Señalan sus autores que, a través de distintas definiciones doctrinales, se puede concluir que el capital social implica el establecimiento de una red de relaciones, proporciona una estructura para la circulación de información y representa un bien colectivo que reduce los costes de transacción.

En primer lugar, se destaca que el capital relacional es especialmente relevante en el caso de las entidades

financieras. Este hecho es lógico en un sector que basa su negocio en la confianza entre entidad y cliente. Además, la pertenencia de la banca cooperativa a la denominada economía social le dota de una ideología que a priori, debería generar potentes intangibles sociales. Así, dentro de los intangibles relacionales, la adecuada gestión del capital social de las cooperativas de crédito debería ser capaz de generar retornos de rentas futuras.

En segundo lugar, señalan los autores que la banca cooperativa es un conjunto de realidades muy heterogéneo (donde conviven entidades exclusivamente de ámbito local con otras muchísimo mayores) y que, por lo tanto, resulta muy complicado extraer conclusiones y comparaciones válidas para todas y cada una de las realidades existentes.

El diagnóstico del actual capital social de las cooperativas de crédito españolas se caracteriza por su proximidad, fruto de una extensa implantación destinada a encontrar una mayor confianza e implicación con la clientela. También cabe destacar como fortaleza el compromiso de las cooperativas de crédito con los socios, especialmente en las más pequeñas.

Sin embargo, en la percepción de las cooperativas de crédito españolas existen dudas o desconocimiento en relación con su reputación y con su imagen corporativa. De este modo, bien resultan desconocidas para amplias capas de la población, bien son percibidas con interrogantes en cuanto a su capacidad de ofrecer la misma gama de productos, condiciones y servicios que otras entidades de crédito. Asimismo, destacan como debilidades la falta de incentivos para los socios y la poca atención por parte de la Administración.

A la vista de los resultados del estudio, resulta evidente que la forma jurídica determina significativamente la estructura del capital social de una entidad de crédito. Consecuentemente, en un entorno hipercompetitivo como el bancario, la estrategia de futuro de las cooperativas debería contemplar el fortalecimiento de las ventajas competitivas de su capital social.

De forma más específica, hay que manifestar que el capital social de una cooperativa de crédito destaca especialmente por su alta valoración. De este modo, el ejercicio de la responsabilidad social corporativa, las relaciones con socios e instituciones, la reputación y la acción social son los intangibles críticos en la banca cooperativa. Sin embargo, las relaciones con las administraciones públicas resultan poco sobresalientes en el ámbito de estas entidades.

Además, los intangibles sociales de las cooperativas de crédito están, en general, en niveles por encima del resto de entidades crediticias, por lo que constituye una

clara fortaleza generadora de ventaja competitiva respecto a bancos y cajas de ahorros. Consecuentemente, los «vínculos geográficos y sectoriales» y la «participación del socio» deberían seguir siendo potenciados en las cooperativas de crédito.

En sentido contrario, cabe indicar que en el diagnóstico realizado en el estudio se puso de manifiesto el reducido apoyo de las administraciones al sector. Al mismo tiempo, se considera que este intangible es el menos relevante del capital social de las cooperativas de crédito, por lo que, en realidad, no supone una debilidad significativa.

Existe una alta valoración que se realiza del ejercicio de la responsabilidad social corporativa y de la acción social de la empresa. En consecuencia, las cooperativas de crédito parecen querer estar en este punto en la vanguardia empresarial, puesto que se situarían en el grupo de empresas más interesadas en el desarrollo de la responsabilidad social corporativa.

En conclusión, los citados autores señalan que las cooperativas de crédito deberían fortalecer las políticas dirigidas a potenciar su capital social; por otra parte, no hay que olvidar que provienen del ámbito de la economía social y que la instrumentación del Fondo de Educación y Promoción debería suponer una ventaja competitiva diferenciadora del cooperativismo de crédito.

Por otro lado y, en relación con la actuación de las cooperativas de crédito en lo que podríamos denominar la «pre-crisis» y durante la crisis, hay opiniones internacionales positivas. En este sentido, la Asociación Europea de Bancos Cooperativos (4), en sus opiniones sobre la deriva que ha emprendido la regulación financiera europea e internacional y, especialmente, sobre el marco normativo sectorial conocido como Basilea III (5), ha venido manifestando que deberían considerarse con cautela las características específicas de las cooperativas de crédito a la hora de revisar la definición de capital, las normas de contabilidad, la supervisión prudencial o las medidas de gobierno corporativo. También en el ámbito europeo, se subraya que la solidez de las cooperativas de crédito ha sido un activo importante para el sistema financiero durante estos tiempos turbulentos, porque ha contribuido a sostener la economía real en el ámbito local.

Igualmente, el Fondo Monetario Internacional (FMI), ha señalado muy recientemente que «los más pequeños, bancos cooperativos o instituciones mutualistas, también pueden prosperar. Estos bancos, menos dependientes de las expectativas de los accionistas, fueron, en general, capaces de evitar muchos de los errores cometidos por entidades más grandes del sector privado. Aunque no siempre consideradas como las enti-

dades más eficientes o innovadoras, en muchos países son las que cubren de forma fiable y segura las necesidades de crédito de las pymes y de muchas familias» (6).

Si, desde el punto de vista de la solvencia y la estabilidad financieras, los problemas no parecen ir más allá de una adaptación, importante eso sí, a lo largo de unos plazos que parecen asumibles, el reto, tal como acaba de formularse, parece pasar por otras consideraciones, como es la de ganar dimensión, con el fin de incrementar con ello la productividad, la competitividad y la eficiencia de las cooperativas de crédito.

En la actualidad, los procesos que permiten tal ganancia de dimensión son claros: las operaciones de fusión y los sistemas institucionales de protección.

En otoño de 2010 van a clarificarse diversas fusiones que, en algunos casos, presentan una vertiente claramente autonómica o regional, aunque en otros se superan los márgenes de las comunidades autónomas para constituir alianzas sin retorno.

En cuanto a los sistemas institucionales de protección (SIP), y pese a lo mucho escrito sobre ellos, el sector de cooperativas de crédito tiene una opinión que merece ser considerada.

Los SIP nacen en el ordenamiento jurídico español al margen de cualquier consideración sobre la crisis económica y financiera, y como derivados de la legislación europea. Esta figura se introduce en el artículo 80.8 de la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. La introducción de este mecanismo se debió al interés de Alemania, con una banca cooperativa muy importante, y al apoyo de otros estados miembros, como Países Bajos.

Pero, además, los SIP no se introducen en el derecho comunitario como una figura armonizada, en el sentido de «directamente» aplicable mediante la preceptiva transposición a los distintos ordenamientos jurídicos nacionales, sino que se configuran como una opción nacional de los estados miembros.

En España se hizo uso de esta opción nacional y, a solicitud del sector de cooperativas de crédito, el Gobierno la reguló en el artículo 26.7 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. Posteriormente esta regulación fue desarrollada en la norma 15.5 de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

Así, los SIP nacieron al ordenamiento jurídico español como una escueta transposición de una regulación europea, procedente de la banca cooperativa, que pretendía, sin más aspiración, que la ponderación de los riesgos internos al mismo fuera del 0 por 100.

La siguiente noticia legal que se tuvo de la figura del SIP fue a través del Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. El artículo 9 del citado Real Decreto-ley abordó el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito sin citar en ningún momento la figura del SIP. El legislador español no tuvo especial interés en citar esta figura como elemento clave de las integraciones, aunque al menos sí la refirió como ejemplo de forma de integración en la exposición de motivos de la citada norma con rango de Ley aunque, todo sea dicho, sin gran convicción (7).

Finalmente, el legislador se decide a otorgar un estatus jurídico a lo que ya se denominan SIP reforzados. El Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, tiene la intención, según su exposición de motivos, de llevar a cabo los ajustes necesarios en la actual regulación para fortalecer a los actuales sistemas institucionales de protección como instrumentos de la máxima eficiencia, y con el fin de que puedan acceder a la financiación más fácilmente, de la misma manera que viene ocurriendo con tales sistemas en algunos países de nuestro entorno europeo.

Además, este Real Decreto-Ley prevé una reforma del régimen fiscal para garantizar la neutralidad fiscal de los diferentes modelos y una serie de medidas adicionales de solvencia para fortalecer el conjunto de nuestro sector financiero.

Por tanto, la historia de la regulación española de los SIP va desde un cierto desinterés de las autoridades económicas en su regulación, y un consciente «pasar de puntillas» sobre esta forma de integración, hasta una regulación más o menos completa de este mecanismo como forma esencial de integración, especialmente de las cajas de ahorros, lo que no ha podido evitar que los orígenes cooperativos hayan quedado ciertamente desvirtuados al intentar acomodar este mecanismo a un tipo muy peculiar de entidades de crédito, para las que originariamente no había estado pensado.

En todo caso, las cooperativas de crédito se revelan como sujetos necesitados de un fortalecimiento de su posición competitiva a través de las mejoras de la eficiencia y diversificación de su negocio, así como de un incremento de su tamaño.

Ello puede alcanzarse a través de los SIP reforzados o de las fusiones, teniendo en cuenta que en ambas operaciones se otorga la soberanía y el poder de decisión a otro ente pero también puede alcanzarse a través de SIP denominados normativos o de alianzas que no determinen la pérdida de la personalidad jurídica. Todo dependerá de las opciones estratégicas de las cooperativas de crédito para el desarrollo de sus negocios y el fortalecimiento de sus posiciones competitivas.

## VI. CONCLUSIONES

---

A lo largo de estas páginas, se ha intentado mostrar algo de la historia y algo del presente y futuro de una parte del sector financiero español que presenta ciertas peculiaridades, derivadas, especialmente, de su naturaleza jurídica mixta.

Tal naturaleza determina que en su regulación participan tanto el Estado como las comunidades autónomas, que en su estructura de gobierno el órgano soberano, que es la Asamblea General, se rija, principalmente, por un principio democrático, que es el eje conductor a través del que se desarrolla toda la vida social, si bien destaca la presencia de un órgano gestor que se distingue muy poco de los que están presentes en las restantes entidades de crédito.

Igualmente, la especial naturaleza de las cooperativas de crédito españolas determina la existencia de un capital y de un régimen económico especial que no conlleva el reconocimiento de los derechos sociales, porque tales derechos no están atribuidos ni distribuidos, necesariamente, en función de las aportaciones de los socios al capital social.

En el entorno de crisis económica que estamos viviendo, la cuestión es cómo mantenerse sin perder los rasgos esenciales que hacen de las cooperativas de crédito un actor fundamental del sistema financiero español.

Sin duda deben potenciarse las fortalezas que caracterizan a estas entidades de crédito. Las bondades de la proximidad al cliente, de su vinculación territorial y sectorial o de la importancia que se da al socio son aspectos que deben mantenerse.

Las debilidades en términos de dudas en cuanto a la percepción que tiene parte de la población sobre su forma de actuación o el desconocimiento sobre su propia existencia deben desaparecer. Es necesario desarrollar y publicitar una política de gobierno corporativo sólida y transparente, y una clara política de comunicación que debe explicar, así mismo, la existencia de unos importantes fondos de educación y

promoción y la responsabilidad social corporativa del sector.

En este momento, las cooperativas de crédito deben fortalecer su posición competitiva a través de mejoras de eficiencia y diversificación de su negocio, así como orientarse a un incremento de su tamaño. Ello puede y debe conseguirse a través de diversos procesos de integración que, con mayor o menor intensidad, permitan a estas especiales entidades de crédito desarrollar su papel en el ámbito del sistema financiero español.

## NOTAS

(1) Legalmente, se entiende por actividad cooperativizada el conjunto de operaciones que la entidad debe realizar, con carácter preferente, con sus socios, y que dan lugar a los derechos y obligaciones económicos propios del vínculo cooperativo.

(2) «La influencia de la regulación de la Junta General de las sociedades de capital en la construcción del régimen de la asamblea de la cooperativa», Joaquim Castañer Codina, profesor asociado de Derecho Mercantil (Universitat Pompeu Fabra). Comunicación presentada a la Jornada Internacional Reflexiones sobre la Junta General de las sociedades de capital, organizada en el marco del proyecto de investigación SEJ 2007-63752/JURI «Estudio de la función de la Junta General en las sociedades de capital: problemas y propuestas de solución», cuyo investigador principal es el profesor Rodríguez Artigas. En palabras de su autor, en este trabajo se pretende poner de manifiesto, por un lado, los principales hitos de la influencia de la regulación de las juntas generales en la de las asambleas generales de las cooperativas y, por otro, cuáles son los límites a ese acercamiento normativo o, en otras palabras, qué caracteres inherentes a la naturaleza jurídica de la cooperativa impiden una total y completa equiparación entre la Asamblea General de estas sociedades y la Junta General de las sociedades de capital.

(3) «El capital relacional de las cooperativas de crédito en España: un estudio cualitativo de sus intangibles sociales mediante el análisis Delphi», por Elies Seguí-Mas y Ricardo J. Server Izquierdo.

(4) La Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC), es miembro de pleno derecho de la EACB (Asociación Europea de Bancos Cooperativos).

(5) Finalmente, y respecto de Basilea III, y al margen de los concretos requerimientos de capital, se ha producido una gran tranquilidad en el sector al despejarse toda duda sobre la consideración de las aportaciones al capital como *core capital* (Tier 1).

(6) Nota de posición del personal técnico del FMI, «Rediseñar los contornos del futuro sistema financiero», 16 de agosto de 2010. La traducción es nuestra.

(7) El título II de este Real Decreto-Ley se ocupa del denominado reforzamiento de los recursos propios por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

«Además de la función relativa a los procesos de reestructuración de entidades de crédito, este real decreto-ley prevé también la posibilidad de que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria apoye procesos de integración entre entidades de crédito dirigidos a mejorar su eficiencia a medio plazo. La capitalización transitoria de entidades de crédito que, sin encontrarse en una situación que exija llevar a cabo un proceso de reestructuración como los descritos anteriormente, inicien un proceso de integración se hace necesaria en un contexto como el actual, caracterizado por la considerable dificultad de obtener recursos propios en los mercados mayoristas, lo que puede obstaculizar la acometida de operaciones que podrían suponer un avance en la racionalización de la estructura productiva bancaria y en el grado de eficiencia de la misma lo que contribuiría, en definitiva, a incrementar la fortaleza y solvencia del sistema en su conjunto. Tales procesos pueden incluir, entre otros, los denominados 'sistemas institucionales de protección' cuyos objetivos resulten asimilables a los generados en un proceso de fusión en lo relativo a la forma de operar, la determinación y ejecución de las políticas y estrategias de las entidades participantes y el establecimiento y ejercicio de sus controles internos y de gestión de riesgos».

# Los establecimientos financieros de crédito

José M.<sup>a</sup> García Alonso

## I. ORIGEN Y EVOLUCIÓN

Las entidades denominadas actualmente establecimientos financieros de crédito, una figura financiera no demasiado bien conocida, tienen ya una larga historia bajo diferentes designaciones, mediante las que se han ido adaptando a la evolución y al desarrollo de la economía española, y a los requerimientos de servicios que demandaba dicha sociedad.

Así, ya en 1954 se iniciaron en Madrid y Barcelona los primeros contactos entre empresarios cuya común actividad era la venta a plazos, actuando en forma de intermediarios entre los vendedores (comercios) y los compradores o clientes. Esta iniciativa cristalizó en 1957 en la fundación de la Asociación Nacional de Empresas de Ventas a Plazos. Sus gestiones en defensa de la actividad llevaron a la aparición en 1962 de las primeras disposiciones sobre las ventas a plazos, en concreto el Decreto Ley 57/1962, sobre entidades de financiación de ventas a plazos, y en 1965 la Ley 50/1965, sobre venta de bienes muebles a plazos.

La propia existencia y el auge adquirido por estas entidades, la cifra de capitales que atraían y las fuertes sumas de recursos que manejaban hicieron necesaria una nueva regulación, con la que se buscaba tanto atribuir un estatus jurídico a quienes cumplían una importante función en el mercado financiero como establecer un control directo por parte de la Administración Pública de las actividades que realizaban, en beneficio tanto de los terceros como de la propia entidad.

Por este motivo, en 1977, se publicó el Real Decreto 896/1977, sobre régimen de entidades de financiación, en el que se establecía que su objeto social específico era la concesión de préstamos de financiación, a comprador o a vendedor, destinados a facilitar la adquisición a plazo de toda clase de bienes, el descuento y negociación de efectos de comercio, la concesión de créditos destinados al pago de obras, servicios e insta-

laciones y el anticipo de fondos a cuenta de crédito cuya gestión de cobro se asuma.

En este momento no eran consideradas entidades de crédito, y de esta denominación se excluían, las entidades de *leasing*.

Posteriormente, en 1983, la Orden de 26 de diciembre de 1983, sobre coeficientes de caja de los intermediarios financieros, incluyó entre los obligados a cumplirlos a las entidades de financiación, así como a tener que remitir al Banco de España periódicamente sus balances.

Las entidades de financiación venían obligadas a dotar un fondo de previsión de riesgos desde 1979, pero en 1985 se consideró conveniente establecer una nueva clasificación de los riesgos más precisa, homologando la regulación con la establecida para otras entidades financieras. Para ello, se reguló un sistema para la provisión de insolvencias de las entidades de financiación inscritas en el Registro Especial del Ministerio de Economía y Hacienda.

Esta evolución iba configurando a las entidades de financiación inscritas en el Registro Especial de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera como entidades de crédito, con similares obligaciones al resto, hasta quedar incluidas en el Real Decreto 1298/1986 como establecimientos de crédito junto con bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, entidades oficiales de crédito y sociedades de crédito hipotecario.

Este proceso cristalizó en 1988 con la publicación de la Ley 28/1988, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, que instituyó a las entidades de financiación y a las sociedades de arrendamiento financiero como entidades de crédito, aunque manteniendo la prohibición para recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros medios análogos.

Con la intención de homogeneizar el régimen de los diversos tipos de entidades de crédito en nuestro país, se publicó en 1989 el Real Decreto 771/1989, sobre creación de entidades de crédito de ámbito operativo limitado, que desarrollaba dicho proceso de homogeneización en lo relativo a la creación de entidades, en la creencia de que solamente debían pervivir aquellas diferencias de régimen justificadas por las especiales características de cada una de las categorías y, a tal fin, efectuaba una remisión al régimen instaurado en materia de creación de bancos privados por el Real Decreto 1144/1988, de 30 de septiembre, sin perjuicio del reconocimiento de ciertas especialidades, entre las que destaca la menor cuantía de los capitales mínimos exigidos.

Dentro de esta categoría se incluían las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación, las sociedades de arrendamiento financiero y las sociedades mediadoras del mercado de dinero.

Desde este momento, todas las entidades catalogadas como ECAOLES tenían que cumplir la misma normativa que el resto de entidades de crédito (creación, supervisión, recursos propios, normas contables, CIRBE, etcétera), con determinadas salvedades basadas en su limitado objeto social y su imposibilidad de captar fondos.

La implantación en el sistema financiero español de la Segunda Directiva Comunitaria llevó a la publicación de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria, e introducción de otras modificaciones relativas al sistema financiero, en la que se creaba la figura del *establecimiento financiero de crédito*, en sustitución de las ECAOLES, pero que planteaba un problema: la pérdida de la categoría de entidad de crédito, en cumplimiento de la normativa europea, que sólo otorga ese nombre a las entidades que tomen fondos del público.

Este cambio suponía un problema muy grave para el sector, pues los préstamos recibidos de las entidades de depósito, principal vía de financiación de estas entidades, debían pasar a ponderar para el prestamista, en cuanto a sus recursos propios, al 100 por 100, en lugar de al 20 por 100, por dejar de ser consideradas entidades de crédito. Esto suponía un encarecimiento grave del coste de los recursos ajenos de los establecimientos financieros de crédito.

Tras numerosas gestiones realizadas por ASNEF, la situación se corrigió con la modificación de la Ley 3/1994 en el Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera, donde se reconocía a los establecimientos financieros de crédito como entidades de crédito españolas, aunque sin la obligación de cumplir la legislación sobre garantía de depósitos, ya que no podían ser tomadores de fondos del público.

Esta normativa se desarrolló mediante el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito.

El nuevo estatus jurídico suponía la creación de una nueva modalidad de entidad financiera llamada a sustituir a las distintas categorías de entidades de crédito de ámbito operativo limitado, pero se introducían dos importantes cambios en relación con sus posibilidades de financiación, por un lado, y con su capacidad operativa, por otro.

Los establecimientos financieros de crédito (EFC) veían eliminada la rígida delimitación de su capacidad operativa que caracterizaba la regulación de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, lo que constituía una diferencia fundamental con respecto a dichas entidades, por lo que podrían, en consecuencia, realizar una o varias de las actividades típicas de las entidades de crédito (concesión de préstamos y créditos, *factoring*, arrendamiento financiero, emisión y gestión de tarjetas de crédito, y concesión de avales y garantías), entre otras. Así, su objeto social se definía como el ejercicio de una o varias de las actividades señaladas.

Como actividades accesorias, los establecimientos financieros de crédito pueden realizar cualesquiera otras que sean necesarias para un mejor desempeño de su actividad principal.

Sin embargo, a los establecimientos financieros de crédito les quedó prohibida, como hasta la fecha, la captación de fondos reembolsables del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros medios análogos. Esta limitación permitió exonerar a los establecimientos financieros de crédito de la obligación de adherirse a un fondo de garantía de depósitos, y justificaba un menor nivel de exigencia en cuanto a los requisitos de ejercicio de la actividad en relación con los establecidos para las demás entidades de crédito, y más concretamente para los bancos, al tiempo que obligaba a prever, como es natural, vías de financiación alternativas, entre las que destacan las emisiones de valores sujetas a la Ley del Mercado de Valores y la posibilidad de titularizar sus activos con arreglo a la normativa aplicable a los fondos de titulización.

En razón a las diferencias que los establecimientos financieros de crédito presentan frente a los bancos, referidas básicamente a su estructura de financiación, se flexibilizaron los requisitos para ejercer la actividad con respecto a los exigidos a estos últimos. Así, se establecía un capital social mínimo inferior al exigido para la creación de bancos y se reducía el número mínimo de miembros que habrían de integrar el Consejo de Administración de la entidad.

Las nuevas exigencias regulatorias llevaron a un doble proceso de desaparición de entidades. Por un lado, la de todas aquellas, generalmente de menor tamaño, que no resultaban rentables, y por otro, la transformación de algunas ECAOLES en bancos o en sucursales bancarias de sus matrices europeas, en vez de en EFC. A su vez, la concentración de entidades especializadas en varias actividades, pertenecientes todas a un mismo grupo financiero, en un solo EFC coadyuvó a dicho proceso de disminución del número de entidades financieras.

Los EFC son, por tanto, una categoría de entidad crediticia habilitada normativamente para desarrollar las actividades de activo típicamente bancarias, pero que, por el contrario, no pueden captar fondos reembolsables del público. En este sentido, la figura adquiere pleno protagonismo no sólo en el mundo de la financiación del consumo, sino también en la órbita de la financiación de activos fijos y del circulante del tejido empresarial español.

De las 64 entidades asociadas actualmente a la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito (ASNEF), organización que me honro en presidir, 41 son EFC, de las que 21 pertenecen a, o están participadas por, grandes grupos bancarios cuya cabecera ostenta una entidad de depósito. Concretamente, doce forman parte de grupos bancarios y nueve de cajas de ahorros. Asimismo, otros doce EFC pertenecen a grupos industriales o de distribución, manteniendo el grupo, dentro de su misma órbita de decisión, tanto la producción y la comercialización como la venta a crédito de los productos fabricados o distribuidos.

## II. PRINCIPALES INDICADORES DE LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR

Podemos observar en el gráfico 2 el fuerte crecimiento del riesgo vivo del conjunto de los EFC registrados en el Banco de España, así como la caída producida en 2009. El conjunto de datos utilizado en el presente artículo procede de fuentes del propio Banco de España, con elaboración propia de la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito.

Durante estos últimos años, tres han sido los ejes fundamentales de la actividad de los establecimientos financieros de crédito: la financiación al consumo, el arrendamiento financiero y el *factoring*, si bien la financiación empresarial, tanto de activos fijos como de circulante, está concentrándose muy rápidamente en las entidades de depósito. Por el contrario, los EFC continúan siendo los principales operadores en el crédito al consumo.

La evolución de la actividad de crédito al consumo ha ido pareja a su difusión como un elemento agilizador más de la compra de bienes y servicios en los comercios, habiéndose interiorizado por el usuario como un solo acto la suscripción del contrato de préstamo y la entrega del bien o prestación del servicio. Por otro lado, la distribución comercial cuenta con el crédito al consumo como una de sus herramientas de venta más potente, sin la cual, en la mayoría de los casos, la operación no llegaría a realizarse.

GRÁFICO 1  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE ENTIDADES DE FINANCIACIÓN

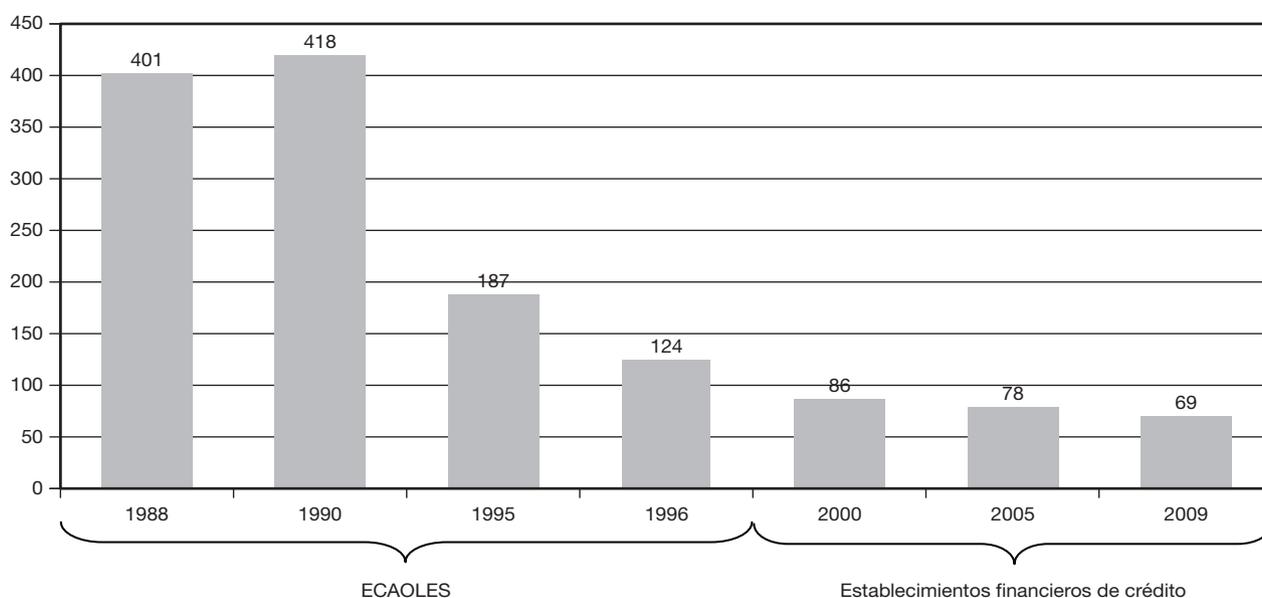
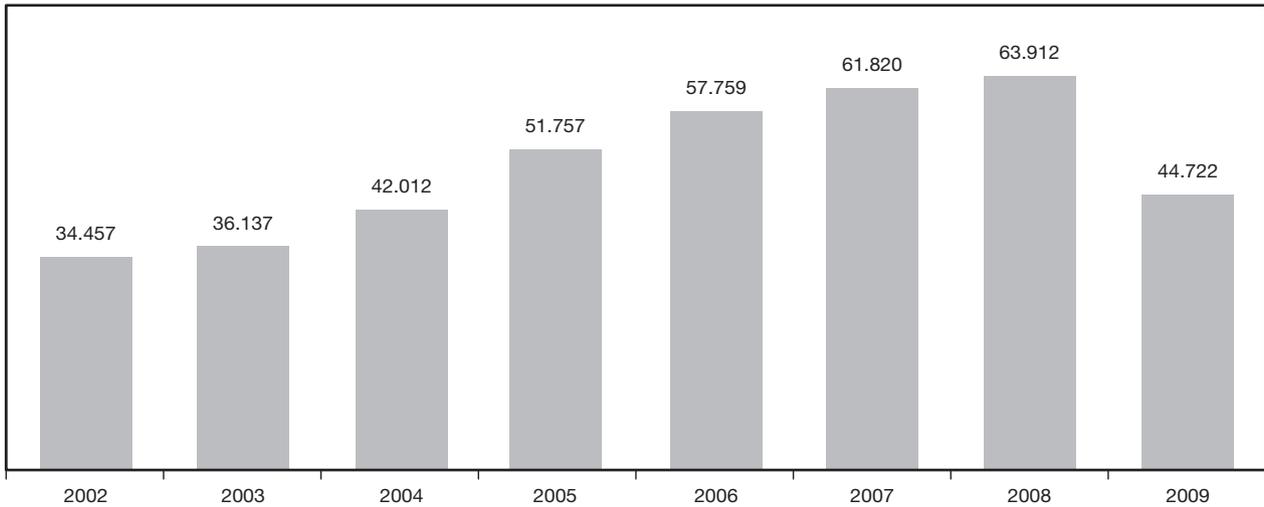


GRÁFICO 2  
**EVOLUCIÓN DEL RIESGO VIVO DE LOS EFC**  
 (En millones de euros)

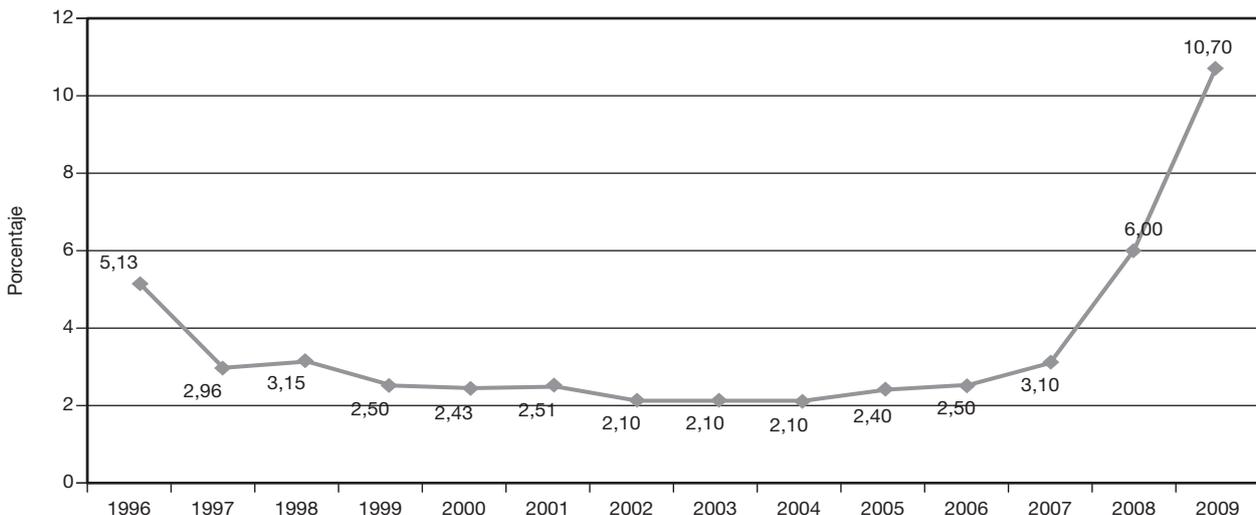


Aunque el crédito al consumo es un concepto genérico, sus contornos se identifican con claridad por buena parte de la ciudadanía, aunque sin llegar a conocer con detalle los instrumentos contractuales de los que se sirven las entidades financieras para articular el servicio. Así, la clásica distinción entre financiación modal, en la que la determinación concreta del bien financiado es requisito ineludible para la financiación, y personal, en la cual la solvencia patrimonial del cliente es el valor a considerar, ha quedado desbordada por la imaginación comercial de nuestros profesionales: tarjetas de crédito,

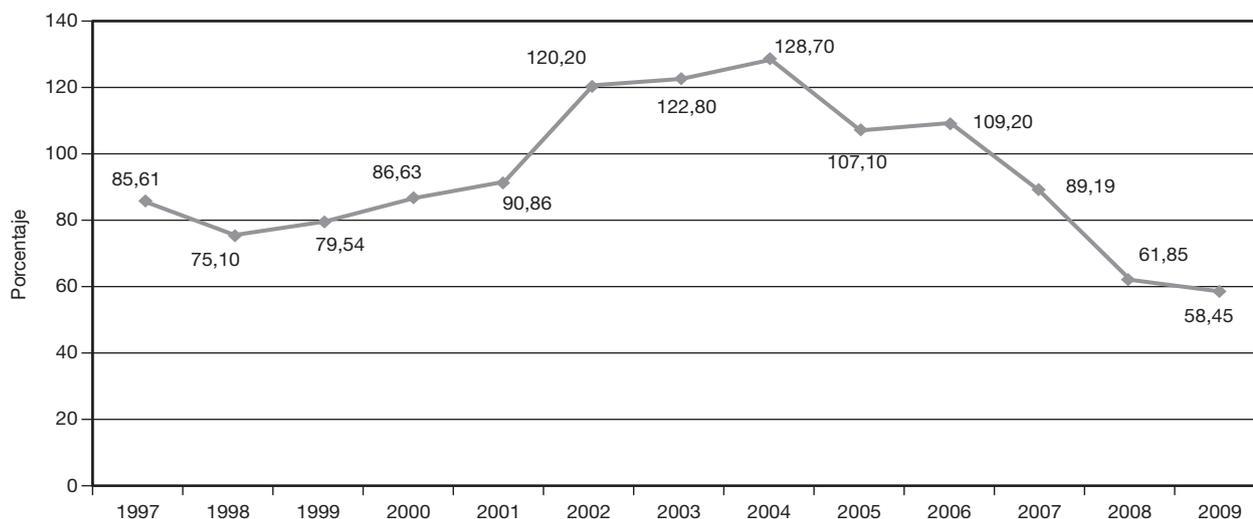
de prepagado, de afinidad, créditos *revolving*, y otros, son términos cada vez más frecuentes en el argot financiero para articular la operativa crediticia.

Sin embargo, las peculiares características del negocio, basado en la comercialización a través de prescriptores, y no en el contacto directo y personal con el cliente, provocan unos niveles de morosidad por encima de la media de otras entidades. En el gráfico 3, vemos la evolución de la tasa de morosidad en el sector y, en especial, el fuerte incremento de los dos últimos años.

GRÁFICO 3  
**DUDOSOS SOBRE INVERSIÓN CREDITICIA**  
 (En porcentaje)



**GRÁFICO 4**  
**FONDO DE INSOLVENCIAS SOBRE DUDOSOS**  
(En porcentaje)



A pesar de los altos niveles de impagados que la crisis económica ha provocado en la actualidad, cuya naturaleza no coincide con la de principios de los años noventa, se puede afirmar que los ratios de impagados actuales son algo inferiores a las de aquel momento. Así, en el momento álgido de aquella crisis, año 1993, las ECAOLES llegaron a tener una tasa de impagados del 13 por 100, considerando criterios contables similares, aunque la legislación aplicable haya cambiado.

Se puede observar en el gráfico 4 cómo las entidades han compensado las mayores dotaciones con cargo a los fondos constituidos en los ejercicios anteriores. De este modo, se ha conseguido mitigar el impacto del crecimiento de los activos dudosos en la cuenta de resultados.

En el gráfico 5 pueden verse las dotaciones realizadas al Fondo de Insolvencias y sus recuperaciones como consecuencia del efecto del recobro de morosos con

**GRÁFICO 5**  
**DOTACIONES AL FONDO DE INSOLVENCIAS Y SUS RECUPERACIONES**  
(En porcentaje sobre activos totales medios)

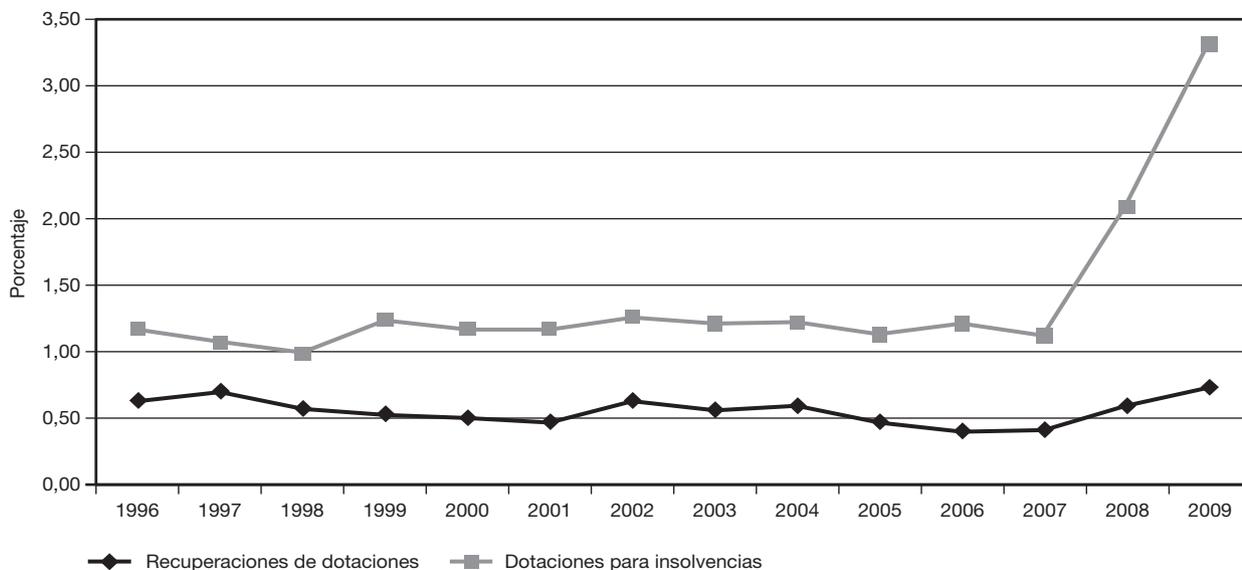
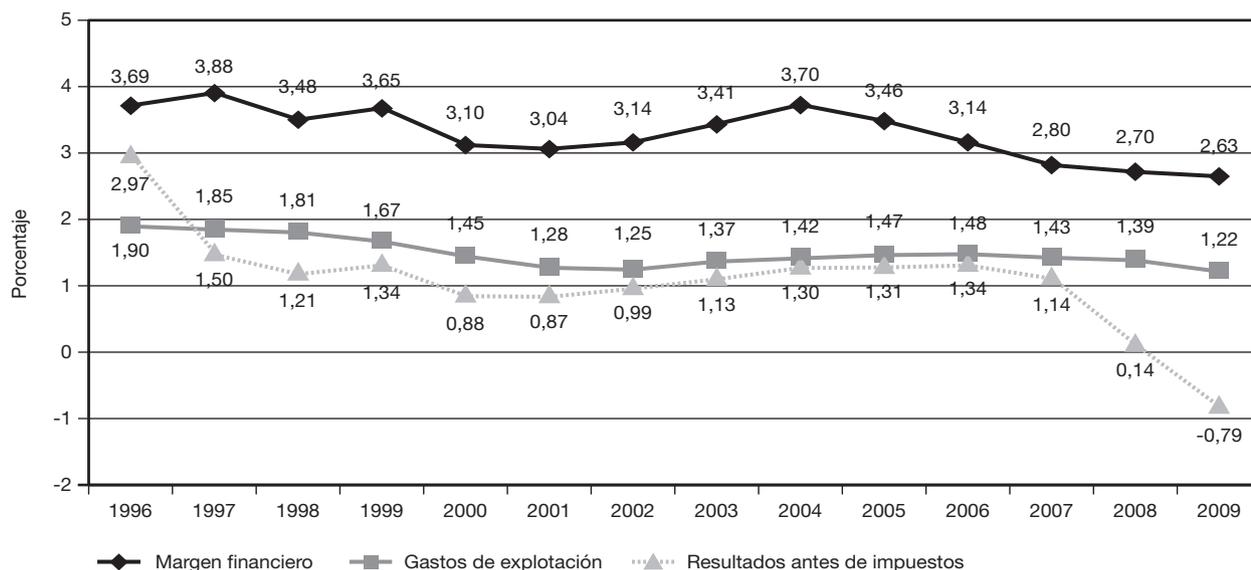


GRÁFICO 6

**EVOLUCIÓN DEL MARGEN FINANCIERO, LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN Y LOS RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS**  
**(En porcentaje)**


posterioridad a su dotación (en porcentaje sobre los activos totales medios de cada ejercicio).

En cuanto a la evolución del margen financiero, los gastos de explotación y resultados antes de impuestos en los ejercicios analizados, a 31 de diciembre de 2009, el resultado sobre ATM en nuestras entidades es negativo. Se puede ver en el gráfico 6 cómo se ha ido estrechando el margen financiero sin que la reducción de los gastos de explotación haya compensado dicho estrechamiento.

Adicionalmente, el crecimiento de las dotaciones por el deterioro de los activos, lleva a los resultados negativos antes mencionados.

Como se ha podido observar en los gráficos anteriores, estos dos últimos años no han sido buenos para el sector. Efectivamente, a la contracción de las ventas, producto de la crisis económica, se han unido los problemas financieros que nos sacuden a escala global, y el crédito al consumo, como buen termómetro social, ha sufrido el enfriamiento económico y financiero.

Las entidades financieras especializadas asociadas a ASNEF suponen, según datos de 2009, el 38 por 100 del crédito a las familias. En algunos subsectores, como el de la financiación de automoción, su porcentaje de participación asciende hasta casi el 60 por 100 del total de vehículos financiados. Durante 2009, 762.217 de los 952.772 vehículos vendidos en nuestro país fueron financiados, con lo que esto supone de ayuda a la fuerza de

ventas de los concesionarios de automóviles, y a las entidades de ASNEF corresponde, de ese número, la cantidad de 449.708 turismos financiados. La participación de las entidades financieras, tanto en el epígrafe general como en este particular, se ha mantenido creciente desde su inicio, demostrando su empuje, su vocación y, en definitiva, su extraordinaria calificación a lo largo del tiempo.

Pese a todo, los poderes públicos no han desarrollado políticas adecuadas para este sector financiero. Al comienzo de la crisis económica actual, el Gobierno español adoptó, además de medidas de política fiscal, otro conjunto de medidas dirigidas a aliviar el impacto de la falta de liquidez en el sistema financiero, entre las que cabe mencionar la garantía de las emisiones de deuda de bancos y cajas, la creación de una línea de crédito especial a través de Instituto de Crédito Oficial (ICO) para financiar el capital circulante de las pequeñas y medianas empresas, y la creación de un fondo destinado a la adquisición de activos financieros de bancos y cajas, el denominado FAAF. Este último tenía por objeto crear un mercado artificial de activos financieros que sustituyera a los inoperantes mercados internacionales. Se trataba con ello de proporcionar liquidez a las entidades financieras que lo necesitaran, ya sea mediante la adquisición de aquellos activos de titulización de alta calidad crediticia o mediante la concesión de préstamos a las mismas con la garantía de dichos activos.

Una de las críticas que deben hacerse a estas últimas medidas es la exclusión de los establecimientos

financieros de crédito del acceso a ellas. Pese a representar casi el 40 por 100 del crédito total a las familias, estas entidades no pudieron participar en las subastas de activos ni optar a la garantía pública de sus emisiones de deuda. Esta circunstancia introdujo una desigualdad competitiva entre entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito. A esto hay que añadir el histórico problema de la imposibilidad de participar en las líneas de financiación del ICO. Además de generar una injustificada distorsión de la competencia, este hecho contribuyó a agravar la caída del consumo y, con ella, la de la actividad económica y el empleo. El acceso a tales medidas hubiera facilitado la financiación de estas entidades que, a diferencia de bancos y cajas, no tienen posibilidad de recurrir a otras fuentes de financiación, como los depósitos bancarios o las subastas de liquidez del Banco Central Europeo, lo que hubiera permitido, teniendo en cuenta su gran peso en la financiación de los hogares, contener, al menos, la caída del consumo.

En suma, la contracción del consumo, el aumento de la insolvencia, así como la escasez y el encarecimiento de los recursos financieros, constituyen los elementos que dibujan el nuevo escenario en el que se desenvuelve la actividad de los EFC, centrada básicamente en el crédito al consumo. Las implicaciones de ese escenario quedan patentes en la evolución del saldo vivo de crédito al consumo, que hasta 2008 había crecido de forma ininterrumpida, pero en 2009 sufrió un descenso del 9,71 por 100. Si consideramos la ratio crédito al consumo/PIB, ésta pasó del 9,40 por 100 en 2008 al 8,81 por 100 en 2009, a pesar de la bajada del PIB. Por este motivo, muchas entidades surgidas al calor de la etapa expansiva han cesado su actividad o la han reducido considerablemente, sobre todo entidades especializadas en crédito rápido —modalidad que prácticamente ha desaparecido—, al tiempo que crecen los departamentos de las entidades financieras destinados al recobro y a la gestión de impagos, y disminuyen su tamaño los de *marketing*.

### III. COMENTARIOS FINALES

El conocimiento de lo que significa el crédito al consumo se ha extendido a todos los sectores sociales. Hoy día los consumidores tienen amplia información de sus características y su utilidad, de sus ventajas e inconvenientes. La propia labor comercializadora de las entidades de crédito y la función divulgadora de los medios de comunicación han convertido este tipo de préstamo en un icono de la sociedad postindustrial.

Es preciso resaltar que esta modalidad de financiación no sólo permite distribuir el gasto de los individuos de manera uniforme a lo largo de su ciclo de vida, sino

que, además, impulsa el desarrollo de numerosas ramas de la industria, especialmente de bienes de consumo duradero, ensanchando, de este modo, la frontera de posibilidades de producción de la economía.

Este papel impulsor de la actividad industrial es mucho más evidente y necesario en una coyuntura recesiva como la actual, en la que no debe desaprovecharse ningún medio que permita, de una manera eficiente y respetuosa con las reglas del mercado, sostener el volumen de demanda agregada de la economía. Y los establecimientos financieros de crédito pueden desempeñar un papel de extraordinaria importancia en este sentido, ayudando al sostenimiento del consumo. El crédito al consumo es una de las variables clave sobre las que deben actuar los gobiernos para luchar contra la espiral deflacionista que amenaza a la economía mundial.

Hay que hacer hincapié en los importantes cambios que se están produciendo en la gestión del negocio como consecuencia de la crisis, y en la necesidad por parte de muchas entidades de modificar las políticas de admisión de riesgos. En estos momentos, es necesario recuperar los buenos fundamentos de gestión del negocio, que en los últimos tiempos habían sido, en ocasiones, abandonados, ya que se han producido algunos excesos por la avidez de la oferta y de la demanda. Uno de los aspectos de la actividad que alcanza mayor protagonismo en la situación actual es la gestión del recobro.

La nueva situación ofrece una serie de implicaciones para el modelo de negocio. Será preciso prestar especial atención a tres áreas básicas: los procesos de negocio, los sistemas de información y los modelos de decisión de riesgo.

Las entidades deben ser más selectivas y aplicar criterios más rigurosos de análisis, en consonancia con el mayor riesgo de insolvencia. Este principio, que es cierto para todo tipo de entidades de crédito, es aún más importante en el caso de los establecimientos especializados en el crédito al consumo, puesto que la morosidad crece siempre de manera más acusada en esta modalidad de financiación.

Además del crecimiento del riesgo de impago, se han producido toda una serie de transformaciones en la actividad de financiación al consumo como consecuencia del profundo cambio en el entorno. Entre ellas, por ejemplo, el aumento de otro tipo de riesgo, el denominado riesgo prescriptor, que se refiere a la posibilidad de que el punto de venta no cumpla con sus obligaciones de entrega del bien o de prestación del servicio al cliente, a causa, por ejemplo, del cierre de su actividad. Otra implicación es la modificación de la política de *marketing*: ya no se busca a toda costa, con agresivas técnicas

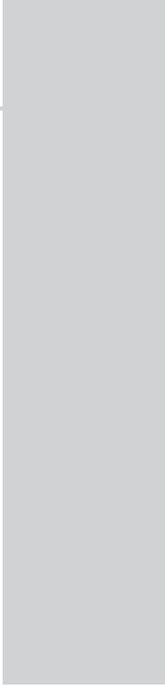
cas comerciales, al cliente nuevo, sino que las entidades se centran en su cartera de clientes conocidos.

La gestión del riesgo adquiere ahora, en definitiva, una extraordinaria relevancia frente a lo que ocurría en la anterior etapa expansiva, en la que el riesgo del cliente de caer en una situación de insolvencia era más reducido y, por tanto, el objetivo primordial era el crecimiento del volumen de negocio.

La implantación y el uso de sofisticados sistemas de gestión del riesgo, como consecuencia de Basilea II, constituyen un factor competitivo clave en la industria financiera, pero también exigen un gran esfuerzo organizativo e inversor. Adicionalmente, los nuevos acuerdos de capital (Basilea III), actualmente en trámite a escala internacional, exigirán multiplicar dichos esfuerzos a las entidades de crédito, lo que puede ser una gran oportunidad para implantar un modelo de gestión del riesgo eficiente, diferencial y competitivo. No obstante, existe el riesgo de que no todas las entidades lo entiendan así, sino que lo asuman simplemente como una incómoda obligación, limitando su actuación al mínimo necesario para cumplir con la norma, sin aprovechar las posibilidades que ofrecen estos nuevos modelos para introducir mejoras en la gestión.

En definitiva, los EFC nunca han defraudado las expectativas que los poderes públicos y, principalmente, los ciudadanos han depositado en ellos. Esta parte del sector financiero, más modesta pero no menos importante, desempeña un papel clave en la economía, elevando el nivel de bienestar de los individuos al permitirles distribuir su consumo de manera uniforme, tomando prestado en las etapas de bajos ingresos y ahorrando en las de mayores rentas. Al mismo tiempo, impulsa el desarrollo de numerosas industrias, al hacer efectiva una demanda que sería muy inferior en caso de que los consumidores tuvieran que disponer siempre de liquidez suficiente para afrontar el pago del importe de la compra. Finalmente, aumenta la eficiencia del sistema económico en su conjunto, al canalizar recursos en manos de individuos con capacidad para generar ahorro hacia individuos cuya capacidad de pago es insuficiente, ensanchando la frontera de posibilidades de producción de la economía.

Por todo ello, es de crucial importancia que las entidades de crédito más cercanas al ciudadano, los EFC, funcionen de forma eficiente y ágil, y sigan siendo su mejor aliado a la hora de afrontar sus necesidades financieras diarias.



# **PRODUCTOS FINANCIEROS**



# La evolución de la financiación del Déficit del Estado en España

Soledad Núñez Ramos

## I. INTRODUCCIÓN

En los últimos treinta años, nuestro país ha visto un proceso sostenido y sin precedentes de modernización y adaptación al entorno global. El sector público asumió mayores compromisos de gasto y reformó la estructura de sus ingresos, lo que le obligaba a extraer financiación de fuentes distintas de las tradicionales.

La evolución de la financiación del déficit en las últimas décadas es la historia de cómo el Estado hizo frente a sus responsabilidades financieras integrándose en el mercado internacional de capitales. Para lograrlo, tuvo que mostrar la misma capacidad de adaptación que caracterizó a la sociedad española de las últimas décadas. Gracias a esta transición, el Estado ha logrado financiarse a lo largo de las crisis económicas y financieras que ha sufrido en esta época, incluida la crisis actual.

## II. CONFIGURACIÓN Y MODERNIZACIÓN DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

El déficit público como tal apareció en 1977, y durante los primeros años su financiación recayó fundamentalmente sobre el Banco de España, mediante la extensión de crédito gratuito al Estado. En 1982 se reconoció que el recurso a la monetización provocaba distorsiones en la aplicación de la política monetaria y se impulsó una orientación en la política de financiación del Estado hacia los mecanismos de mercado. Esta transformación se basó en cuatro ejes principales: el diseño de una gama de instrumentos de deuda pública; la creación de una base de demandantes para los valores; el establecimiento de procesos transparentes y competitivos de emisión en el mercado primario, y el desarrollo de un mercado secundario líquido, seguro y eficiente.

*En primer lugar, era preciso desarrollar una gama de instrumentos suficientemente amplia como para sa-*

*tisfacer las necesidades de los diversos tipos de inversores.*

Antes de 1982, el Tesoro contaba con la deuda desgravable y pagarés del Tesoro. La demanda de la deuda desgravable estaba principalmente motivada por razones fiscales, con lo que fluctuaba mucho a lo largo del año. Los pagarés, por su parte, eran meros instrumentos de regulación de la liquidez por el Banco de España que, dada su atracción para inversores minoristas, utilizaba el Tesoro como instrumento de financiación.

A partir de 1982 se crearon los Bonos del Estado de 2 a 5 años y las obligaciones del Estado a plazos más largos. La financiación a través de pagarés del Tesoro le suponía dos problemas al Tesoro. En primer lugar, la instauración de coeficientes de inversión obligatoria en pagarés creaba una demanda cautiva por parte de los bancos. En segundo lugar, eran instrumentos fiscalmente opacos. Estas debilidades desvirtuaban la función de los pagarés como instrumento de regulación monetaria —el tipo de interés no reflejaba las condiciones del mercado—, lo que llevó en 1987 a sustituir los pagarés por Letras del Tesoro como instrumento principal de financiación del déficit a corto plazo.

Creados los principales instrumentos, en los años noventa se amplió la gama de plazos ofrecidos. Con la restricción en 1990 del acceso del Tesoro al crédito del Banco de España, seguida de una prohibición absoluta en 1994 de acuerdo con el Tratado de Maastricht, el Tesoro comenzó a emitir Letras a 3 y 6 meses para la gestión de desfases temporales de tesorería.

Además de las Letras, los Bonos y las Obligaciones, que conforman la columna vertebral del programa de financiación del Estado, se creó una serie de instrumentos complementarios, como líneas de crédito bancario a corto plazo (de nuevo para cubrir pequeños desfases de tesorería) y un programa de eurobonos para emitir en divisas.

*En segundo lugar*, la liberalización del mercado financiero obligó a crear y desarrollar una base inversora diversificada y estable para la colocación de los instrumentos de deuda. La imposición de coeficientes de inversión obligatoria, herencia de la autarquía financiera de los años cuarenta, creaba una demanda artificial por parte de los bancos nacionales. La eliminación de dichos coeficientes hizo necesario facilitar el acceso a inversores minoristas y mayoristas institucionales.

Para los inversores minoristas, además de desarrollar campañas de publicidad en medios masivos, se crearon cuentas directas de deuda en el Banco de España y, algunos años después, el portal de Internet *Tesoro.es*, con el fin de reducir los costes de inversión para particulares. Asimismo, se permitió la negociación de valores de deuda en Bolsa y se inauguraron los fondos de inversión FONDTESORO, que ofrecen la oportunidad de invertir en deuda pública disfrutando de mayor liquidez y diversificación, de una gestión profesional y del tratamiento fiscal de la inversión colectiva.

Como la mayor parte de la inversión en deuda pública es de grandes inversores institucionales, a partir de 1990 se incentivó su participación a través de un mejor trato fiscal. Los inversores institucionales residentes disfrutaron de una sustancial reducción del tipo de gravamen sobre las ganancias de capital, del 13 por 100 al 1 por 100, con la posibilidad de una exención para aquellos inversores que mantengan los valores más de quince años. Por otro lado, se incentivó la participación de inversores mayoristas no residentes mediante la eliminación de la retención fiscal sobre los rendimientos obtenidos de la inversión en activos de deuda pública españoles. Cortejar de esta forma a los grandes fondos internacionales aportó un gran volumen de demanda a plazos cada vez mayores, lo que permitió al Tesoro Público financiarse en condiciones más favorables y, mediante el alargamiento de la vida media de la deuda, reducir su riesgo (y coste) de refinanciación.

*En tercer lugar*, era necesario diseñar procedimientos eficientes para la emisión de la deuda en el mercado primario.

A lo largo de los años ochenta y noventa, los déficits públicos eran sustanciales en términos tanto relativos al PIB como absolutos: dado el creciente tamaño de la economía española, el Estado necesitaba extraer, de forma regular, cada vez más ahorro del mercado de capitales. Se precisaba, pues, un procedimiento de emisión regular, transparente y competitivo para abastecer las necesidades de financiación al menor coste posible.

Se optó, como ya venían haciendo otros emisores soberanos, por la subasta competitiva, pero se diseñó un mecanismo innovador: un híbrido entre la subasta

holandesa (en la que todas las peticiones aceptadas se adjudican al precio marginal) y la subasta convencional (en la que cada petición aceptada se adjudica al precio que cada una ha solicitado). En la subasta española, hoy admirada e imitada en otros países, se adjudican las peticiones al precio solicitado siempre y cuando no supere el precio medio ponderado, adjudicando las demás al precio medio ponderado. Esta ligera modificación protege al inversor que, dada la volatilidad del mercado, puje a un precio muy superior al marginal.

Para aumentar la liquidez, el Tesoro decidió agregar emisiones en plazos de referencia o *benchmark*, manteniendo abiertas las emisiones con horizontes temporales específicos demandados por distintos tipos de inversor, para reabrir las de forma regular y predecible hasta llegar a un volumen en circulación suficiente. Hoy, los plazos *benchmark* son los Bonos a 3 y 5 años y las Obligaciones a 10, 15 y 30 años.

*En cuarto lugar*, hacía falta un mercado secundario seguro, eficiente y líquido.

Hasta 1987, comprar deuda pública implicaba pagar y obtener títulos físicos, con el problema de que el desfase entre el pago y el recibo de los mismos constituía un riesgo estéril para muchos inversores. Para dar seguridad y eliminar este desfase, la reforma de 1987 implantó el sistema de anotaciones en cuenta, en el que el Banco de España registraba automáticamente cada transacción en una Central de Anotaciones. En 2003, la Central de Anotaciones se fusionó con el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (también gestionado hasta entonces por el Banco de España) para formar Iberclear, sociedad privada que realiza hoy las funciones de anotación, compensación y liquidación para todos los valores cotizados en mercados financieros españoles.

Gracias a esta reforma, se amplió la variedad de operaciones que podían realizarse en el mercado de la deuda pública. Se desarrolló, por ejemplo, el mercado de *repos* (operaciones de venta de activos con pacto de recompra), mediante el cual los agentes del mercado pueden cubrir sus riesgos en éste.

La construcción de la infraestructura continuó con la creación, a partir de 1988, de mercados electrónicos gestionados por intermediarios autorizados por el Banco de España. En 1999 se fusionaron las principales plataformas electrónicas españolas en la sociedad SENAF, y desde entonces el Tesoro ha promovido la negociación en otras plataformas electrónicas europeas como EuroMTS.

Finalmente, para garantizar la eficiencia y la liquidez del mercado secundario, se instauró un sistema de crea-

dores de mercado de deuda pública. Un creador de mercado es una entidad financiera que asume ciertas obligaciones con el Tesoro, entre ellas la suscripción, colocación y provisión de liquidez a cambio de ciertos privilegios de acceso a las emisiones públicas. Con la ayuda de estas entidades, el Tesoro ha logrado adaptarse al cambio que supuso la integración financiera en la que embarcó Europa con la moneda única.

### III. ADAPTACIÓN AL MERCADO INTEGRADO DEL EURO

---

La entrada de España en la Unión Monetaria Europea fue para el Tesoro un gran desafío, a la vez que una gran oportunidad. Por un lado, la adopción del euro tuvo como consecuencia el drástico descenso de los tipos de interés y de los diferenciales entre las deudas de diferentes emisores soberanos, así como el acceso más fácil, al compartir las mismas divisa y política monetaria, al enorme caudal de ahorro de todos los países de la Zona Euro.

No obstante, la convergencia en precio de la deuda pública eliminaba el principal reclamo que hasta entonces habían tenido los Bonos y Obligaciones del Estado frente a sus homólogos europeos, la rentabilidad. Por ello, el Tesoro Público decidió competir en ámbitos distintos al precio, como la liquidez, la transparencia, la predecibilidad y la eficiencia en la negociación, compensación y liquidación de sus valores.

Mantener la liquidez del mercado de deuda pública durante un proceso de consolidación fiscal no fue tarea fácil, ya que, año tras año, el Estado emitía menos volumen de deuda. El Tesoro fue adaptándose a este entorno alargando la vida media de su deuda, reduciendo su emisión de Letras del Tesoro y concentrando sus emisiones en menos referencias para asegurarse que cada una fuera lo suficientemente líquida. Así, en los últimos años antes de la crisis financiera, eliminó progresivamente las emisiones de Letras del Tesoro a 3, 6 y 18 meses, y concentró toda su emisión a corto plazo en Letras a 12 meses. A más largo plazo, eliminó la emisión regular de la Obligación *benchmark* a 15 años y fue reabriendo referencias existentes en todos los tramos hasta llegar a un volumen medio de 12.500 millones de euros.

Por otra parte, en 1998 se permitió la entrada al Grupo de Creadores de Mercado a entidades no residentes. Esta medida consolidaba la integración de la deuda pública en un mercado no sólo europeo, sino global, y daba acceso a inversores a los que no llegaban las entidades españolas. Como muestra de este mayor acceso, el Tesoro logró diversificar su base inversora gracias a la emisión, en condiciones favorables, de Eurobonos denominados en divisas distintas al euro. En la actuali-

dad, el Tesoro cuenta con veintidós creadores de mercado, de los cuales catorce son entidades no residentes.

Los resultados para el Tesoro Público en los primeros años de la unión monetaria fueron muy positivos. Además de financiarse de forma considerablemente más barata, logró una integración plena en el mercado comunitario y situó al mercado español de deuda pública a la cabeza de los mercados soberanos europeos. La culminación de este éxito fue la concesión por parte de las tres principales agencias de *rating* de la máxima calificación crediticia para los valores de deuda soberana. Asimismo, se incrementó la vida media de la deuda desde los dos años a finales de los ochenta hasta superar los seis años en la actualidad.

### IV. CRISIS ECONÓMICA, FINANCIERA... Y SOBERANA

---

Aunque comenzó a manifestarse en EE. UU., la crisis financiera tuvo tanto causas como consecuencias verdaderamente globales. La economía mundial se vio sumida en una gran recesión, con fuertes retrocesos en el PIB y un aumento rápido en el paro. Fue gracias a la acción coordinada y contundente de las autoridades económicas de los principales países desarrollados, entre el final de 2008 y el año 2009, como se evitó una nueva depresión. En el caso de España, donde hubo un descenso de la actividad económica especialmente pronunciado, el Estado tuvo que tomar las riendas de la acción estabilizadora del sector público. La caída del PIB, la orientación fuertemente expansiva de la política fiscal discrecional y la financiación de medidas para atenuar la restricción en las condiciones de financiación, elevaron fuertemente, y de forma acelerada, la necesidad de endeudamiento del Estado.

En la primera mitad de 2010 el mercado comenzó a percibir que la carga asumida por los gobiernos de los países europeos en apoyo de la demanda privada asumía una senda de insostenibilidad, y que lo que comenzó siendo una crisis económica originada por una contracción de crédito pasaba a convertirse en una crisis de deuda soberana. Los problemas de liquidez y solvencia de un miembro de la Zona Euro acapararon la atención mediática; muchos inversores y creadores de opinión extrapolaban esos problemas a la zona euro en general, y a algunos países mediterráneos (más Irlanda) en particular. Como respuesta, buena parte de los gobiernos de la zona euro, entre los que se encuentra España, han decidido reducir fuertemente el déficit público con el fin de estabilizar el endeudamiento e incrementar la confianza de los inversores.

A pesar de estas fluctuaciones, el Tesoro Público ha logrado completar sus sucesivos programas de finan-

ciación, aportando liquidez de forma regular y predecible en un entorno francamente difícil. Una de las principales razones por la cual esto ha sido posible es la flexibilidad y la solidez que le aportaron las reformas llevadas a cabo en los años ochenta y noventa y que venimos de relatar. A saber: la amplia gama de instrumentos de emisión; la solidez y diversidad de la base inversora de la deuda pública española; la flexibilidad y robustez de los mecanismos de emisión en el mercado primario, y la liquidez, seguridad y eficiencia del mercado secundario.

*En primer lugar*, el Tesoro pudo aumentar su emisión ampliando la gama de instrumentos de deuda que ofrecía al mercado, y aportando más liquidez a cada instrumento. La flexibilidad de los instrumentos de deuda, así como la disponibilidad de los agentes a utilizarlos, fueron cruciales para realizar esta transición.

La emisión de Letras aumentó de forma considerable. Como ya no había un problema de iliquidez de cada referencia, se decidió reabrir las Letras del Tesoro a 3, 6 y 18 meses para adaptarse a la diversidad de los inversores. Cabe destacar el éxito que tuvo la colocación de las Letras del Tesoro entre inversores tanto residentes como no residentes.

Aumentaron también la gama y liquidez de los Bonos y Obligaciones del Estado. En septiembre de 2008 el Tesoro reabrió el plazo *benchmark* a 15 años, que había sido cerrado en la época de superávit para dar liquidez a los plazos restantes. En el plazo de referencia a 10 años (donde se concentra la mayor parte de la demanda los grandes fondos de inversión internacionales), se pasó a emitir dos *benchmarks* anuales en lugar de uno.

Además de ampliar su programa de financiación convencional (en euros y a tipo fijo) se fomentaron otros instrumentos para alcanzar a otros tipos de inversores. Por primera vez desde 2005, en 2008 el Tesoro emitió una nota a medio plazo en dólares; en la actualidad se emiten una o dos notas al año en función de las oportunidades de ahorro que ofrezca este mercado. En 2009 se comenzó a emitir Bonos del Estado a tipo de interés flotante y referenciados al Euribor; en la actualidad, hay dos referencias a con vencimientos en 2012 y 2015, y no se descarta emitir más. Finalmente, el Tesoro ha realizado pequeñas emisiones complementarias: colocaciones privadas de notas preamortizables, préstamos negociables bajo legislación alemana, y la contratación y renovación de líneas de crédito bancario para cubrir pequeños desfases de tesorería.

*En segundo lugar*, el Tesoro logró emitir más y en buenas condiciones porque mantuvo y amplió su base inversora. Es cierto que en una crisis de confianza aumenta el ahorro junto con las necesidades financieras de los

gobiernos, y que las autoridades monetarias han estado inyectando grandes dosis de liquidez —en principio, hay suficiente demanda para todos. Sin embargo, en un contexto de aversión al riesgo, la llamada *huida hacia la calidad* puede hacer que muchos inversores apliquen este ahorro donde más seguro lo perciben, donde menos se remunera y, en última instancia, donde menos se necesita. Para evitar esto, el Tesoro Público ha ido potenciando la comunicación con los inversores, por medio de *roadshows* en el extranjero y una relación bilateral permanente con los principales fondos de inversión, con objeto de facilitar a éstos la información necesaria sobre la situación de la economía y las acciones emprendidas para que puedan tomar sus decisiones de inversión. En este esfuerzo ha sido de gran importancia la implicación de todas las administraciones públicas, así como la de los Creadores de Mercado del Reino de España.

Este esfuerzo ha contribuido a que, aumentando tan significativamente el volumen de deuda en circulación, la proporción de deuda en manos extranjeras no haya variado sustancialmente en los últimos años. Además, si se descomponen las tenencias de no residentes por regiones, se observa que el Tesoro está diversificando aún más esta base inversora —más proporción de inversores de Asia y África, menos de Europa.

*En tercer lugar*, la flexibilidad de los mecanismos de emisión en el mercado primario han permitido al Tesoro adaptarse al nuevo entorno de déficit. Hoy se acude al mercado primario de forma más frecuente, con subastas cuatro días al mes, y algunos días con varias subastas simultáneas.

Además, dadas las elevadas necesidades de financiación, en 2009 el Tesoro decidió dotar de más liquidez toda su curva de deuda en circulación, incluidos aquellos plazos que anteriormente se habían cerrado. Mediante subastas extraordinarias anejas a las subastas ordinarias anunciadas en el calendario trimestral, el Tesoro reabrió referencias antiguas junto con sus *benchmarks* según las bolsas de demanda inversora que señalaban los creadores de mercado. Esta práctica ha dado buenos frutos. La liquidez media de la cartera de Bonos y Obligaciones aumentó en 2009 de 12.500 millones de euros a 15.000 millones, sin que aumentaran ni el coste de emisión ni el coste de la deuda en circulación. A principios de 2010 se decidió, además, aumentar el volumen medio de las referencias con vencimiento superior a los 10 años hasta los 16.500 millones de euros.

Por último, cabe señalar que, en la actualidad, el Banco de España (como agente financiero del Tesoro) está reformando el sistema de subasta para adecuarlo más a la integración del mercado europeo de capitales y a la tecnología disponible.

*En cuarto lugar, y a pesar de la volatilidad que provocaban la aversión al riesgo, el pánico y (en una medida no descartable) la especulación, el mercado secundario de la deuda pública española permaneció líquido y seguro gracias a la acción concertada de las autoridades y los creadores de mercado.*

La misión de las autoridades es asegurar que los creadores de mercado tengan suficientes incentivos para cumplir sus compromisos de aportar liquidez, aun cuando hacerlo les supone un fuerte riesgo de pérdida. Los instrumentos de que dispone el Tesoro para incentivar este comportamiento son los mandatos para realizar emisiones sindicadas (con sus correspondientes comisiones a las entidades ganadoras) y el otorgamiento de la opción a participar en la segunda vuelta de una subasta (en la que se le brinda a una entidad la oportunidad de comprar valores a precios distintos a los del mercado). Flexibilizando el sistema de evaluación de los creadores de mercado, y mejorando la opción de la segunda vuelta, el conjunto de entidades se ha sentido lo suficientemente motivado como para permanecer activo durante los peores tramos de la tormenta financiera.

En materia de infraestructura del mercado secundario, cabe destacar los esfuerzos que realizan las entidades participantes para integrar el mercado español de *repos* en la red europea de entidades de contrapartida central. Las oportunidades de diversificación de riesgo y de aprovechamiento de economías de escala permitirán una distribución de liquidez mucho más fluida y eficiente.

## **V. CONCLUSIÓN**

---

Sin duda, los desafíos financieros a los que nos enfrentamos como país —una consolidación fiscal en un entorno de bajo crecimiento, nacional y global, y una profunda transformación estructural de la economía— son de gran calado. Ahora bien, como hemos venido demostrado en los últimos treinta años, nuestra gran capacidad de adaptación a distintos entornos es un importante activo para salir fortalecidos de la crisis. En este sentido, el mercado de deuda pública moderno, robusto y flexible que hemos ido desarrollando a lo largo de estos años, y que nos ha permitido ya anteriormente navegar en aguas turbulentas, contribuirá a afrontar el desafío.



# Financiación de la empresa española (1983-2008)

Vicente Salas  
Jorge Rosell

## I. INTRODUCCIÓN (\*)

El acceso a la financiación a un coste accesible y con unos instrumentos financieros ajustados a las características del negocio y de los activos a financiar constituye un aspecto crítico para el buen desenvolvimiento de las empresas. De forma reiterada, las encuestas donde se pregunta a los emprendedores sobre los obstáculos que afectan a la decisión de crear una empresa colocan el acceso a la financiación en el primer lugar de la lista, a distancia de los demás. Las valoraciones sobre los factores que han de permitir a la economía española recuperar la senda del crecimiento destacan, en un lugar prioritario, la condición de que se active de nuevo el crédito bancario a las empresas. A pesar de los avances en la modernización del sistema financiero español en los últimos lustros, el análisis de la financiación empresarial mantiene plenamente su interés.

Este trabajo analiza la financiación de la empresa española bajo una perspectiva temporal larga, 1983-2008, utilizando principalmente la información pública de la Central de Balances del Banco de España. El texto relaciona la financiación empresarial con las demandas de capital productivo que las empresas desean para llevar a cabo la producción, y cuya inversión necesitan financiar. Posteriormente, se analiza la importancia relativa de las fuentes principales de financiación, propia y ajena, de las empresas españolas a lo largo del periodo estudiado. Por último, el estudio de la estructura financiera centra su atención en la importancia de la financiación bancaria dentro de la financiación ajena. Teniendo en cuenta que el sector de actividad económica al que pertenece la empresa (por las características de la tecnología de producción y el tipo de activos que utiliza) y el tamaño (por diferencias en riesgos y garantías ofrecidas entre grandes y pequeñas empresas) condicionan la inversión y financiación empresarial, la información que sirve de base para el análisis se presenta desagregada para el conjunto de empresas no financieras y para las empresas del sector manufactu-

rero, por un lado, y para el colectivo de empresas privadas grandes y pequeñas, por otro.

Dentro del periodo de estudio, la economía española pasa por diferentes fases del ciclo económico y, con el inicio del nuevo siglo, se produce un cambio estructural importante en la economía y en la sociedad en su conjunto con la incorporación de España a la zona del euro. La entrada en el euro desencadenó un proceso de fuerte expansión del sector bancario en España, con el consiguiente aumento de la deuda bancaria en el balance de las empresas y de las familias, a la vez que un descenso pronunciado en los costes de la financiación. De igual modo, dentro del periodo estudiado, se produce una modernización sustancial de los mercados financieros en España (bancarios y no bancarios), por lo que surge la pregunta sobre las consecuencias que previsiblemente ha tenido para la inversión y la financiación de las empresas esa modernización. Por ejemplo, resulta pertinente preguntarnos si la desintermediación bancaria y la financiación directa del mercado han crecido relativamente, o no, entre las empresas españolas, aumentado así las fuentes de financiación disponibles.

Otro tema que ha suscitado la atención de investigadores y analistas en los últimos años ha sido el posible cambio en la forma de hacer banca como consecuencia de los avances en las tecnologías de la información y de las comunicaciones. La tesis defendida por algunos es que la banca transaccional ha ganado peso, con respecto a la banca relacional, como consecuencia de los avances en las técnicas de valoración de riesgos con información secundaria (técnicas de *scoring*), con lo cual la banca de relaciones tendría también menos presencia en los mercados crediticios. Una forma cualitativa de acercarnos a ese posible cambio en las relaciones entre bancos y empresas consiste en analizar cómo ha evolucionado el número de relaciones que las empresas mantienen con los bancos a quienes piden prestado.

La exposición posterior se organiza del siguiente modo: en el apartado II, se presenta un marco conceptual para evaluar la financiación empresarial a partir de la demanda de fondos, determinada por el *stock* deseado de capital productivo; en el III, se presentan los principales datos descriptivos de la evolución de la estructura financiera de las empresas españolas en los distintos colectivos propuestos, se distingue entre deuda y fondos propios y, en la primera, entre deuda bancaria y no bancaria y por plazos de vencimiento; en el IV, se presentan algunas valoraciones cualitativas sobre la evolución de la banca de relaciones en España; finalmente, en las conclusiones se resumen los resultados más destacados del ejercicio.

## II. LA DEMANDA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

La demanda de financiación por parte de las empresas y el acceso a ella están marcados por la fase de su ciclo vital en que se encuentran. En el momento de crearse, es cuando la empresa afronta las mayores dificultades para encontrar la necesaria financiación, porque a la situación habitual de asimetría de información que caracteriza a los mercados financieros se une la falta de experiencia y reputación de la nueva empresa, y muchas veces también del empresario que la crea (1).

Si la empresa se asienta en el mercado, en muchos casos se planteará entrar en una fase de alto crecimiento, con el consiguiente aumento de capacidad y de necesidades de financiación de activos tangibles (plantas) e intangibles (marca comercial) que ello significa. Cuando esto ocurre, existen ya elementos de juicio en la historia de la empresa y del empresario para evaluar mejor los riesgos del proyecto, pero la importancia de las inversiones a realizar y el compromiso a largo plazo con el proyecto que se pide a los agentes financiadores, es decir, los riesgos que se van a asumir, terminan por condicionar de nuevo la decisión de financiación. Además, habrá que diversificar las fuentes y los proveedores de financiación (más socios que aportan capital, más de una entidad financiera), creando nuevos problemas de coordinación y disciplina entre todos ellos. Superada la etapa de desarrollo, la empresa afronta la madurez, donde consolida una senda de crecimiento y necesidades de financiación para la que contará con el importante recurso de los fondos generados internamente (2).

Entrar en los detalles de los mecanismos concretos que condicionan la demanda de financiación en cada fase del desarrollo empresarial, y explicar las respuestas desde la oferta en forma de instrumentos y agentes financieros desarrollados para atenderla, está fuera del alcance de este trabajo. En el resto de la exposición nos limitaremos a una breve referencia a la demanda de

financiación de la empresa en un estadio relativamente consolidado de su desarrollo.

Supóngase una empresa representativa con tecnología de producción representada por la función  $Q = F(K, L)$ , donde  $Q$  es el volumen de capacidad/producción,  $K$  es el *stock* de capital y  $L$  es el número de trabajadores. El coste por trabajador es  $w$ , y el coste de uso del capital es  $c p_K$ , donde  $c$  es la rentabilidad esperada por el inversor igual al coste de oportunidad financiero real  $k$  más la tasa de depreciación  $d$ ; es decir  $c = k + d$ . Por otra parte,  $p_K$  es el precio al que se compra una unidad de servicio de capital en el mercado. La empresa vende el producto final a un mercado competitivo con precio  $p$ .

De la condición de maximización del beneficio se obtiene

$$\frac{p_K K^*}{p Q^*} = \frac{\beta}{c}$$

Donde \* indica valor en el óptimo y  $\beta$  es la elasticidad de  $Q$  con respecto a  $K$  en la función de producción. Es decir, la inversión monetaria en el *stock* deseado de capital productivo de la empresa por unidad monetaria de *output* (valor añadido cuando consideramos capital y trabajo) es igual a la elasticidad del *output* con respecto al capital productivo dividida por el coste de uso por unidad monetaria invertida en el capital.

La empresa puede financiar la inversión en su capital productivo con deuda,  $D$ , o con fondos propios,  $E$ . Si  $b = D/(E+D)$  es la ratio entre deuda y total de la financiación (que es igual al total de lo que hay que financiar,  $p_K K^* = D + E$ ) deseada por la empresa, la deuda por unidad de ingreso monetario será (3):

$$\frac{D}{p Q^*} = \frac{b p_K K^*}{p Q^*} = \frac{b \beta}{c} \quad [1]$$

Los valores deseados de las variables de capital productivo y *output* son valores de equilibrio a los que la empresa, en general, no converge de forma instantánea, sino que se progresa hacia ellos en un proceso de ajuste con costes (de ajuste) que también hay que optimizar. La decisión empresarial de ajuste en el *stock* de capital deseado es la de inversión y desinversión, de la cual resultan unos flujos de necesidades de fondos por periodo de tiempo que la empresa deberá financiar. Todo esto significa que los *stocks* de activos y pasivos que presentan las empresas al cierre de los ejercicios económicos reflejan la posición de éstas en el instante en que se miden, no necesariamente el punto de llegada al que, por otra parte, tal vez no se llegue nunca porque los valores deseados de las variables cambian con el

tiempo porque también lo hacen los parámetros que las determinan.

En cualquier caso, de acuerdo con la expresión anterior, la deuda sobre el *output* monetario de la empresa varía positivamente con la ratio de *endeudamiento deseado*,  $b$ , y con la ratio de capital productivo deseada por unidad de *output*. Qué determina el endeudamiento deseado por una empresa es una pregunta que se ha repetido con mucha reiteración entre los investigadores académicos, con el resultado de que en el valor de  $b$  concurren varios factores (ventaja de la deuda sobre los fondos propios por el ahorro fiscal que permiten los intereses, límites al endeudamiento para contener los costes de quiebra, prioridad por la autofinanciación sobre la financiación externa para evitar los costes adicionales provocados por la información asimétrica entre directivos e inversores,...), sin que pueda precisarse un valor de síntesis de consenso (4). Además, las empresas tendrán que adaptarse a la disposición de bancos u otros acreedores para darles la financiación de deuda que solicitan. Existen evidencias de que la disposición de los bancos a financiar a las empresas sin garantías adicionales a las que proporcionan los activos propiedad de éstas varía según las características de los activos que se financian (por ejemplo, es mayor cuanto más alto es el valor de realización de los activos caso de sustraerlos de la actividad productiva a la que van destinados) y con la variabilidad del resultado económico (éste, a su vez, suele estar inversamente relacionado con el tamaño de la empresa, por lo que las PYME acceden a la financiación bancaria con más dificultad que las grandes).

Más *elasticidad del output con respecto al recurso capital*, en la tecnología de producción, implica un mayor endeudamiento por unidad de *output* monetario para la empresa. La elasticidad depende, a su vez, de las características de la tecnología productiva de la empresa. Esta tecnología no sólo cambia de unas empresas a otras en el mismo sector, sino que estará sin duda muy condicionada por el sector de actividad y cambiará con el tiempo. Por ejemplo, en el sector servicios predominan, en general, tecnologías más intensivas en trabajo que en el sector de la manufactura. El peso relativo de los sectores productivos en el conjunto de la economía cambia con el tiempo, y sólo por ello es posible que cambie la relación entre deuda y *output* si tenemos en cuenta la influencia que ejerce la tecnología de producción sobre dicha ratio. Por esta razón, resulta aconsejable una cierta desagregación sectorial, en los análisis de la financiación empresarial, que permita tener en cuenta las visibles diferencias en tecnología entre ellos.

El tercer factor que determina la relación entre deuda y *output* de la empresa es el *coste de uso del capital*, igual al coste de la financiación (en términos reales; es

decir, descontada la expectativa de cambio en el precio del activo con el tiempo) más la depreciación del activo que se financia. La tasa de depreciación varía por tipo de activo productivo, y por tanto la composición de activos que conforman el total de servicios de capital  $K^*$  influirá en la deuda por unidad de *output*. El coste financiero es un tipo de interés que tiene en cuenta las oportunidades de inversión alternativas, de riesgo similar, para los fondos destinados a financiar el capital productivo de la empresa. Suele determinarse por el interés sin riesgo del mercado y una prima de riesgo que varía según el riesgo económico que soporta la empresa en particular. Por tanto, el coste financiero cambia con el tiempo según cambie el tipo de interés sin riesgo, y entre empresas, en función de su riesgo económico.

La deuda de las empresas puede ser de distinta procedencia (bancaria o captada directamente del mercado emitiendo bonos; procedente de otras empresas con las que se comparte grupo empresarial o procedente de fuera del grupo), y tiene diferente plazo de vencimiento (corto o largo plazo). Otra distinción relevante es la que puede hacerse entre deuda sin coste explícito (por ejemplo, la deuda con los proveedores, cuyo coste indirecto puede ser el renunciar a un descuento por pronto pago) y la deuda con coste explícito (por ejemplo, la deuda bancaria, por la que se paga un interés). La deuda con proveedores depende de la política financiera, pero también de la política de compras de la empresa y los usos comerciales del sector. Además, una empresa que aplaza el pago a sus proveedores en general aplazará también el cobro a sus clientes, de manera que las dos deudas se cancelan en el conjunto de la financiación del circulante de las empresas. Por estas razones, podría justificarse un tratamiento diferenciado de la deuda sin coste explícito del que se aplica a la deuda con coste explícito.

### III. ANÁLISIS EMPÍRICO: LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA SEGÚN DATOS DE LA CBBE

En este apartado se presentan algunos datos descriptivos sobre la financiación de la empresa española en el periodo 1993-2008, a partir de la información pública que facilita la Central de Balances del Banco de España (CBBE). En la exposición se distingue entre el colectivo de todas las empresas no financieras y el colectivo de empresas manufactureras, para captar algún rasgo de diferenciación sectorial, y entre el colectivo de empresas privadas grandes y empresas privadas pequeñas y medianas, para incorporar la dimensión del tamaño (5). Para cada grupo de empresas, se analiza primero la evolución de demanda de financiación, a través de la ratio de activo sobre *output* monetario, medido por el valor añadido del año correspondiente y de la evolución del coste financiero. En segundo lugar, se presenta infor-

mación sobre la estructura financiera o fuentes de financiación, distinguiendo entre propia y ajena con coste explícito. Finalmente, se analiza la composición de la financiación ajena por plazo y por naturaleza, bancaria, obligaciones emitidas en el mercado y otras fuentes de financiación.

## 1. Demanda de financiación

En el gráfico 1 se muestra la evolución temporal de la ratio entre deuda con coste de las empresas y valor añadido. En el conjunto de grandes empresas privadas, la *deuda en relación con el valor añadido* desciende de dos a uno entre principios de los ochenta y mediados de los noventa y, a partir de entonces, aumenta hasta que se multiplica por cuatro en los años siguientes hasta 2008. El perfil es similar, aunque menos pronunciado, para el conjunto de empresas no financieras y, en menor medida aún, para las manufactureras. En el colectivo de empresas pequeñas y medianas, la ratio se mantiene estable alrededor de uno hasta la entrada en el euro, cuando inicia una fase ascendente hasta situarse en un nivel de deuda que representa 1,5 veces el valor añadido.

### 1.1. Estructura financiera de las empresas

La *ratio de endeudamiento*, *b*, para el total de empresas no financieras presenta en su evolución dos tendencias, una desde los primeros años hasta 1996 o 1997 decreciente, que lleva la tasa de más del 50 por 100 hasta niveles por debajo del 40 por 100 (gráfico 2). Den-

tro de esta tendencia general decreciente, en varios de los años, concretamente de 1990 a 1993, se produce un incremento en la tasa de endeudamiento. La última parte del periodo, desde 1998 en adelante, la tendencia del endeudamiento es creciente. En general, puede afirmarse que la ratio de endeudamiento sigue un perfil opuesto al que muestra la evolución del coste medio real de la deuda, como se verá más adelante en el gráfico 5.

Es destacable la evolución del endeudamiento en las empresas de manufacturas, que inician el periodo del estudio con tasas superiores al 60 por 100, pero reducen la demanda relativa de deuda hasta niveles del 30 por 100 en los últimos años noventa. El incremento posterior del endeudamiento es evidente de 1999 en adelante, pero siempre con tasas de deuda menores en las empresas de manufacturas que en el conjunto de empresas no financieras.

Por lo que respecta a las diferencias en la evolución del endeudamiento por tamaños de las empresas, en general, las grandes presentan una tasa de endeudamiento mayor, pero también mayores oscilaciones en la misma, que las PYME. La evolución de la tasa es similar en las empresas grandes que la observada para el total de empresas, con un mínimo de endeudamiento en 1996 y una clara tendencia creciente posterior. Quizá el rasgo diferencial más evidente del endeudamiento en las PYME es su menor variabilidad, pues apenas superan en sus máximos de 1984 el 45 por 100, ni disminuyen en sus mínimos de 1998 por debajo del 35 por 100, lo que sugiere una menor sensibilidad al coste, o quizá una menor flexibilidad para ajustar su demanda de endeudamiento ante cambios del entorno.

GRÁFICO 1  
DEUDA CON COSTE / VALOR AÑADIDO

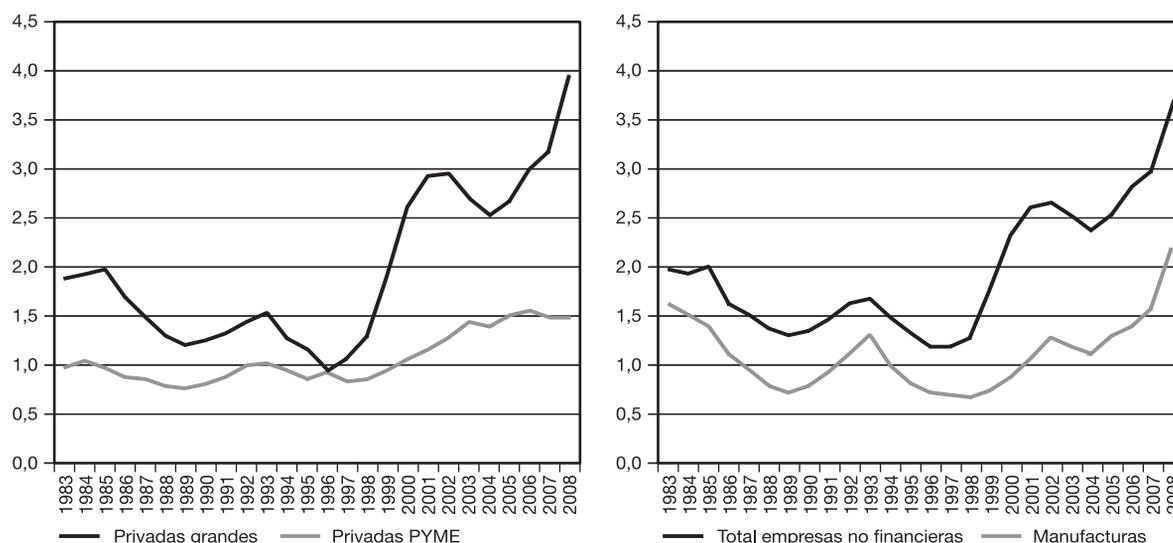
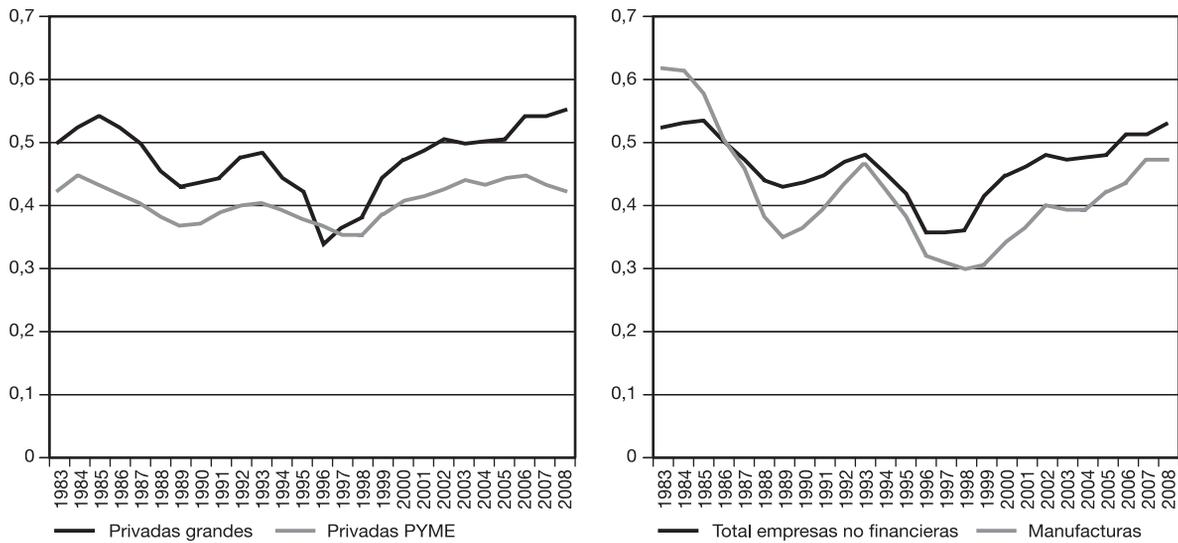


GRÁFICO 2  
DEUDA CON COSTE / ACTIVO NETO (6)



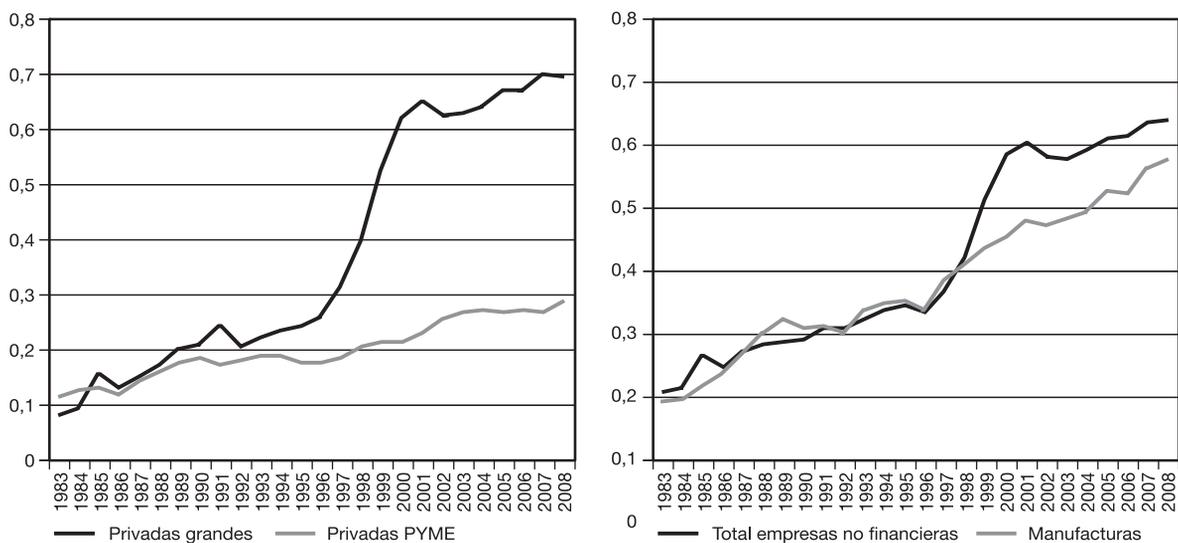
Nota: Deuda con coste entre valor en libros del activo neto (activo menos deudas sin coste).  
Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

### 1.2. Composición del activo e intensidad de capital en la producción

La deuda empresarial financia el conjunto de activos del balance, no sólo a los activos de explotación que están implícitos en la ecuación [1]. En los activos de los balances empresariales aparecen activos financieros y activos de explotación, por lo que resulta de interés

separar la contribución al endeudamiento de unos y otros (7). Del balance de las empresas españolas en el periodo se desprende la importancia creciente en el tiempo de los activos financieros, que en buena parte están vinculados a participaciones empresariales (acciones y títulos de deuda) en otras empresas, del mismo grupo o no, en el conjunto del mismo (gráfico 3). La proporción de activos financieros en el total del activo muestra una

GRÁFICO 3  
ACTIVO FINANCIERO / ACTIVO NETO (\*)



(\*) Cociente del valor en libros de los activos financieros entre el activo neto.  
Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

tendencia creciente a lo largo del tiempo en todos los colectivos de empresas considerados, pero de manera atenuada en las PYME. Ahora bien, resulta destacable el aumento tan notable que experimenta esta ratio en el colectivo de empresas privadas grandes, multiplicándose por cuatro en los últimos diez años del periodo. El salto en el valor de la ratio a finales de los noventa se aprecia también en el conjunto de empresas, pero es más atenuado. Entre las empresas manufactureras, la proporción de activos financieros crece de forma sostenida y regular durante todo el periodo, comenzando con un valor del 10 por 100 en 1983 y terminando con un valor del 55 por 100 en 2008. Entre las PYME la ratio es estable alrededor del 20 por 100 hasta el año 2000, y después crece en diez puntos porcentuales más.

El perfil temporal de la *ratio entre activos de explotación (8) y valor añadido* es casi opuesto al que muestra la participación de los activos financieros en el conjunto del balance de las empresas (gráfico 4). Atendiendo a la evolución de la ratio en el total de empresas no financieras, se observa una tendencia decreciente en su valor en los años iniciales del periodo, concretamente hasta 1987. Durante esos primeros años, la base de datos de empresas de la Central de Balances estaba en proceso de consolidación hasta que alcanzó una cifra relativamente estable de empresas colaboradoras, por lo que, al menos parcialmente, la evolución del indicador puede explicarse por los cambios en la composición de la propia muestra.

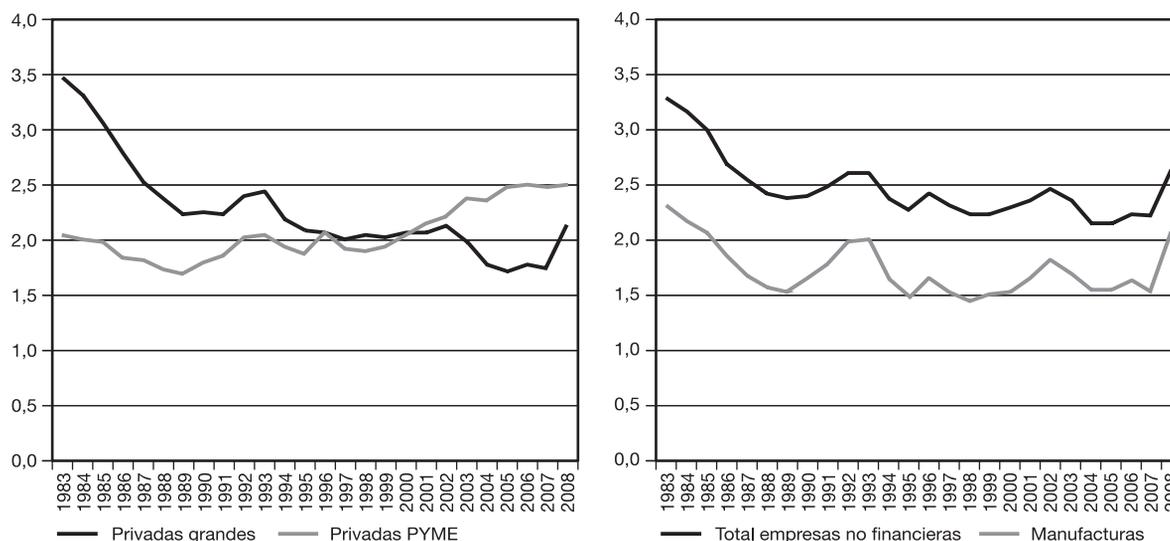
Desde 1987 hasta el final del periodo, a pesar de las oscilaciones, se percibe una tendencia general decre-

ciente en el valor del activo de explotación por unidad monetaria de *output*, aunque con importantes oscilaciones al alza en los años 1992 y 1993, 1996, 2001 y 2002, y 2008, años de menor crecimiento en el PIB (algunos de ellos incluso negativo), y por tanto en el valor añadido agregado (es decir, el aumento en la ratio parece estar condicionado por el descenso o el menor crecimiento del denominador).

Si el análisis se aplica a la evolución de la demanda de capital por parte de las empresas de manufacturas, los resultados son distintos. Si bien se aprecia la disminución en la ratio durante los primeros años hasta 1987 ó 1988, a partir de entonces la ratio oscila entre el valor de 1,5 veces en los años de crecimiento económico y el valor de 2 en los años de menor crecimiento o recesión, como los citados anteriormente. Podría afirmarse que, en el caso de las empresas de manufacturas españolas, la demanda de capital por unidad monetaria de *output* permanece relativamente estable durante los últimos veinte años, con las oscilaciones que pueden ser propias de la coyuntura, dado que la demanda de *stock* de capital se ajusta con menos agilidad que la propia producción.

Por lo que se refiere a la comparación de las empresas grandes y las PYME, hay algunos resultados que merecen ser destacados. Para el agregado de empresas privadas grandes, la tendencia general a la disminución del valor del activo de explotación sobre valor añadido es más evidente, y no sólo durante los primeros años, con las excepciones de los años 1992, 1993, 2002 y 2008. En el conjunto de periodo, el activo de

GRÁFICO 4  
ACTIVO DE EXPLOTACIÓN / VALOR AÑADIDO (\*)



(\*) Cociente del valor en libros de los activos financieros entre el valor añadido.  
Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

explotación pasa de ser 3,5 veces el valor añadido en 1983 a ser alrededor de dos veces en 2007 y 2008, para el citado corte de empresas grandes.

En el caso de las empresas pequeñas y medianas, los resultados son contrarios a los anteriores. Salvando los primeros años, de moderada disminución en la ratio, desde 1989 se aprecia una tendencia general creciente, pasando de 1,7 euros de activo de explotación por euro de valor añadido a 2,5 en los últimos años. La explicación al diferente comportamiento de la ratio entre las empresas grandes y las de reducida dimensión podría atribuirse a diferencias en la composición sectorial de ambas muestras que determinarían, a su vez, cambios de sentido opuesto en las tasas de depreciación de los activos típicos de unas y otras, o divergentes evoluciones en la propia elasticidad de la producción respecto al factor capital.

### 1.3. Coste de la deuda

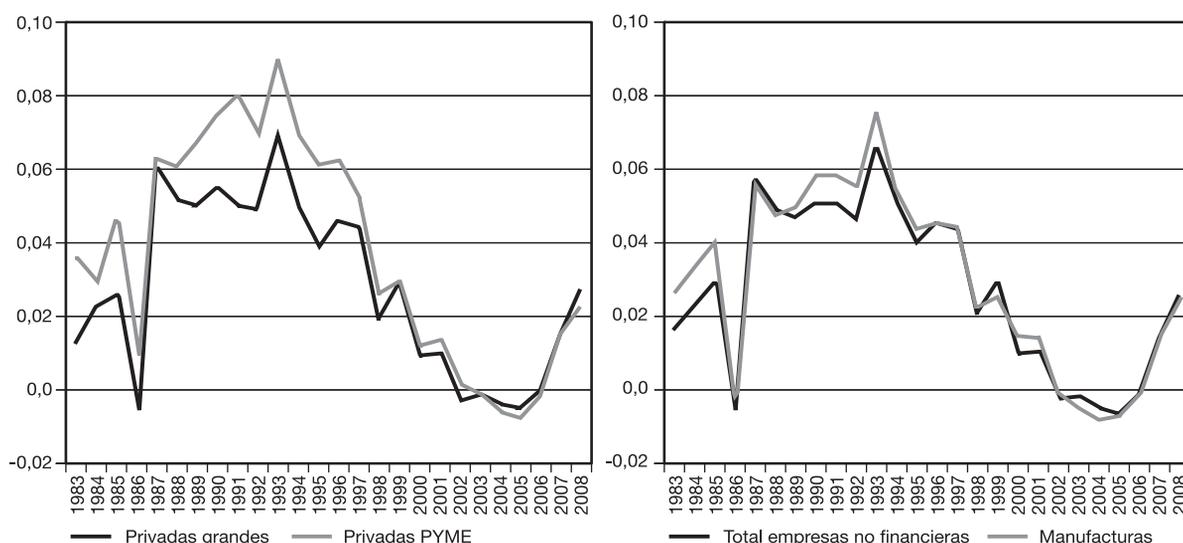
Otro de los elementos que contribuye a explicar la evolución de la demanda de financiación por parte del sector empresarial es la evolución del propio coste financiero, como parte del *coste del capital*, que durante las últimas décadas ha marcado hitos extremos. El gráfico 5 recoge las curvas del coste promedio real de la financiación ajena para las cuatro muestras. El coste medio real se ha aproximado como el cociente de los intereses de la financiación ajena entre la deuda con coste de las empresas, menos la variación relativa del deflactor del producto interior bruto.

En términos generales, la evolución del coste medio real de la financiación para el total de empresas no financieras muestra fuertes oscilaciones en los primeros tres años, como consecuencia no tanto de cambios en el coste financiero nominal como de la volatilidad de las tasas de inflación. Desde 1987 se produce un cambio de nivel en el coste de la financiación real, que se sitúa por encima de los cuatro puntos porcentuales y se mantiene en esos niveles hasta el año 1998. La senda descendente del coste real alcanza el mínimo en los años de 2002 a 2005, con un coste real negativo. En el periodo de 2006 a 2008, los costes muestran una tendencia creciente que los coloca por encima de los dos puntos.

Nuevamente, las mayores diferencias en la evolución se dan entre las empresas grandes y las PYME; en la primera mitad del periodo estudiado, el coste de las pequeñas se encuentra, en general, claramente por encima de las grandes, superando en algunos de los años una diferencia entre ambas de dos puntos porcentuales. A partir de 1999, el coste medio real para unas y otras empresas es prácticamente coincidente, llegando a ser en algunos de los años ligeramente inferior en las pequeñas y medianas empresas (9).

Para calibrar la influencia del coste financiero en la demanda de capital sobre *output* y sobre la demanda de financiación, resulta relevante tener en cuenta que el coste de uso del capital, que es la variable que interviene en [1], incluye el coste financiero y la depreciación. Del gráfico 5 se desprende que con la entrada del euro la prima de riesgo sobre el coste de la financiación de las empresas podría haberse reducido unos tres puntos porcentuales (coste real medio de 5 por 100 entre

GRÁFICO 5  
COSTE REAL MEDIO DE LA FINANCIACIÓN (\*)



(\*) Coste medio real de la financiación (intereses de la financiación recibida entre deuda con coste) menos el deflactor del PIB. En tanto por uno.  
Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España y del INE.

1987 y 1997, y de 2 por 100 a partir de esa fecha, si excluimos los años anómalos de tipos negativos con un diferencial muy alto de la inflación española con respecto a la europea). Los datos de CBBE indican una tasa de depreciación media para las empresas de alrededor del 10 por 100. Por tanto, el coste de uso del capital real con el euro habría descendido de un 15 por 100 antes a un 12 por 100 después, aproximadamente un 20 por 100. Si pensamos que con el euro y la mayor apertura económica se intensifica la competencia y la innovación, aumentando así la depreciación económica, el descenso podría ser menor.

Donde la menor prima de riesgo que aporta el euro es más visible es entre los activos inmobiliarios, especialmente el suelo, cuya vida útil es más larga, o incluso no se deprecian. En este sentido, con depreciación cero, el descenso del 5 por 100 al 2 por 100 en el coste real de la deuda significa un descenso del 60 por 100. No debe sorprender por tanto que la economía española haya aumentado de forma notable los activos inmobiliarios sobre el PIB en los últimos años. El aumento habría llegado a ser «excesivo» si, en lugar de tomar un coste real del 2 por 100, como se propone en este trabajo, como un valor de referencia sostenible en un plazo medio o largo, los agentes tomaron decisiones considerando los tipos reales en el entorno de cero entre 2002 y 2006.

## 2. Composición de la financiación ajena

### 2.1. Plazo

Por lo que respecta a la composición de la financiación ajena, en primer lugar, en el gráfico 6 se muestran

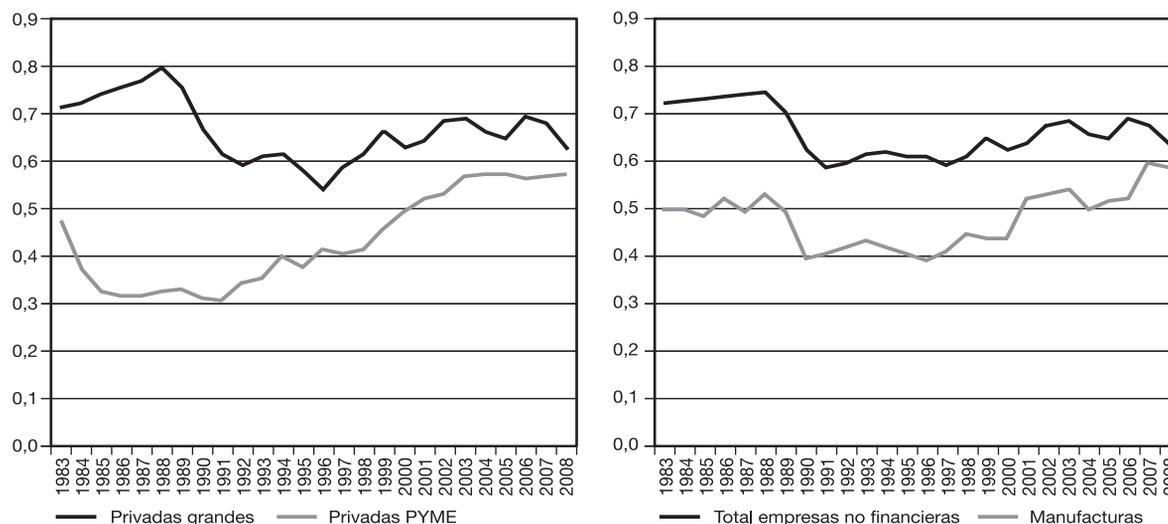
las curvas representativas de la evolución del porcentaje de la *deuda a largo plazo sobre el total de la deuda con coste de las empresas*. Para el total de empresas no financieras, y hasta 1988, el porcentaje de deuda a largo plazo supera el 70 por 100 del total; en los años posteriores se produce una reducción en el peso de la deuda a largo hasta un nivel en el entorno del 60 por 100, en el que se mantiene en el periodo de 1991 a 1997. A partir de 1998, se produce una cierta tendencia de crecimiento en el peso de la deuda a largo, que se vuelve a acercarse al 70 por 100 en algunos de los años de la última década.

Las empresas de manufacturas tienen un peso de la deuda a largo plazo que está, en muchos de los años, alrededor de veinte puntos porcentuales por debajo del consolidado del total de empresas. La tendencia, por otra parte, guarda paralelismo con la del total de empresas. Durante los años dos mil, las diferencias entre las manufacturas y el total de empresas se estrecha algo, acabando las manufacturas en 2007 y 2008 con los máximos del periodo: alrededor del 60 por 100 del total de la deuda es con vencimiento a largo plazo.

Las diferencias en el plazo de la deuda según el tamaño de las empresas son aún más evidentes. Las empresas grandes tienen el mayor peso de deuda a largo plazo en los primeros años del periodo, llegando a alcanzar en 1988 un peso cercano al 80 por 100. Desde dicho máximo, el peso de la deuda a largo plazo se reduce hasta colocarse en 1996 por debajo del 60 por 100. En la segunda parte del periodo, aunque recupera protagonismo de nuevo la deuda a largo plazo, no supera el

GRÁFICO 6

### DEUDA A LARGO PLAZO / DEUDA CON COSTE (\*)



(\*) Cociente entre la deuda a largo plazo y la deuda con coste.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

70 por 100. El caso de las PYME es muy distinto. En los primeros años del periodo, y en especial desde 1985 hasta 1991, el peso de la deuda a largo está ligeramente por encima del 30 por 100. Desde 1992 hasta 2003, su porcentaje se incrementa hasta acercarse al 60 por 100 del total en la parte final del periodo, pero lo más destacable es que se reduce la diferencia con las empresas de mayor dimensión.

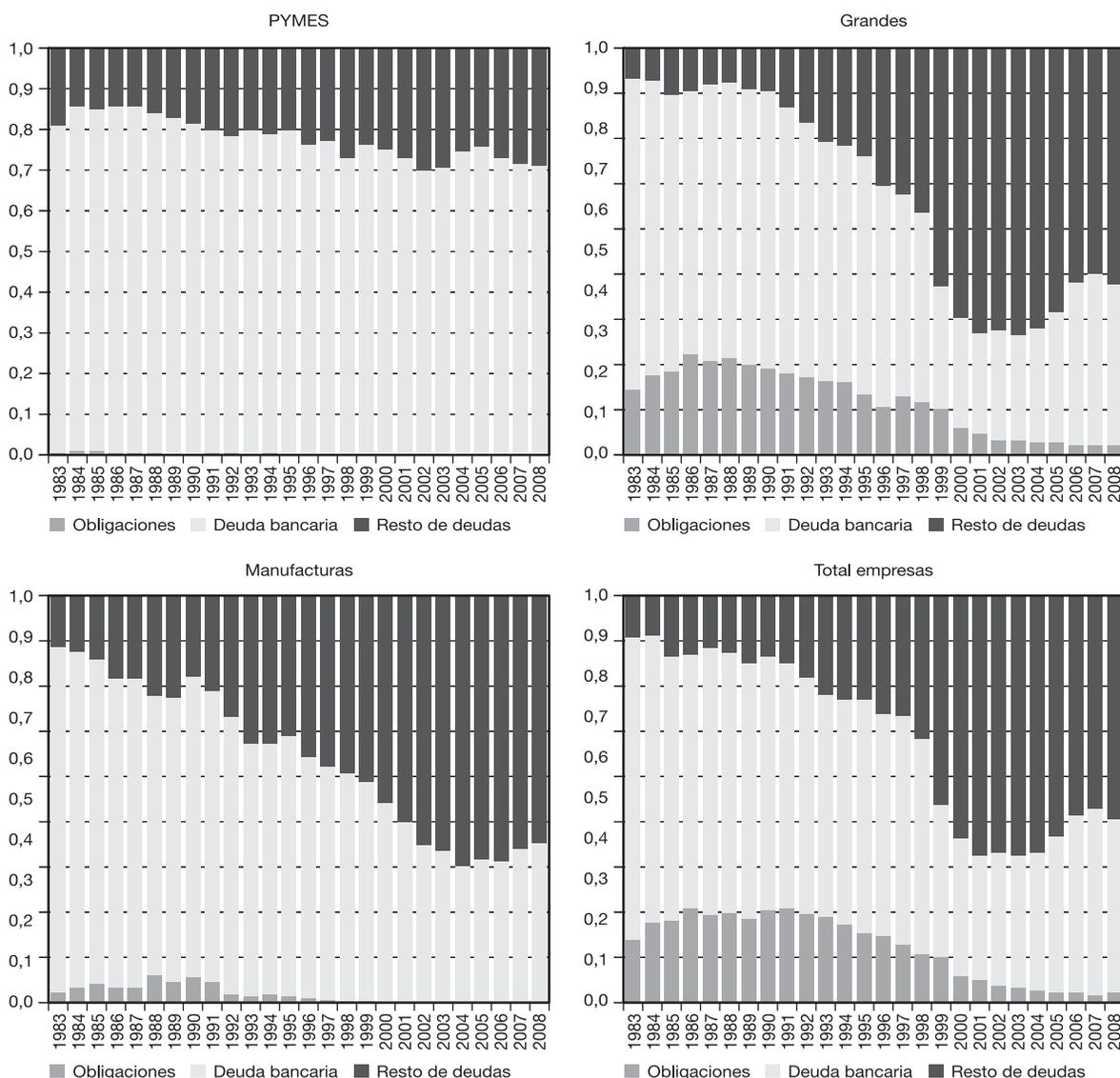
Las diferencias en los plazos de vencimiento de la deuda entre las empresas tendrán que ver, entre otras variables, con los plazos de maduración de los activos que se financian. Desde esta perspectiva, las empresas de menor dimensión tienen unos activos de menor perio-

do de maduración que las grandes y que el conjunto de empresas respectivamente. De todos modos, la tendencia creciente en la deuda a largo plazo de las PYME en los últimos diez años sugiere que, para estas empresas, las condiciones de acceso a plazos más largos de financiación han cambiado durante los años del euro con respecto a la situación anterior.

## 2.2. Naturaleza

El análisis de la composición de la deuda con coste se centra ahora en la importancia relativa de la deuda bancaria y no bancaria sobre el total (gráfico 7); dentro de la

GRÁFICO 7  
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA: NATURALEZA (\*)



(\*) Estructura en tanto por uno de la deuda con coste.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

deuda no bancaria, se distingue a su vez entre obligaciones, o financiación no intermediada, y «otros», cuyas características se analizan en un epígrafe posterior.

En el colectivo de PYME, la deuda bancaria representa el 80 por 100 del total, cifra que sólo desciende ligeramente en los últimos años del periodo, cuando aumenta la parte de otra deuda con coste. Entre las empresas grandes privadas, en la década de los ochenta la deuda con coste se distribuye entre bancaria, 70 por 100, obligaciones, 20 por 100, y otra deuda, 10 por 100. Durante la década de los noventa se produce un cambio sustancial en la composición de la deuda, con un descenso de la deuda bancaria y las obligaciones y un aumento en la deuda de otros, que llega a representar el 70 por 100 del total a comienzos del año 2000. Durante los años del euro, la presencia de obligaciones en la financiación de las empresas es simbólica, mientras que durante los últimos la deuda bancaria muestra una ligera recuperación, alcanzando casi el 50 por 100 del total. El perfil se repite en el conjunto de empresas de la muestra y entre las empresas manufactureras, aunque la pérdida de importancia relativa de la deuda bancaria es algo menor que en las empresas privadas grandes.

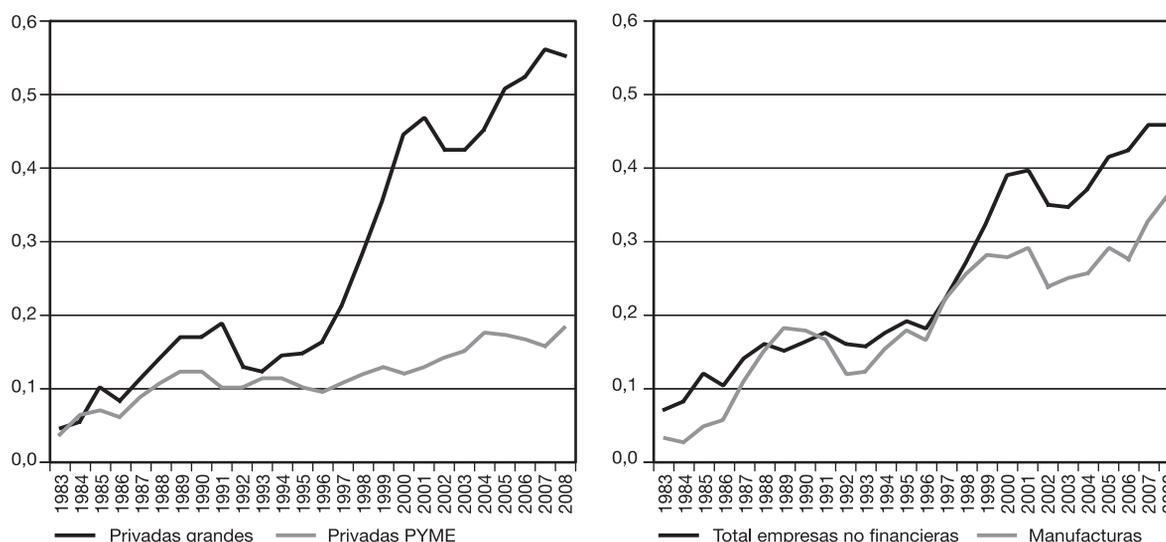
### 2.3. Relación entre activos financieros y otras deudas con coste

La interpretación más razonable de la otra deuda es suponer que se trata de deuda proveniente de empre-

sas con las que se comparte grupo o algún otro tipo de dependencia. De ser así, habría que esperar un cierto paralelismo entre la importancia creciente de los activos financieros en el balance de las empresas y el aumento de la importancia de otras deudas en el pasivo (10). Por otra parte, aun obviando la existencia efectiva de crecientes participaciones empresariales cruzadas entre las empresas de la muestra, y por un principio de agregación, sería conveniente, para evitar dobles contabilizaciones, descontar los activos y pasivos equivalentes con el fin de aproximar una posición neta de los activos financieros de las empresas en la muestra.

Así, el gráfico 8 presenta las curvas de evolución, para los cuatro cortes de la muestra de empresas, del porcentaje de los activos financieros sobre los activos totales después de sustraer del activo financiero (numerador) y del activo neto (denominador) la deuda con coste de otros. Para cada uno de los colectivos de empresas considerados, los perfiles de las curvas del gráfico 8 son muy similares a los perfiles del gráfico 3, aunque desplazados hacia un nivel inferior. Esto significa que la evolución de los activos financieros y de la deuda con coste de otros siguen una evolución paralela en el tiempo, como sería de esperar si uno es la otra cara de la moneda del otro: más relaciones de grupo y más deuda entre empresas del grupo. El gráfico 8 pone de manifiesto también que, aun sustrayendo la parte de financiación presumiblemente intra-grupo de empresas, los activos financieros netos restantes continúan representando una parte importante y creciente en el tiempo del activo neto. Por ejemplo, en el conjunto de empresas financieras el

GRÁFICO 8  
ACTIVO FINANCIERO NETO / ACTIVO NETO (\*)



(\*) Cociente (valor en libros de los activos financieros – financiación de otros y financiación sin clasificar del cuestionario reducido) / (Activo – pasivos sin coste – financiación de otros y financiación sin clasificar del cuestionario reducido). En tanto por uno.  
Fuente: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

activo financiero neto representa cerca del 50 por 100 del activo total neto, y en las empresas privadas grandes incluso supera ese porcentaje; en la PYME no llega al 20 por 100.

Parece evidente, dada la composición de la muestra de la Central de Balances, que la evolución de este indicador está reflejando el desarrollo que han experimentado en las últimas décadas los grandes grupos empresariales con la toma de participación en otras empresas españolas, y también en empresas extranjeras. Pero es también destacable que a este proceso de crecimiento por la vía de los activos financieros no fueron ajenas del todo las empresas de menor tamaño. Por ello, a la hora de determinar la demanda de financiación en las empresas no financieras españolas durante los últimos años, no se puede ignorar la parte de inversión que se vio reflejada en este otro tipo de activos.

#### **IV. RELACIONES ENTRE BANCOS Y EMPRESAS**

Según se desprende de la exposición anterior, la financiación bancaria aparece como la fuente principal de financiación ajena para las empresas españolas, especialmente entre aquellas empresas de menor dimensión. Por otra parte, la demanda de financiación de las empresas se ha visto condicionada por una proporción creciente de activos financieros en el conjunto de los activos del balance. En este apartado se aportan algunos elementos informativos adicionales, sobre la financiación bancaria y no bancaria de las empresas españolas, que completan la exposición anterior (11).

Existen contrastadas aportaciones teóricas y empíricas a la literatura sobre financiación empresarial en las cuales se pone de manifiesto que las fuentes de financiación, propia o ajena, bancaria o sin intermediar, no son perfectamente sustituibles entre sí, existiendo una cierta jerarquía financiera o prioridad entre ellas desde un menor a un mayor coste (beneficios retenidos, deuda y ampliación de capital vía mercado de capitales), Myers y Majluf (1984), Bond (2004). El origen de la jerarquía está en la asimetría informacional que domina las relaciones de la empresa con los proveedores de financiación externa. La financiación de las inversiones utilizando beneficios retenidos o fondos proporcionados por el empresario evita los posibles problemas derivados de la asimetría en la información. Otras respuestas a la información asimétrica son los *mercados financieros internos* y la *banca relacional*. Los mercados financieros internos surgen en empresas diversificadas y organizadas en unidades de negocio relativamente independientes en cuanto a su gestión, en las que la dirección general centraliza la tesorería y la asigna, con deter-

minados criterios de rentabilidad y coste, entre las distintas divisiones o unidades de gestión. Los grupos y *holdings* empresariales más o menos estructurados también siguen la lógica del mercado interno (los llamados *chaibols* y *keiretzus* son los más conocidos). La premisa en todos los casos es que la cabecera del grupo, o el máximo responsable de la tesorería, tendrá acceso a información interna en mejores condiciones que los proveedores externos, ya sean bancos o pequeños accionistas (Hoshi *et al.*, 1990; Yafeh, 2000).

La banca relacional, en contraposición a la banca transaccional, se caracteriza por un tipo de relaciones entre las empresas y los bancos en el que priman la continuidad, la repetición y multiplicación de operaciones entre cada empresa y un banco que adquiere el rango de banco principal (12). La banca transaccional, en cambio, se caracteriza por relaciones puntuales entre bancos y empresas regidas por condiciones de mercado (alternativas disponibles por cada parte en el momento de realizarse), sin vínculos temporales ni entre unas transacciones y otras. La banca relacional trata de fomentar la inversión por parte de las entidades financieras basándose en información «blanda», contextual y difícil de codificar sobre las empresas, mientras que la banca transaccional se basa sobre todo en información verificada y codificable. Las empresas más grandes y con más edad e historial pueden ofrecer la información objetiva y auditada que permite acceder a la banca transaccional, mientras que las empresas más pequeñas, y sobre todo más jóvenes, dependen de la banca relacional para una financiación regular y sostenida.

Un trabajo relevante en el que se pone de manifiesto la relevancia de los mercados financieros internos en contrapunto con la financiación bancaria, para el caso español, es el de Karaivanov *et al.* (2010). El trabajo sintetiza las relaciones entre bancos y empresas, primero, en si la empresa tiene o no deuda bancaria en su financiación ajena con coste, y, segundo, entre las empresas que sí tienen deuda bancaria, si la obtienen de un solo banco o de más de uno. La población objeto de estudio son las empresas españolas con al menos diez años de edad y que no cotizan en Bolsa (13). El trabajo encuentra que, año a año (y de forma persistente en el tiempo), más de un 10 por 100 de las empresas de la muestra no obtienen financiación bancaria, a pesar de que su ratio de endeudamiento total no difiere de las del resto de empresas. Estas empresas que no tienen relación alguna con los bancos obtienen una financiación de los proveedores, en términos relativos, inferior a la del resto de empresas (10,5 por 100 frente a 28,6 por 100), pero una financiación de otras empresas del grupo, principalmente el grupo familiar, muy superior (71,8 por 100 frente a 17,1 por 100). Por otra parte, entre las empresas que obtienen financiación bancaria, el 18 por 100 tienen relación con un solo banco, mientras que el

72 por 100 mantienen relaciones con dos o más bancos, observándose cierta transición a lo largo del tiempo de empresas que pasan de una categoría a otra. El trabajo se pregunta también si los distintos tipos de relaciones tienen consecuencias en forma de más o menos restricciones financieras para las empresas en el momento de la inversión. Los resultados muestran que las empresas sin relaciones con bancos son las menos restringidas (lo que sería consistente con las ventajas de la jerarquía empresarial para superar la asimetría de información), y las que trabajan con un solo banco las que más (lo cual no es del todo consistente con las hipótesis de que la exclusividad en las relaciones ofrece ventajas para la empresa).

Jiménez, Saurina y Townsend (2007), por otra parte, documentan de forma extensiva las relaciones entre bancos y empresas en España con un alcance temporal muy amplio (1984-2006), y con diferencias sectoriales y por tipo de entidad financiera, banco o caja. El trabajo muestra que el número medio de bancos con los que las empresas mantienen una relación de prestatarios retrocede de un número cercano a tres al principio del periodo hasta un número ligeramente por encima de dos a partir la mitad de los años noventa, dentro de una tendencia general a disminuir. Sin embargo, teniendo en cuenta que el número de bancos y cajas se reduce en España de forma importante en este periodo, y que un mayor número de bancos debe permitir más relaciones por empresa, en conjunto puede hablarse de estabilidad en el número de relaciones a lo largo del tiempo. Esta conclusión es todavía más evidente cuando se analiza la evolución temporal del número de relaciones por grupos de empresas de menor a mayor tamaño. Entre el 25 por 100 de las empresas de menor dimensión, el número medio de bancos de los que una empresa obtiene financiación es 1,1, prácticamente invariable en todo el periodo. Cuando se agregan las empresas de los grupos de tamaño siguientes, hasta llegar al colectivo del 75 por 100 de las empresas de menor dimensión, el número medio de bancos de los que una empresa obtiene financiación está ligeramente por encima de dos, y de nuevo permanece muy estable en el tiempo. En el 25 por 100 de empresas de mayor dimensión el número medio de bancos por empresa es de cuatro, y aquí sí se observa una cierta disminución de la cifra a lo largo del tiempo, explicable por la reducción en el número total de bancos.

Jiménez, Saurina y Townsend (2007) completan la información sobre el número medio de entidades financieras con las que opera cada banco con información sobre la parte del crédito bancario total que corresponde al banco más importante, y sobre las cifras de primeros bancos entre bancos y entre cajas. La proporción que representa el primer banco acreedor entre las empresas crece con el tiempo, y alcanza la cifra del 85

por 100 en promedio en el año 2006. El peso relativo del primer banco en el total de deuda bancaria disminuye según aumenta el número de relaciones, como cabría esperar, pero, incluso para empresas que obtienen financiación de más de una decena de entidades, el banco principal suministra en promedio un 27,7 por 100 de la financiación bancaria total. Entre las empresas con menos de cinco relaciones el primer banco facilita más de la mitad de la financiación a empresas; es decir, para casi el 90 por 100 de las empresas españolas que reciben financiación bancaria el primer banco proporciona, en promedio, alrededor del 45 por 100 del crédito bancario.

En cuanto a la comparación entre bancos y cajas, en los primeros años de la muestra, en el 72,5 por 100 de las empresas que tienen relaciones con una sola entidad ésta era un banco, en el 24 por 100 era una caja y en el resto era otra entidad, principalmente cooperativa de crédito. En 2006, último año del estudio, las cifras para bancos y cajas son del 41,3 por 100 y del 46,2 por 100, respectivamente. El cambio es todavía más significativo en el colectivo de empresas con más de una decena de relaciones bancarias. En 1984, el 90,7 por 100 de las empresas con más relaciones tenía como entidad de crédito principal a un banco, frente al 8,9 por 100 que tenía a una caja. En 2006, los porcentajes son del 56,9 por 100 y del 35,5 por 100, respectivamente. La ganancia progresiva de cuota de mercado en el mercado de crédito a las empresas de las cajas sobre los bancos ha ido acompañada de una paralela evolución en el protagonismo de las cajas como banco principal de las empresas, sin que existan evidencias de que la forma de propiedad de la entidad financiera añada matices diferenciados dignos de mención en la figura del banco principal.

## V. CONCLUSIONES

Resulta evidente que el crecimiento de la economía española en los veinticinco años que cubre este trabajo no hubiera sido posible sin un sistema financiero con eficacia demostrada en intermediar entre el ahorro y la inversión, controlando el buen uso de los fondos invertidos. Este trabajo centra su atención en la financiación de las inversiones empresariales por parte de las empresas españolas, buscando más representatividad sobre un colectivo heterogéneo diferenciando por sectores de actividad y tamaño. El trabajo cubre un periodo temporal previo y posterior a la entrada de España en la zona euro, poniéndose de manifiesto un cambio estructural en la inversión y financiación de las empresas españolas como consecuencia de dicha entrada.

Con la información de la CBBE, la mayor demanda de financiación con el euro tiene que ver con un crecien-

to no orgánico de las empresas españolas, especialmente las grandes no financieras, que se pone de manifiesto por un aumento muy importante de los activos financieros sobre el total de activos del balance. La otra fuente de demanda de financiación, por intensificación del recurso capital en el valor añadido de producción, apenas ha variado después del euro, con la excepción de un ligero aumento entre las PYME. Más allá de la acumulación de activos inmobiliarios, como ya hemos dicho favorecidos especialmente con la menor prima de riesgo por su vida útil más larga, el endeudamiento creciente del sector empresarial sobre el conjunto del PIB español en los últimos años se explica, en buena parte, por la necesidad de fondos con los que financiar las compras de empresas y participaciones por parte de grandes empresas con sede en España; mucho menos por un aumento en la ratio de deuda con coste sobre el activo total. El fenómeno se manifiesta también con cierta importancia en el sector manufacturero. Paralelamente, en el pasivo del balance crece un componente de deuda con coste entre empresas que circula por mercados financieros internos (empresas del mismo grupo) y hace perder peso relativo a la deuda bancaria, sobre todo entre las empresas grandes. De tal modo que algunos estudios detectan que hasta un 10 por 100 de empresas maduras no utilizan financiación bancaria en España. Los mercados financieros internos, con sus luces y sus sombras, mantienen una gran importancia en España, y sería de gran interés y utilidad para el debate público conocer mejor las causas y consecuencias de este hecho.

La financiación bancaria se mantiene como la principal fuente de financiación ajena con coste de las empresas españolas (hasta el 80 por 100 del total), lo que ayuda a comprender las dificultades adicionales que soporta este colectivo de empresas cuando, en situaciones de crisis, el crédito bancario no fluye con regularidad. El colectivo de PYME que colabora con la CBBE ha reducido su diferencial de costes financieros con las grandes después del euro, de manera que el coste real de su deuda (después de inflación) podría haberse reducido hasta cuatro puntos porcentuales con la entrada en el euro, acercándose al coste al que se financian las grandes, aunque la falta de representatividad del colectivo de PYME que colabora con la CBBE impide extrapolar esta conclusión al conjunto de la población de empresas.

Mirando hacia el futuro, cabe esperar que el sistema financiero mantenga la misma importancia estratégica de proporcionar financiación a las empresas y controlar su buen uso posterior que ha tenido en el pasado. La crisis inmobiliaria en que nos encontramos transmite la impresión de que el control del capital por parte del sistema bancario español no fue todo lo satisfactorio que se podría esperar al permitir exposiciones excesivas al riesgo. La inflación de activos que produce el primer choque del descenso en el coste financiero real (que

para un activo sin riesgo puede suponer doblar el precio, pues el factor de descuento de rentas casi perpetuas se reduce a la mitad) con el Euro puede ayudar a explicar ciertos fallos de gestión, además de presiones competitivas y carreras mutuamente destructivas para ganar cuota de mercado. El valor del colateral inmobiliario, que sin duda facilita el acceso al crédito, tendrá menos protagonismo en el futuro, cuando además la empresa española tendrá que seguir avanzando en una mayor dotación de activos intangibles sujetos a diferentes reglas de control sobre su gestión. El reto de la financiación empresarial será dar respuesta a las demandas de estos activos con la misma eficacia y efectividad con la que ha financiado a los activos tangibles que han predominado en el pasado.

## NOTAS

(\*) Los autores agradecen los comentarios detallados y precisos de Manuel Ortega y Roberto Blanco, del Banco de España, a una versión previa del trabajo, aunque el contenido final de éste es sólo de su responsabilidad. Se agradece también la financiación del Gobierno de Aragón a través del Grupo de investigación CREVALOR.

(1) DIAMOND (1984), STIGLITZ y WEISS (1981) y PETERSEN y RAJAN (1994) presentan los fundamentos teóricos y algunas soluciones sobre las imperfecciones de los mercados de crédito debidas a la información asimétrica.

(2) Una etapa singular del desarrollo de la empresa, de gran relevancia para el acceso a la financiación, es su salida a Bolsa; la financiación bursátil de la empresa española queda fuera del contenido del trabajo.

(3) La deuda se expresa por unidad de *output* monetario porque, en los estudios del endeudamiento del conjunto de la economía, es habitual expresar la deuda en porcentaje del PIB. La traslación al ámbito empresarial de esta práctica de alcance macro consiste en expresar la deuda de la empresa por unidad de valor añadido.

(4) Para un resumen claro y conciso de las teorías sobre el endeudamiento óptimo de las empresas véase BREALEY y MYERS (2000), capítulo 18.

(5) La CBBE proporciona información muy completa y depurada sobre una muestra de varios miles de empresas, pero no es una muestra representativa del conjunto de empresas españolas. La publicación Central de Balances del Banco de España, *Resultados anuales de las empresas no financieras* (varios años, última publicación de 2009), incluye una extensa nota metodológica con información sobre representatividad y otros datos de interés sobre las características de los datos que es importante tener en cuenta cuando se desee extrapolar el resultado del trabajo al conjunto de empresas. Según esta nota metodológica, la clasificación de las empresas por tamaños está basada en la Recomendación 2003/361/CE. Aunque se utilizan las cifras de activo e ingresos como umbral de garantía, se entiende por empresas pequeñas las de menos de 50 empleados, medianas las de 50 a 249 y grandes las de 250 en adelante. Por otra parte, es conocido el sesgo de la muestra hacia la gran empresa, lo que condiciona los resultados de los análisis a partir de aquella, sobre todo al tratar datos agregados. En este sentido, la separación de la muestra de PYME permite salvar esta dificultad, aunque el colectivo de PYME que colabora con la CBBE no es representativo de la pequeña y mediana empresa española.

(6) El activo neto es el valor del activo total menos la deuda sin coste. La financiación sin coste explícito tiene su origen en la financiación comercial y la de administraciones públicas a corto plazo,

principalmente, y representa alrededor del 21 por 100 del activo en el total de empresas no financieras, frente al 30 por 100 en las manufacturas. Es alrededor del 23 por 100 en las privadas grandes frente al 30 por 100 en las PYME. En las privadas grandes la variabilidad de su peso a lo largo del tiempo es significativa, con un máximo del 30 por 100 del activo total financiado sin coste en 1996, frente a un mínimo del 17,4 por 100 en 1984. Las PYME presentan una ligera tendencia decreciente en el peso de estas deudas durante los años dos mil.

(7) La expresión que determina la deuda se puede escribir:  $D/VA = (D/A) \times (AO/VA) \times (A/AO)$ , donde  $D$  es la deuda,  $VA$  el valor añadido,  $A$  el activo total,  $AO$  el activo de operaciones (complemento del activo financiero). La ratio  $D/A$  es igual a  $b$  y  $AO/VA$  es la intensidad de capital que se determina en [1]. El último término  $AO/A$  es el efecto composición del activo que se analiza por el complementario,  $(A-AO)/A$ .

(8) El valor del activo de explotación se obtiene trayendo del activo total de las empresas, primero, los activos que tienen el carácter de activos financieros, y segundo, el importe de las deudas sin coste de las empresas. De esta manera, el valor del activo de explotación es una valoración contable del *stock* de capital directamente implicado en la producción (inmovilizado más capital circulante neto de la financiación sin coste).

(9) La coincidencia en los costes medios de la deuda para empresas grandes y PYME contrasta con los datos publicados por el Banco de España, según los cuales los tipos de interés para operaciones financieras a partir de alto volumen de deuda (más de un millón de euros), que razonablemente son préstamos a empresas más grandes, son menores que los tipos de interés pagados en operaciones de menor volumen, y previsiblemente a empresas de menor tamaño medio. Los diferentes resultados, según la base de datos, pueden deberse a la representatividad de las PYME de la CBBE y/o a que no se controla por composición según plazos de vencimiento.

(10) En RAMÍREZ y ROSELL (1994) se valora la creciente presencia de participaciones cruzadas en la muestra de la Central de Balances del Banco de España.

(11) Quedan fuera de este texto las referencias a la financiación de las empresas nuevas y al emprendimiento en general. Las publicaciones de los resultados de los estudios GEM aportan información sobre la financiación de las actividades emprendedoras con la que puede completarse esta exposición. Como muestra véase GEM Cataluña (2006), capítulo 6.

(12) BERGER y UDELL (1995); BOOT (2000); ELYSIANI y GOLDBERG (2004); CARBÓ, RODRÍGUEZ y UDELL (2000); ESTRADA y VALLÉS (1998), GARCÍA MARCO y OCAÑA (1999) y PÉREZ (dir.) *et al.* (2007) contiene aplicaciones al caso español.

(13) La base de datos de este estudio combina información de la Central de información de Riesgos del Banco de España y de SABI.

## BIBLIOGRAFÍA

BERGER, A. N., y G. F. UDELL (1995), «Relationship lending and lines of credit in small firm finance», *Journal of Business*, vol. 68: 351-381.

BREALEY, R. A., y MYERS, S.C. (2000), *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill.

BOND, P. (2004), «Bank and non-bank financial intermediation», *Journal of Finance*, 59, 6: 2489-2529.

BOOT, A. W. A. (2000). «Relationship banking: What do we know?», *Journal of Financial Intermediation*, 9: 7-25.

CARBÓ, S.; F. RODRÍGUEZ, y G. F. UDELL (2008), «Bank lending, financing constraints and SME investment», mimeo.

DIAMOND, D. W. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.

ELYSIANI, E., y L. W. GOLDBERG (2004), «Relationship lending: a survey of the literature», *Journal of Economics and Business*, 56: 315-330.

ESTRADA, Á., y J. VALLÉS (1998), «Investment and financial structure in Spanish manufacturing firms», *Investigaciones Económicas*, 22 (3): 337-359.

GARCÍA-MARCO, T., y C. OCAÑA (1999), «The effect of bank monitoring on the investment behaviour of Spanish firms», *Journal of Banking and Finance*, 23: 1579-1603.

GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR (2006), *Cataluña. Informe Ejecutivo*, Generalitat de Cataluña, Barcelona.

HOSHI, T.; A. KASHYAP, y D. SCHARFSTEIN (1990), «The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan», *Journal of Financial Economics*, 27: 67-88.

JIMÉNEZ, G.; J. SAURINA, y R. TOWSEND (2007), «El número de relaciones bancarias de empresas e individuos en España (1984-2006)», *Estabilidad Financiera*, nº 13: 56-72

KARAVANOV, A.; S. RUANO; J. SAURINA, y R. TOWSEND (2010), «No bank, one bank, several banks: Does it matter for investment?», *Documento de Trabajo 1003*, Banco de España.

MYERS, S. C., y N. S. MAJLUF (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.

PÉREZ, F. (dir.) (2007), *Banca relacional y capital social en España. Competencia y confianza*, Fundación BBVA.

PETERSEN, M. A., y R. G. RAJAN (1994), «The benefits of lending relationships: Evidence from small business data», *Journal of Finance*, 49, marzo: 3-37.

RAMÍREZ, M., y ROSELL, J. (1994), «Estimación económica de la inversión, financiación y rentabilidad de la empresa española», *Economía*, 30: 68-109.

STIGLITZ, J. E., y A. WEIS (1981), «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, 71: 393-410.

YAFEH, Y. (2000), «Corporate governance in Japan: Past performance and future prospects», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, número 2.

# Productos Financieros Estructurados

Juan Mascareñas Pérez-Iñigo

## I. INTRODUCCIÓN

Los *productos financieros estructurados* nacieron en 1985 como resultado de la fuerte competencia existente entre emisores e intermediarios financieros, lo que acabó provocando un fuerte impulso de la innovación financiera, especialmente en lo tocante al diseño de productos financieros más sofisticados que pudieran ofrecer soluciones a las, cada vez más complejas, necesidades de cobertura de riesgo de los inversores.

La idea era crear una variedad de nuevos productos financieros cuyas características en cuanto a plazo, calidad crediticia, riesgo, mercados accesibles, etcétera, permitiesen satisfacer cualquier necesidad que tuvieran los inversores en cuanto a ajustar la exposición al riesgo de sus inversiones.

Este tipo de productos ofrecen a los emisores una gran flexibilidad en términos de estructura de los vencimientos, diseño de las emisiones y tipos de activos financieros. Todo lo cual les permite reducir tanto su coste del capital como los costes de agencia de conseguir efectivo en el mercado. Por ello, contribuyen a crear un mercado financiero más completo, lo que permite disponer de una frontera eficiente continua a un coste de transacción menor (Jobst, 2007).

Los *productos financieros estructurados* (PFE) se definían inicialmente (Mascareñas, 1995) como activos financieros de renta fija ligados a instrumentos derivados (1). Sin embargo, a partir de 1995 se inicia una amplia transformación de los PFE que acabó incluyendo dentro de ese tipo de productos no sólo a todos los que sirven para transferir el riesgo, sino incluso a los productos financieros titulizados. A partir de este momento, se empieza a utilizar el término *financiación estructurada* indicando un concepto más amplio que el utilizado en los PFE, y que consiste en la reestructuración de flujos de caja que pueden transformar las características de

riesgo, rentabilidad y liquidez de las carteras de inversión (Fabozzi, Davis y Choudhry, 2006).

Efectivamente, la historia de los PFE les ha llevado a evolucionar rápidamente, al menos, a lo largo de cuatro generaciones que se han ido superponiendo a lo largo de su vida. Las tres primeras tienen en común una serie de características entre las que destacaremos:

a) Ser creados mediante una operación de permuta financiera (o *swap*) subyacente. De tal manera, que el emisor raramente soporta alguno de los riesgos implícitos en el PFE, puesto que los ha cedido a una contraparte a través de la referida permuta financiera. Por este motivo, el emisor puede diseñar un producto financiero que cumpla las especificaciones demandadas por los inversores sin preocuparse por el riesgo soportado, puesto que va a poder cubrirlo a través de la permuta financiera correspondiente.

b) Desde el punto de vista del inversor, el único riesgo al que se encuentra expuesto es el propio del emisor. Esto es importante, puesto que los productos estructurados no suelen estar asegurados por un activo subyacente, sino por la calificación crediticia del emisor.

De la definición inicial de PFE se puede deducir que la mayoría de los productos estructurados pueden analizarse estudiando por separado el bono u obligación y los productos financieros derivados implicados en su construcción.

Así, es preciso señalar que hay varios factores que producen un impacto importante sobre la volatilidad del precio y los resultados de los PFE como, por ejemplo: el apalancamiento, el plazo del título, y el *riesgo de base* de la inversión, definido éste como el grado en que el índice al que está referenciado el PFE está correlacionado con el mercado que el inversor utiliza como referencia para medir el comportamiento (o resultado) de su inversión.

Por su parte, el *apalancamiento* puede ser definido como el grado de exposición a las variaciones de un índice por cada título adquirido. Así, por ejemplo, una emisión de 100 millones de euros en obligaciones podría, en el momento de su amortización, devolver el principal indexado a cinco veces la variación habida en el tipo de cambio de dos monedas determinadas durante la vida de la obligación. Así que el impacto que el valor de mercado de los tipos de cambio ejerce sobre dicha inversión apalancada es equivalente al impacto que dicho valor de mercado ejerce sobre una inversión cinco veces mayor. Obviamente, cuanto más aumente el apalancamiento más aumentará la volatilidad del rendimiento.

Al igual que los tradicionales títulos de renta fija, los PFE son más sensibles a las variaciones de los tipos de interés cuanto mayor sea su plazo. Es decir, el riesgo de interés aumenta con el plazo si los demás parámetros no varían.

El riesgo en que incurre un inversor aumenta cuando las variables que determinan el rendimiento de un título tienen poco que ver con las referencias utilizadas para medir el comportamiento global de su cartera de valores. Este *riesgo de base* puede hacer que un PFE obtenga un rendimiento mucho mayor o mucho menor que el del mercado, lo que puede dar al traste con la eficacia de la cobertura.

La mayor complejidad y amplia variedad de los PFE aumenta la dificultad de un ensamblaje eficiente, de su gestión y de la difusión de la información sobre su composición y riesgos que permita al mercado valorarlos adecuadamente.

En todo caso, es necesario comprender que al analista financiero que estudia un PFE no sólo le interesa cómo está diseñado éste, sino también cómo se protegen contra los riesgos implícitos el emisor y el intermediario. Por ello, vamos a ver tres ejemplos de PFE correspondientes a las tres primeras generaciones de éstos. Posteriormente, analizaremos la revolución que desató la cuarta generación.

## II. LA PRIMERA GENERACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS

La primera generación de productos estructurados surge en 1985 y se caracteriza por las siguientes características (2):

1) La estructura contiene únicamente un índice de tipos de interés variables (por ejemplo, el Libor o el Euribor).

2) La fecha de vencimiento del índice de tipos variables debe coincidir con la frecuencia de los pagos y liquidaciones del PFE (por ejemplo, si utilizamos el Euribor a tres meses, los pagos y liquidaciones del producto se harán trimestralmente).

3) El índice de tipos variables debe estar referenciado en la misma moneda en la que se denomina el producto estructurado (por ejemplo, si se utiliza el Libor a tres meses, el estructurado se denominará en dólares o, si en euros, entonces utilizaremos el Euribor a tres meses).

4) El PFE puede contener *caps* (3) y/o *floors* (4) sobre el índice subyacente, pero no opciones exóticas o no convencionales.

Los productos estructurados de la primera generación son los menos complicados de diseñar, y la razón de su éxito radica en la facilidad de comprensión por todas las partes implicadas, especialmente por parte de los inversores, que entienden fácilmente el funcionamiento de un índice de referencia. Como ejemplo de los diversos productos estructurados de esta generación citaremos: el IFRN, el FRN, el minimax FRN, el *capped* FRN, el *floored* FRN, el supervariable, etcétera.

## III. LA SEGUNDA GENERACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS

Los PFE de la segunda generación superan en complejidad a los de la generación precedente, siendo sus características principales las siguientes (5):

1) Las fechas de liquidación del índice de referencia y del PFE no coinciden (por ejemplo, un FRN cuyos cupones oscilan alrededor del tipo de interés de las obligaciones del Estado a diez años, pero cuya fecha de pago y liquidación tiene lugar trimestralmente, mientras que la del Estado, como es habitual, lo hacen anualmente).

2) El interés pagado por el activo financiero es función de la combinación de varios índices de referencia.

3) La inclusión de opciones exóticas en algunos PFE.

4) El índice utilizado como referencia no tiene por qué estar denominado en la misma moneda que los cupones pagados. Es decir, éstos pueden estar denominados en euros, pero utilizar índices denominados en dólares, yenes, remibis, etcétera.

5) Elevadas cotas de apalancamiento.

El diferencial comprador/vendedor de los PFE de la segunda generación es mayor que los de la primera

debido al gran número de instrumentos derivados implicados, aparte de que los riesgos implícitos en este tipo de productos no son fáciles de cuantificar (sobre todo por los inversores). Si bien es cierto que su éxito radica en que los característicos flujos que proporcionan no pueden ser obtenidos con otros activos financieros. Por ello, los inversores deben ser conscientes de que, aunque este tipo de estructuras proporcionan un mayor rendimiento que las de la generación anterior, ello lo consiguen gracias a incorporar un mayor riesgo de interés. Por tanto, los inversores deben entender perfectamente los riesgos que van a correr y los problemas derivados de adquirir dichos productos estructurados.

Algunas estructuras de esta generación son: los FRN sobre activos del Tesoro con plazo constante (CMT FRN), los bonos con diferencial CMT-Libor, los bonos con opciones exóticas implícitas, bonos amortizables indexados o IAN, estructuras sobreapalancadas, etcétera.

#### **IV. LA TERCERA GENERACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS**

La tercera generación está formada por los denominados bonos con categorías cruzadas (*cross-category notes*), y es la respuesta que surge en los años noventa del siglo pasado a la demanda de los inversores, que solicitaban que los PFE proporcionasen unos rendimientos que no estuvieran basados en índices del mercado interior de renta fija. Así, se crearon estructuras apoyadas en índices del mercado de renta variable o de otros instrumentos distintos de renta fija.

Los inversores en estos productos estructurados persiguen la consecución de uno de los tres objetivos siguientes (6):

1) *El arbitraje del capital con riesgo*. Principalmente, se basa en las recomendaciones que el Comité de Basilea hizo en 1989 sobre los requerimientos que deberían seguir los bancos en sus inversiones financieras arriesgadas. El Comité proporcionó una lista con cuatro categorías de riesgo: el 0 por 100 (deuda pública de los países de la OCDE, por ejemplo), el 20 por 100, el 50 por 100, y el 100 por 100 (acciones ordinarias, deuda de países emergentes, etc.). Así, un PFE podía replicar una de dichas categorías de riesgo y ser vendido a aquellos clientes que se encontraran cómodos en ella. El arbitraje del capital con riesgo es una de las razones principales por las que ciertos inversores (generalmente bancos), que podrían operar en los mercados de los activos subyacentes, prefieren hacerse con PFE de la tercera generación; esto les permite apalancar sus limitadas inversiones financieras arriesgadas y obtener el mismo resultado, pero más eficientemente. Esta idea ha tras-

cendido más allá del ambiente puramente bancario, y compañías de otros sectores también realizan dicho arbitraje.

2) *Los requerimientos de cobertura*. Puede ocurrir que cierto tipo de inversores pueda adquirir ciertos activos subyacentes pero no pueda cubrir sus riesgos utilizando los instrumentos derivados correspondientes a ellos, debido a limitaciones legales o a propias de la empresa inversora. Por ello, con objeto de cubrir esos riesgos, el inversor puede adquirir un PFE de categoría cruzada que realice el mismo trabajo que el instrumento derivado correspondiente.

3) *La asignación de activos*. Los productos estructurados ofrecen un camino alternativo a la inversión en los mercados subyacentes. En lugar de invertir una considerable suma de dinero en los países y mercados elegidos, un inversor podría hacer algo semejante adquiriendo estructuras de categorías cruzadas, con el beneficio añadido de la eliminación del riesgo de cambio implícito en las inversiones exteriores.

Las cuatro categorías de PFE de la tercera generación son: a) cupones indexados a divisas; b) cupones indexados a activos físicos; c) cupones ligados a índices de renta variable, y d) cupones ligados a índices de renta fija.

En conclusión, estas estructuras permiten a los inversores asignar y reasignar activos a gusto del inversor sin sufrir las complicaciones de negociar directamente en los mercados subyacentes. Pero se hace necesario estudiar a fondo las regulaciones legales, fiscales y contables antes de decidirse a adquirirlos. Además, estas estructuras someten a sus propietarios a una multitud de riesgos de mercado, riesgos que deben ser comprendidos y, por supuesto, analizados y controlados.

#### **V. LA CUARTA GENERACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS**

A partir de 1995 comienza a surgir un nuevo tipo de productos financieros estructurados tan sofisticados, y tan ampliamente utilizados, que se comienza hablar de «financiación estructurada» y del «mercado de la financiación estructurada». El objetivo que persiguen es básicamente el mismo que el de los clásicos PFE: adaptar los flujos de caja a las preferencias de riesgo de los inversores; pero ahora incluyen todos los instrumentos financieros sofisticados de transferencia de riesgo, en especial:

— *La titulización*. Títulos respaldados por activos o ABS (*asset-backed securities*) y títulos respaldados por hipotecas o MBS (*mortgage-backed securities*).

— *Los derivados de crédito puros.* Obligaciones de deuda colateralizadas o CDO (*collateral debt obligations*), permutas por insolvencia crediticia o CDS (*credit default swaps*), permutas del rendimiento total o TRS (*total return swaps*), opciones sobre diferenciales de crédito o CSO (*credit spread options*).

— *Los productos financieros híbridos.* CDO sintéticos, títulos con enlace crediticio o CLN (*credit-linked notes*), CDO con colateral de finanzas estructuradas, etcétera.

Como se puede observar, la casuística es inmensa, prácticamente el límite está impuesto por la imaginación del diseñador y por el éxito que su diseño tenga entre los inversores. Dejando aparte a la titulización, tal vez los dos productos financieros más famosos de esta generación son los CDS y los CDO. Veámoslos.

## **1. El CDO, u obligaciones de deuda colateralizadas**

El CDO, u obligación de deuda con un colateral (es decir, con un activo —o cartera de activos— que sirve de garantía al servicio de la deuda) es un tipo de producto financiero estructurado que permite a su emisor refinar la adquisición de instrumentos de deuda empaquetándoles en diferentes tramos de riesgo y vencimiento porque ello facilita su colocación a los inversores.

En realidad, el inversor que adquiere un CDO está vendiendo un seguro de crédito al emisor del mismo, ya sea total o parcialmente, en relación con el activo subyacente utilizado como referencia. El colateral utilizado en el CDO incluye un amplio rango de activos diferentes, como, por ejemplo, préstamos bancarios asegurados, bonos calificados como inversión, bonos de alto rendimiento, efectos comerciales a cobrar, CDS, efectivo, etc. En conclusión, un CDO no es más que un instrumento financiero que redistribuye el riesgo de insolvencia.

Los CDO comenzaron a emitirse a finales de la década de los años ochenta del siglo pasado, pero hasta que en 1996 la banca americana comenzó a utilizarlos como un instrumento de transferencia de riesgo no alcanzaron realmente su mayoría de edad. En los siguientes diez años su crecimiento fue exponencial, pasando de 48.100 millones de dólares en 1997 hasta los 502.400 millones de dólares en 2006 (un crecimiento del 26,4 por 100 anual y acumulativo). Los típicos compradores de CDO son los bancos (comerciales y de inversión), fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de cobertura (los famosos *hedge funds*).

### **1.1. Tipos de CDO**

— *CDO flujo de caja.* Se estructura para pagar las obligaciones con la liquidez generada por el cobro de

los intereses y del principal del activo colateral subyacente. Éste suele ser una mezcla de bonos y préstamos cuya titularidad legal es transferida al adquirente.

— *CDO sintético.* Adquiere la protección crediticia de los inversores vía CDS y derivados de crédito (a cambio del pago de una prima), al replicar de forma sintética la estructura financiera de un *CDO flujo de caja* sin necesidad de adquirir los activos colaterales.

— *CDO híbrido.* Es una mezcla de los dos anteriores, al utilizar simultáneamente sus estructuras de financiación.

— *CDO valor de mercado.* Soporta obligaciones a través del valor del colateral.

### **1.2. Diseño del CDO**

En su forma básica, un CDO no es más que un título —respaldado por una agrupación de bonos, préstamos y otros activos— que es adquirido por una institución financiera para, seguidamente, dividirlo en tramos agrupados según su grado de riesgo, lo que favorece mucho su venta en el mercado a los inversores. Por supuesto, cuanto mayor riesgo soporte el tramo mayor será su rendimiento prometido.

El típico diseño de un CDO implica estructurarlo en tres tramos que podemos denominar, de menor a mayor riesgo, *senior*, entresuelo y *junior*. El tramo *senior*, que suele tener la máxima calificación crediticia, es el primero en absorber los flujos de caja y el último en sufrir el impago del colateral, así que es el tramo con menor riesgo. Por otra parte, la mayor parte de las pérdidas esperadas (la insolvencia) se concentra en el tramo *junior* (también conocido como tramo accionario o *equity* en inglés), que es el culpable de la mayor parte de la exposición crediticia del CDO porque sólo recibe los flujos de caja una vez que los han recibido previamente los otros tramos, lo que implica que es el primero de ellos en afrontar el impago del colateral (este riesgo suele cubrirse mediante un CDS). Esta forma de compartir el riesgo induce un efecto apalancamiento sobre las diversas partes del CDO, cuyos diferentes perfiles de rendimiento-riesgo pueden ajustarse a las preferencias de los inversores.

Por lo general, los inversores deben esperar los mismos rendimientos para similares exposiciones al riesgo de insolvencia dentro de un mismo plazo de tiempo, tanto si nos referimos a bonos corporativos ordinarios como a deuda titulizada (los tramos a los que nos referíamos anteriormente). Sin embargo, en una estructura financiera tan compleja como un CDO esto no es así, porque las inversiones se evalúan en función del impac-

to que sobre ellas tienen las alteraciones en el valor del activo (o referencia) subyacente. La subordinación de los tramos crea una inversión apalancada, de tal manera que el perfil rendimiento-riesgo de los inversores difiere del que tendría la inversión directa en el activo subyacente. Así, cuanto más *junior* sea el tramo, mayor será la ratio de pérdidas esperadas por tramo (en relación con un tamaño dado) comparadas con las pérdidas esperadas en el activo subyacente (en relación con un tamaño dado). Esto puede dar un indicio de la complejidad de su valoración (7), porque, al ser dicha deuda titulizada tan altamente sensible a los cambios en el valor de su colateral subyacente, hace imprescindible una valoración exacta de los cuantiles extremos de la distribución de las pérdidas. Un ejemplo de valoración puede verse en Mascareñas (2010).

## 2. El CDS o permutas de créditos insolventes

Un contrato CDS (8) implica la transferencia del riesgo de crédito de un bono, o cartera de bonos, entre las partes contratantes. De tal manera, que proporciona al comprador del contrato —a menudo el dueño de los bonos— una protección contra su impago, o contra un descenso de su calificación crediticia, o contra otro «hecho crediticio» que les afecte negativamente.

El vendedor del contrato asume el riesgo de crédito que el comprador no desea soportar a cambio de recibir una compensación periódica (como la prima de un seguro convencional), y sólo está obligado a pagar si ocurre el hecho crediticio negativo al que hace referencia el contrato. En este caso, el vendedor del CDS puede entregar el valor en efectivo de los bonos referenciados, o de los bonos reales, según lo que estipule el contrato.

Al referirnos al «hecho crediticio», debemos distinguir si se trata de un bono corporativo o de un bono soberano:

a) Bono corporativo: quiebra, impago o reestructuración de la deuda.

b) Bono soberano: moratoria, impago o reestructuración de la deuda.

El CDS no está realmente unido al bono —o cartera de bonos—, sino que sólo está referenciado a él, por lo que dicho bono recibe el nombre de «entidad de referencia» (*reference entity*).

Al igual que ocurre con otros instrumentos financieros de cobertura, los CDS también se utilizan simplemente para especular; en este caso, sobre la calidad crediticia de una determinada entidad de referencia. Si se piensa que va a mejorar la calidad crediticia de la

referencia, se puede vender un CDS y recibir una serie de cobros a cambio, mejor que adquirir bonos de dicha empresa. Por el contrario, si se espera un empeoramiento, se puede adquirir un CDS y, a cambio de pequeños pagos periódicos, esperar recibir una gran cantidad de dinero si se produce la insolvencia.

Un CDS permite también acceder a exposiciones de vencimiento inalcanzables de forma directa, acceder a riesgo de crédito cuando la oferta de bonos es limitada, o invertir en créditos extranjeros sin asumir el riesgo de cambio. Así, por ejemplo, un inversor puede replicar la exposición de un bono o cartera de bonos a través de los CDS formando una cartera de bonos sintética, lo que resulta de gran utilidad cuando los bonos que tienen esa exposición en concreto son difíciles de obtener en el mercado.

### 2.1. La cobertura del riesgo de crédito con CDS

Como acabamos de comentar, si un propietario de bonos está expuesto a un riesgo de crédito que considera suficientemente alto, puede reducirlo o eliminarlo adquiriendo un contrato CDS. Veamos un ejemplo.

Un inversor INV posee bonos con un valor nominal de 10 millones de euros emitidos por la empresa EMP. El inversor decide cubrir su riesgo de crédito adquiriendo un CDS a cinco años. El diferencial de estos CDS referenciados a EMP se cotiza a 50 puntos básicos anuales. El banco de inversión BI ofrece vendérselos a INV para que éste pueda cubrir su exposición de 10 millones de euros a cambio de recibir:  $0,005 \times 10.000.000 \text{ €} = 50.000 \text{ €}$  anuales durante los próximos cinco años (la cuota anual puede desglosarse en pagos trimestrales).

Si la empresa EMP no incumple el servicio de su deuda durante el quinquenio, el banco BI se quedará con los 50.000 € anuales que ha ido recibiendo de INV.

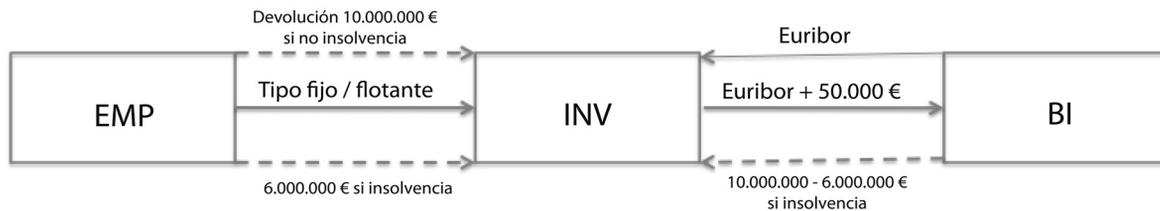
Si, por el contrario, EMP incumple sus pagos, podrá ocurrir lo siguiente:

— Si el CDS hace referencia a la entrega física (*physical settlement*), entonces BI debe pagar 10 millones de euros en efectivo a INV a cambio de recibir de éste los bonos (9), cuyo valor nominal es de 10 millones de euros. Éste suele ser el CDS estándar.

— Si el CDS hace referencia a la liquidación en efectivo (*cash-settled*), BI pagará al inversor INV la diferencia entre el valor nominal y el valor de mercado de los bonos EMP. Así, por ejemplo, si el precio de mercado de los bonos es el 60 por 100 de su valor nominal después de producirse un suceso crediticio adverso, enton-

GRÁFICO 1

## ESQUEMA DE UN CDS REFERENCIADO A LA LIQUIDACIÓN EN EFECTIVO



ces BI pagará 4 millones de euros (= 10 - 6) a INV. En el gráfico 1 se muestra el esquema de la operación.

## 2.2. La especulación con CDS

Los CDS son utilizados por los especuladores para realizar sus apuestas sobre la calidad crediticia de un emisor determinado. Un inversor que confíe en la calidad crediticia de éste puede vender CDS y cobrar las primas respectivas en lugar de adquirir los bonos del emisor. Por el contrario, si tiene una visión negativa de dicha calidad crediticia, puede adquirir CDS a cambio de pagar una cantidad anual relativamente pequeña y recibir a cambio una gran cantidad de dinero si el emisor resultase ser insolvente, o revender los CDS si disminuye grandemente la calidad crediticia.

Ahora bien, como siempre ocurre con la especulación, ésta puede ser perjudicial si se pone de moda especular. Debido a una sobre-especulación puede ocurrir que se dispare el valor de los CDS de una empresa en particular muy por encima de lo que le correspondería. Ello implica que el mercado de CDS está señalando que la empresa tiene mucho más riesgo del real, lo que dificultará su acceso al mercado financiero de deuda porque resultará prohibitivo para los prestamistas protegerse de la posible insolvencia de la empresa. El resultado es que una empresa rentable, y no tan arriesgada, se encontrará con graves problemas de financiación sin tener culpa en ello (10).

## 2.3. Negociación de los CDS

Los CDS se pueden comprar y revender normalmente en el mercado, es decir, no es necesario mantenerlos hasta su vencimiento. El valor de un CDS depende de que aumente o disminuya la probabilidad de que un emisor determinado tenga un problema crediticio. Si ésta aumenta, el valor del CDS también lo hará, lo que beneficiará a sus propietarios y perjudicará a sus ven-

dedores. Exactamente al contrario ocurrirá si la probabilidad del problema desciende.

Si se desea deshacerse de un CDS, éste se puede vender a un tercero, contrarrestando el contrato mediante la entrada en otro lo más parecido posible pero en el lado opuesto, o revenderlo al que se lo vendió.

La prima del CDS se cotiza en puntos básicos anuales sobre el valor nominal del contrato; sin embargo, el pago de aquélla suele hacerse trimestralmente (por ejemplo, si el CDS cotiza a 350 pb y el valor nominal del bono es de un millón de dólares, habrá que pagar 35.000 dólares anuales, a razón de 8.750 dólares cada trimestre). El arbitraje se encarga de que la prima del CDS se asemeje al valor del diferencial de rendimiento del bono con respecto a los bonos del Tesoro norteamericano, a pesar de que son conceptos distintos.

Hay que ser conscientes de que los CDS se negocian en mercados no regulados (OTC), lo que implica conocer muy bien el mercado y los activos subyacentes, así como los algoritmos informáticos utilizados para valorarlos. En muchos casos, la contraparte del CDS, ha transferido el riesgo a un tercero, y éste, a su vez, a una cuarta parte, etc., lo que complica saber quién es el que al final responde realmente por la insolvencia del bono protegido por el CDS; y si éste último no tiene la capacidad de hacer frente a sus obligaciones, pondrá en peligro toda la operación de cobertura (este riesgo de incumplimiento de la contraparte es un riesgo importante sobre el que conviene estar avisado).

Por otra parte, el apalancamiento implícito en muchas operaciones con CDS y la posibilidad de una avalancha de insolvencias puede resultar un desafío imposible de afrontar para los adquirentes del riesgo (los vendedores de CDS), y que sean precisamente éstos los que tampoco puedan pagar a los compradores de la protección (11). Todo lo cual añade incertidumbre a la evaluación de los CDS y a su mercado.

También hay que tener en cuenta que, si el CDS se liquida mediante la entrega física del bono subyacente, puede ocurrir que, si se produce la insolvencia, el precio de dicho bono ascienda. Esto puede ocurrir si hay un gran número de CDS sobre el mismo bono; en el caso de insolvencia, muchos inversores intentarán hacerse con los bonos para entregárselos a los vendedores de los CDS a cambio de recibir el valor nominal de dichos bonos. El resultado será que el precio de mercado del bono subirá, y la cantidad de dinero pagada por los emisores de CDS (y cobrada por los inversores) será menor.

Un caso práctico de valoración de un CDS puede verse en Mascareñas (2010).

## VI. CONCLUSIONES

El objetivo perseguido con el diseño de los productos financieros estructurados es la adecuación de los flujos de caja que generan con arreglo a unos parámetros de riesgo adecuados para las diversas clases de inversores; ello se hace mediante el uso combinado de instrumentos de renta fija, derivados y activos que actúan como colateral.

Las primeras generaciones de los PFE son relativamente fáciles de comprender y evaluar, aunque, a cambio, son menos conocidas. Por el contrario, a la última le ocurre exactamente lo contrario, pues su complejidad dificulta no sólo su evaluación, sino también la valoración y cobertura de los riesgos a los que está expuesta. Productos estructurados como los CDO y los CDS han estado en primera plana desde el comienzo de la crisis financiera en 2006-2007, y en el caso de los CDS se mantiene en ella como instrumento alternativo generado por el mercado de evaluación del riesgo de insolvencia de los emisores (12).

La ya mencionada complejidad es perfectamente explicable desde el momento en que el colateral utilizado como garantía de los PFE suele ser una cartera de diversos activos financieros e hipotecarios sujetos a sus propios riesgos. Además, el PFE propiamente dicho puede estar dividido en tramos con diversos riesgos y prelación de pago, y por último, los instrumentos de cobertura utilizados son, en muchos casos, OTC lo que les hace tener un riesgo de contraparte más alto de lo deseado.

## NOTAS

(1) Por ello forman parte de la ingeniería financiera, puesto que ésta trata del diseño y elaboración de productos financieros contruidos mediante la utilización de las opciones, futuros, *swaps* y contratos a plazo.

(2) Véase PENG y DATTATREYA (1995: 103).

(3) Un *cap* es un contrato de opción por el que el comprador se asegura un tipo de interés máximo en el caso de un préstamo o deuda; el vendedor, a cambio de recibir una prima, garantiza que el tipo de interés nunca superará el límite (*cap*) expresado en el contrato.

(4) Un contrato *floor* es el opuesto al contrato *cap*. Garantiza que el tipo de interés nunca bajará más allá de una cifra determinada (el *floor*).

(5) Véase PENG y DATTATREYA (1995: 171).

(6) En España reciben el nombre de *bonos-bolsa*.

(7) Hay una leyenda financiera que dice que para valorar el primer CDO básico (tres tramos) fue necesario utilizar un súper computador Cray durante 48 horas seguidas.

(8) Fueron introducidos por JP Morgan en 1995, y su éxito ha sido tan grande que a mediados de 2007 el valor de mercado de todos los CDS alcanzaba los 45 billones de dólares, de acuerdo con la ISDA (el doble que el mercado de valores de los EE. UU.).

(9) O cualquier otro activo que actúe como garantía, tal como el bono «más barato de entregar» (*cheapest to deliver*).

(10) Véase el estudio de CALLEN, LIVNAT y SEGAL (2006) para apreciar el impacto que tienen los beneficios empresariales en el valor de los CDS.

(11) En 2008, en plena crisis financiera, se detectó que una gran parte de los CDS y de los CDO emitidos mundialmente estaban finalmente garantizados por la aseguradora AIG, lo que obligó a un rescate *in extremis* por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos en cuanto el mercado lo supo, con objeto de evitar el colapso financiero de la gran banca (de hecho, la puntilla se la dio el mercado de CDS, que valoraba los títulos de AIG como si ésta estuviera ya muerta, cuando aún disponía de dinero).

(12) Entre otras cosas, debido a la poca fiabilidad que han demostrado las agencias de calificación de riesgos durante los últimos años en lo tocante a evaluar el riesgo de insolvencia de los instrumentos financieros complejos (en especial los CDO y los bancos de inversión que negociaban con ellos).

## BIBLIOGRAFÍA

CALLEN, J.; LIVNAT, J., y SEGAL, D. (2006), «The impact of earnings on the pricing of credit default swaps», *NYU Working Paper número 2451/27576*.

CHERUBINI, U., y DELLA LUNGA, G. (2007), *Structured Finance. The Object Oriented Approach*, John Wiley, Nueva York.

COVAL, J.; JUREK, J., y STAFFORD, E. (2009), «The economics of structured finance». *Working Paper 09-060*, Harvard Business School.

FABOZZI, F.; DAVIS, H., y CHOUDHRY, M. (2006), *Introduction to Structured Finance*, John Wiley & Sons, Hoboken (NJ).

JOBST, A. (2007), «A primer on structured finance», *Journal of Derivative and Hedge Funds*, vol. 13, 3, 199-213.

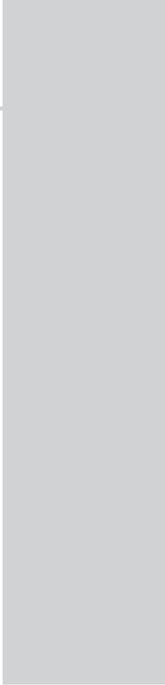
MASCAREÑAS, J. (1995), «Productos financieros estructurados. Análisis y estudio de su cobertura», *Actualidad Financiera*, 31, 1155-1173.

— (2010), «Productos financieros estructurados», *Monografías de Juan Mascareñas sobre finanzas corporativas*, nº 31. Disponible en <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>

PENG, S., y DATTATREYA, R. (1995), *The Structured Note Market*, Probus, Chicago.

WHETTEN, M.; ADELSON, M., y VAN BEMMELEN, M. (2004), «Credit default swap (CDS) primer», *Nomura Fixed Income Research*, 12 de mayo.





# **MERCADOS FINANCIEROS**

---

---



# El mercado de valores español. Financiación, transparencia y eficiencia

Antonio J. Zoido Martínez

## I. INTRODUCCIÓN

El mercado de valores español, parte fundamental de su sistema financiero, es hoy un amplio conjunto de sistemas de negociación, instituciones, instrumentos, intermediarios, sistemas técnicos, operativos y de organización que no pueden ya entenderse fuera de su contexto europeo y global, que han alcanzado un nivel de desarrollo y complejidad muy importante, y que cumplen de manera eficiente y satisfactoria su papel en la valoración y canalización de financiación a distintos plazos a través de instrumentos y títulos desmaterializados que, mayoritariamente, se negocian a través de mercados regulados.

La estructura actual, diseñada para soportar volúmenes de transacciones crecientes, ha alcanzado un grado de flexibilidad importante que le permite adaptarse y afrontar con garantías los rápidos cambios regulatorios y tecnológicos que se están produciendo en los sistemas económicos y financieros mundiales, especialmente a partir de la crisis que comenzó en el verano de 2007, que no ha finalizado en 2010 y que dejará huella como uno de los períodos más negativos y complejos de la historia. El hecho de que prácticamente todos los mercados financieros, monetarios, crediticios y de valores e instrumentos financieros, regulados y no regulados, se hayan visto sometidos a tensiones de liquidez y de valoración de una magnitud sin precedentes ha puesto de manifiesto el importante papel que, en las economías avanzadas, cumplen los mercados de valores regulados a la hora de proporcionar información sobre los precios de los activos y proveer liquidez en condiciones normales y extremas.

Los mercados de valores son uno de los ámbitos en los que la transformación cultural, social y económica que España ha protagonizado en los últimos veinticinco años se ha hecho más visible e intensa. El mercado de valo-

res se ha convertido, a lo largo de las últimas décadas, en un pilar esencial del desarrollo económico de España por su capacidad de canalizar importantes volúmenes de financiación a través de mecanismos que han ido mejorando en términos de transparencia, liquidez y eficacia. Los hitos de ese acelerado proceso de desarrollo y transformación han sido fielmente transmitidos a través de *Perspectivas del Sistema Financiero* desde los primeros números de la publicación (1).

Como reflejo reciente de la dimensión alcanzada por los mercados de valores españoles, en una economía cuyo producto interior bruto (PIB) se situaba en 2009 en 1,05 billones de euros, sirva apuntar que al cierre del año se encontraban admitidas a cotización en el mercado bursátil acciones por valor de 1,1 billones de euros, y se negociaron en el conjunto del año casi 900.000 millones de euros. En la deuda pública el saldo vivo se acercaba al cierre del año a los 500.000 millones de euros, y el volumen en operaciones al contado superó los 2,45 billones. En el mercado de deuda corporativa en 2009 se alcanzaron registros históricos, con 3,7 billones de euros de volumen negociado, y el saldo vivo cerró el año en los 870.981 millones de euros. También el mercado español de futuros y opciones vivió en 2009 un ejercicio récord en términos de contratos negociados, con 93 millones (2).

El último gran cambio legislativo vivido por los mercados de valores españoles se produce a finales de la primera década del siglo XXI, como consecuencia de la aplicación de la Directiva comunitaria de Mercados de instrumentos Financieros (MiFID), que modifica sustancialmente la estructura y funcionamiento de los mercados de valores españoles y europeos. A partir de esta Directiva, emerge un nuevo entorno regulatorio de la negociación de valores e instrumentos financieros que se caracteriza por la apertura a una mayor competencia, y en el que los mercados regulados conviven con

otras figuras de nueva creación, entre las que destacan los sistemas multilaterales de negociación (SMN). La MiFID reconoce a los mercados regulados como los mercados de instrumentos financieros por excelencia, mercados de referencia, y establece estrictos requisitos para autorizar tanto los mercados regulados como sus operadores e intermediarios. En el caso del mercado de valores español, la transposición de la Directiva comunitaria a la legislación nacional se concretó en la publicación de la Ley 47/2007, pilar fundamental de la estructura legal del actual mercado de valores (3).

Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. Actualmente, se consideran mercados secundarios oficiales de valores las Bolsas de valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF) y el Mercado de Renta Fija (AIAF).

En el mercado de valores español existen otros mercados específicos como el Mercado para Valores Latinoamericanos (LATIBEX) o el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), ambos para valores con características especiales. El MAB cuenta con segmentos diferenciados para empresas en expansión de pequeña y mediana capitalización, para sociedades de inversión de capital variable (SICAV), para empresas de capital riesgo (ECR) y para sociedades de inversión libre (*hedge funds*). La contratación que tiene lugar en todos estos mercados se realiza a través de sistemas multilaterales de negociación de carácter electrónico.

En el ámbito corporativo, Bolsas y Mercados Españoles (BME) es la compañía que desde el año 2002 gestiona los principales mercados de valores regulados en España, así como otros sistemas multilaterales de negociación (AA.VV., 2005). BME integra en una única compañía las Bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF), el Mercado de Renta Fija (AIAF) e Iberclear, el sistema de registro, compensación y liquidación de valores (AA.VV., 2005).

Además de los mercados regulados y los específicos para determinado tipo de valores, en el marco de la nueva regulación en el mercado español operan en competencia sistemas multilaterales de negociación (SMN), en su mayoría de ámbito europeo, que negocian tanto acciones españolas admitidas en mercados regulados como valores de deuda pública anotada.

En resumen, la evolución del sistema financiero español entre los años ochenta y el final de la primera década del siglo XXI se enmarca en parámetros de creciente complejidad e importancia, y en un paulatino proceso de «desintermediación financiera», término que hace referencia a la progresiva sustitución de la actividad interme-

diaria tradicional de las entidades de crédito por la financiación directa a través de los mercados de valores (4).

Esta situación refleja la transición desde un modelo de sistema financiero en el que el papel preponderante y casi único en la financiación lo desempeñaban los intermediarios crediticios bancarios (*banking-oriented*) hacia otro en el que los mercados de valores han adquirido una importancia creciente, hasta convertirse en una de las principales palancas del sistema financiero por sus funciones de suministro de flujos de financiación a la economía y valoración de activos (*market-oriented*).

## II. LOS MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES: EN PERMANENTE PROCESO DE TRANSFORMACIÓN DESDE LA DÉCADA DE LOS OCHENTA

El cambio que experimenta el sistema financiero español, y en paralelo el mercado de valores, comienza a fraguarse en la década de los setenta, enmarcado por el proceso de homologación con los sistemas de los países más avanzados y por una gradual desregulación que se manifestará en plenitud en la década siguiente. Paulatinamente se van creando las condiciones básicas para que en los distintos mercados se intensifique la competencia y se busque una mayor eficiencia de los participantes. La profundización financiera de la economía y su apertura al exterior, el avance de la intermediación, la expansión de la institucionalización de la inversión y la transformación del sistema bancario son exponentes relevantes del cambio del sistema financiero (5).

Los primeros años ochenta son de extrema importancia para España. La crisis económica internacional de los años setenta se conjugó en España con la inestabilidad política, dando lugar a un deterioro económico que logró frenarse parcialmente sólo gracias a los Pactos de la Moncloa. Pero la nueva crisis del petróleo de finales de los setenta e inicio de los ochenta volvió a golpear con fuerza a la economía española, que no logró remontar hasta 1983, año en que se abrió una etapa de cambios estructurales que culminaron en 1986 con hechos de tanta importancia como la adhesión a la Comunidad Económica Europea (CEE) o la decisión de permanecer en la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN). Al mismo tiempo, se produjo un impulso de la actividad económica que vino acompañado de un fuerte incremento de la inversión extranjera.

En este escenario, los mercados de valores se transforman a un ritmo vertiginoso, y en un periodo relativamente corto (1987-1992) se configura una nueva estructura. En 1987 entra en funcionamiento el mercado de deuda pública anotada, gestionado por el Banco de España. En 1988 se produce la reforma de la legislación básica de los mercados de valores, que entra en

vigor en 1989, año en el que comienza a funcionar el mercado electrónico. En 1989 también comienza a fraguarse el primer mercado organizado de instrumentos derivados, futuros y opciones, que comenzará a funcionar en 1992. En 1991 es reconocido como mercado de valores el Mercado de Renta Fija privada (AIAF).

La década de los noventa, muy brillante en cuanto a crecimiento de la actividad en los mercados de valores, finaliza con otro hito en la historia económica de España, la incorporación a la Unión Monetaria Europea (UME), y con la posterior implantación efectiva de la moneda única, el euro, que es adoptado desde el principio como moneda de negociación en los mercados de valores.

En el escenario mundial, los mercados de valores inician también, en diferentes momentos, procesos de adaptación que en conjunto sugieren una transición hacia un nuevo mapa global. En esta transición, dos fenómenos tienen una especial relevancia: la desmutualización y la cotización de las compañías gestoras de mercados de valores.

La tendencia de las Bolsas a desmutualizarse, y a adoptar las formas de gestión y estrategias empresariales propias de cualquier otro sector económico en el que existe una fuerte competencia, es irreversible. Una Bolsa desmutualizada conserva su misión tradicional, pero cuenta con la exigencia adicional de crear valor para sus accionistas. Sin embargo, los dos objetivos citados no son en absoluto excluyentes, sino totalmente complementarios. De hecho, las Bolsas desmutualizadas y cotizadas en el mercado vienen operando de manera más que satisfactoria (6).

### **III. FACTORES QUE APOYAN EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES**

#### **1. Inversores extranjeros y familias, protagonistas como inversores**

Dentro del conjunto de factores que han impulsado el rápido desarrollo de los mercados de valores, destaca el papel que han asumido los inversores no residentes y las familias españolas como demandantes finales de valores negociados en mercados.

En el caso de los inversores extranjeros, su protagonismo es esencial entre 1985 y 1995. La economía española se adapta a flujos de capital exterior muy intensos, cuyos efectos son muy positivos en términos de modernización financiera. Los flujos de ahorro exterior hacia España optan progresivamente por la inversión en valores (7).

La orientación de esa entrada de financiación exterior hacia la renta fija a medio y largo plazo queda refle-

jada en la evolución desde *stocks* prácticamente inexistentes en 1985 hasta volúmenes de 117.000 millones de euros al cierre de 1997. El gran salto se produce entre 1990 y 1993, los años de mayor necesidad de financiación del sector público. Los no residentes han sido, en este sentido, grandes suministradores de financiación para cubrir el elevado déficit público. La existencia de un mercado de deuda activo, en el que los agentes nacionales contribuían a garantizar la adecuada liquidez, generó confianza entre los inversores no residentes y, posteriormente, ayudó a eliminar efectos adversos durante las crisis monetarias de 1992 y 1993.

Con las acciones se reproduce un fenómeno similar: los inversores no residentes poseían en 1985 acciones de empresas españolas por valor de 7.700 millones de euros, y en 1996 se alcanzaban los 147.000 millones de euros.

En cuanto a las familias españolas, la modificación de sus hábitos financieros a lo largo de las últimas décadas es uno de los factores principales del impulso experimentado por los mercados de valores. Hemos asistido a un crecimiento importante del patrimonio financiero, pero, fundamentalmente, a un cambio en la composición del ahorro de las familias, que se abre de forma paulatina hacia nuevos instrumentos desde formas tradicionales de ahorro (8).

En esta tendencia destaca, sobre todo, el desplazamiento tanto hacia fórmulas de inversión colectiva, fondos de inversión, pensiones y seguros de vida como hacia propiedad directa de acciones cotizadas que suponen una fuerte demanda para los valores de renta fija y variable cotizados en mercados. Si el volumen de activos en manos de las familias cuyo destino final es la inversión en valores era en 1985 el 33,6 por 100 de los activos financieros totales de las familias españolas, a finales de 1999 el conjunto de instrumentos de inversión colectiva en manos de familias y la posesión directa de acciones, obligaciones y valores de renta fija a corto plazo alcanzaba el 63,8 por 100 de los activos financieros, casi el doble.

Los nuevos hábitos financieros de las familias traen consecuencias beneficiosas para el sistema financiero en su conjunto: consolidan importantes volúmenes de ahorro institucional cuyo destino natural son los mercados de valores, que se ven impulsados en liquidez y eficiencia, cambian las formas de remuneración del ahorro de las familias, haciéndose paulatinamente más sofisticadas, e impulsan la cultura financiera (9).

#### **2. Las compañías, protagonistas como emisores**

A lo largo de las últimas décadas, la positiva evolución de la economía y el sistema financiero español se ha producido en paralelo a la consolidación de un grupo de

empresas punteras que se han convertido en el núcleo resistente de la economía española, y que han encontrado en los mercados de valores un espacio natural de desarrollo desde donde proyectarse en muchos casos a escala internacional. Son compañías con un accionariado amplio y diversificado, en algunos casos mayoritariamente extranjero, que han sabido aprovechar el potencial y las oportunidades brindadas por la creciente demanda de valores cotizados en mercados de valores para consolidar una posición competitiva sostenible a largo plazo.

El mérito de haber atraído ahorro y accionistas no residentes se lo deben apuntar las propias compañías con planes de expansión consistentes y una gestión bien orientada, pero también los mercados de valores españoles, en cuanto que su modelo de mercado se ha adaptado operativa y técnicamente para ser capaz de facilitar el proceso. En una economía como la española, sólo con el ahorro interno, y sin unos mecanismos eficientes de canalización de ingentes flujos de capital en busca de oportunidades de inversión, no hubiera bastado para transformar a muchas compañías en las multinacionales que hoy son.

### **3. El papel de la tecnología**

La tecnología se ha convertido en un factor de vital importancia en el desarrollo de los mercados de valores. En los últimos veinte años, las Bolsas y el conjunto de mercados han realizado cuantiosas inversiones en tecnología, gestión y conocimiento con el principal objetivo de velar por la transparencia, la eficiencia, la equidad del mercado y la protección de los derechos de los inversores. La nueva regulación europea, naturalmente proclive a favorecer la competencia en el sector de servicios financieros y la proliferación de plataformas electrónicas de negociación, constituye el marco donde los mercados regulados han encontrado el reconocimiento explícito a las ventajas comparativas del modelo construido.

El desarrollo de las comunicaciones que se ha producido en las últimas décadas, unido al conjunto de aplicaciones tecnológicas aparecidas, han transformado las prácticas y la operativa en los mercados a favor de nuevas formas de participación de los distintos agentes y operadores. A través de mecanismos crecientemente automatizados, han hecho posible la aparición de nuevos servicios y facilidades para los miembros, emisores e inversores y, sobre todo, han cooperado a realizar formidables avances en lo que se refiere a la transparencia y la liquidez de los mercados.

Así lo han entendido en todo momento la Bolsa española y los distintos mercados de valores regulados españoles, que han dedicado buena parte de sus esfuerzos a disponer de la tecnología más moderna y de un

equipo humano capaz de diseñarla y desarrollarla para poder ofrecer a sus clientes el mejor servicio disponible. En este sentido, hay que recordar que la Bolsa española fue una de las primeras en el mundo en disponer de un sistema electrónico de negociación, en 1989.

## **IV. LOS DIFERENTES MERCADOS DE VALORES EN ESPAÑA**

### **1. La Bolsa española en el último cuarto de siglo**

Dentro del conjunto de mercados de valores, el mercado de renta variable, la Bolsa, es sin duda uno de los instrumentos que mejor han reflejado el impulso de avance y modernización de la economía española. Si tomamos como período de análisis los últimos veinticinco años, el mercado bursátil español se caracteriza por el elevado crecimiento de todas sus magnitudes absolutas y relativas. Tanto los indicadores coyunturales, representados por el índice bursátil que mide la evolución de los precios de las acciones cotizadas, como aquellos con un mayor componente estructural, representados por el valor de mercado de las empresas cotizadas (capitalización) o por el valor de las transacciones realizadas sobre las acciones de empresas cotizadas (contratación), muestran con claridad el salto cualitativo y cuantitativo.

El indicador amplio de la evolución temporal del precio de las acciones admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid, el Índice General (IGBM), cuya base es 100 al cierre del año 1985, terminó por encima del nivel de los 1.241 puntos en el año 2009, doce veces más. Este indicador recoge únicamente la evolución de los precios de las acciones cotizadas, sin tener en cuenta la rentabilidad obtenida en concepto de dividendos u otros pagos al accionista.

Como indicador de la rentabilidad total del mercado bursátil español a lo largo de un determinado período se suele tomar el denominado Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM), que para el cálculo de la rentabilidad, además de la variación de precios de las acciones cotizadas, toma en consideración la rentabilidad por dividendos. El ITBM, que tiene también base 100 el 31 de diciembre de 1985, cerró el año 2009 en 2.924 puntos, es decir, en 24 años arroja una rentabilidad media anual acumulativa del 15,1 por 100. Este es un dato que, en estrategias de mantenimiento a largo plazo, constituye un poderoso incentivo para la inversión en acciones.

En cuanto a la dimensión del mercado, el volumen de contratación de acciones en la Bolsa española ha pasado de 12.600 millones de euros en 1986 a 897.000 en 2009, setenta veces más, lo que representa una tasa media de crecimiento anual acumulativo del 20 por 100, alrededor de 12,5 puntos anuales por encima del PIB.

Por su parte, el valor de mercado de las empresas cotizadas, la capitalización, se situaba en 39.000 millones de euros en 1986 y ha pasado a 1,1 billones de euros en 2009, veintiocho veces más, y tiene una tasa media de crecimiento anual acumulativo del 15,7 por 100, el doble que la anotada por el producto interior bruto.

Las compañías cotizadas han tenido un protagonismo esencial en este proceso. Entre 1986 y 2009 han tenido lugar en el mercado bursátil español 230 salidas a Bolsa y ofertas de venta de acciones, acometidas por compañías de todos los sectores y tamaños, que han anotado trayectorias dispares, pero de enorme relevancia para la economía del país. La salida a Bolsa y la venta pública de acciones representa un paso decisivo e innovador en la trayectoria de las empresas. En términos de valor efectivo de las acciones colocadas, el importe total a los precios de oferta pública alcanza una cifra cercana a los 85.000 millones de euros. De ellos, más de 38.000 millones corresponden a ofertas para salida a Bolsa de empresas privadas, casi 25.000 millones son privatizaciones sucesivas, 18.000 millones son ofertas públicas sucesivas de empresas ya cotizadas y 4.000 millones corresponden a privatizaciones con salida a Bolsa (10).

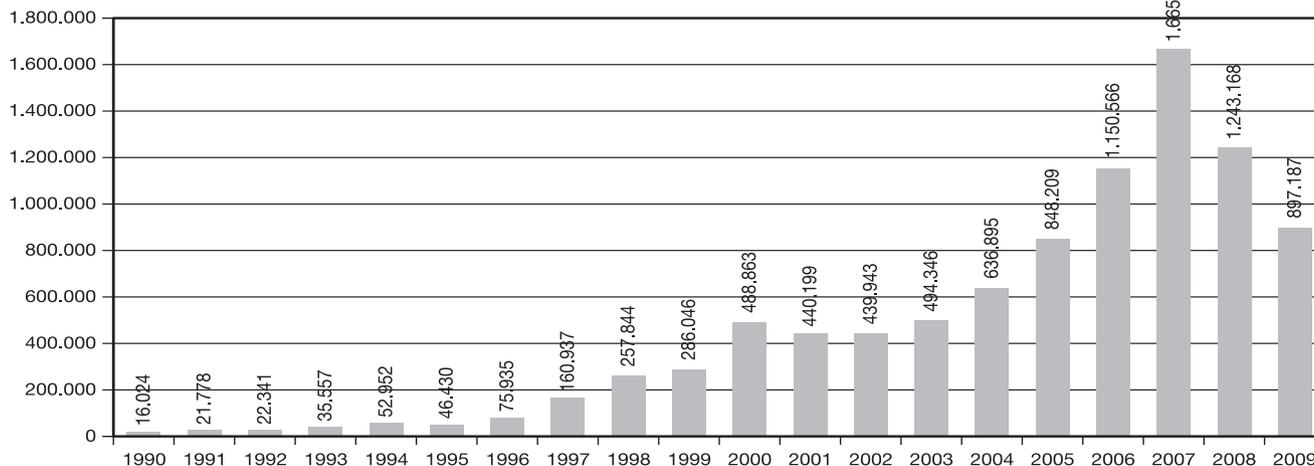
Destacable es el papel del mercado bursátil entre los años 1996 y 2000. El acelerado proceso de convergencia de España con el objetivo de formar parte del euro impulsa de manera significativa la actividad de la Bolsa española, que se convierte en un fenómeno social como consecuencia del extraordinario comportamiento de las cotizaciones y de la magnitud de las OPV de acciones, sobre todo procedentes de empresas públicas en proceso de privatización, que son adquiridas masivamente por inversores particulares y por inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones).

Durante este período, es conveniente hacer una referencia especial a las privatizaciones. Éstas han modificado significativamente el marco del sistema financiero español, y especialmente el de los mercados de valores. Entre sus consecuencias pueden citarse: la reducción del desequilibrio financiero del Estado y un mayor peso del sector privado como motor del crecimiento económico; el aumento de la liquidez del mercado como consecuencia de la diseminación de bloques de acciones antes concentrados en poder de un accionista de control, en este caso las administraciones públicas, que mantenía su cartera estable e inactiva; la adquisición masiva de pequeños paquetes de acciones por parte de inversores individuales o familias, que para muchos supone la incorporación de un nuevo instrumento, la renta variable o acciones, a su cartera de activos financieros, y un aumento de la liquidez, la profundidad y la eficiencia de los mercados de valores que influye positivamente en los precios, reduciendo el coste de la financiación para el conjunto de las empresas.

### 1.1. El soporte tecnológico y las reglas del mercado

En el ámbito de la operativa tecnológica del mercado español de renta variable, el gran salto adelante se produce en 1989, con la puesta en marcha del denominado mercado continuo, la plataforma electrónica de contratación que comunica de forma directa a las cuatro plazas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), y que asegura un único punto de liquidez por valor en tiempo real. Comenzaba la paulatina sustitución de la contratación en corros de viva voz en los parquets de las cuatro Bolsas españolas que se había mantenido durante más de 150 años (gráfico 1).

GRÁFICO 1  
VOLUMEN DE CONTRATACIÓN (MILLONES DE EUROS)  
MERCADO ELECTRÓNICO DE LA BOLSA ESPAÑOLA ENTRE 1990 Y 2009



El sistema de contratación de acciones en España es un mercado dirigido por órdenes, con información en tiempo real en sus pantallas y difusión automática de la información de la contratación principalmente de acciones, pero también de otros instrumentos negociables que se han ido incorporando paulatinamente como *warrants*, certificados o fondos cotizados (ETF). El sistema permite a los cuatro mercados españoles dirigir sus órdenes a través de terminales informáticos al mismo ordenador central. Estas órdenes se ordenan según criterios de precio y momento de introducción. Si existe contrapartida al precio fijado en la propuesta, la orden se ejecuta automáticamente, si no, permanece en un libro de órdenes en espera de contrapartida.

El modelo y las reglas del mercado bursátil español también han ido evolucionando de forma permanente, pero es a partir del año 2000 cuando los principales mercados europeos agrupados en la Alianza Europea de Bolsas armonizan sus normas de mercado. Especial importancia tiene en este proceso la introducción de los mecanismos de subasta para mejorar la gestión de las oscilaciones de precios en el mercado tanto al inicio y al final de la sesión como durante ésta.

Adicionalmente, la agilidad y facilidad de acceso al mercado se ha visto favorecida por la posibilidad de introducir órdenes al sistema desde aplicaciones externas, debidamente homologadas, con la supervisión de operadores autorizados. Esto se traduce en la posibilidad de introducir en el sistema órdenes generadas de forma automática, así como en el envío directo de órdenes sin necesidad de que los terminales estén localizados en la sede física de un intermediario miembro de mercado.

Relevancia especial, a la hora de glosar el comportamiento de la Bolsa española en las últimas décadas, tiene el IBEX 35<sup>®</sup>, el índice compuesto por los 35 valores más líquidos cotizados en la Bolsa española, usado como referente nacional e internacional y subyacente en la contratación de productos derivados. Creado en 1992, ha acompañado de forma técnicamente impecable el crecimiento y la evolución del mercado bursátil (AA.VV., 2003).

### 1.2. Los intermediarios bursátiles

Otro de los pilares sobre los que se ha asentado la transformación de la Bolsa española es el de la intermediación. Al calor del fuerte crecimiento de la actividad bursátil y de la demanda de servicios financieros que se produjo a mediados de la década de los ochenta, la reforma de 1988 inauguró una nueva etapa para la intermediación en España, en la que la prestación de servicios en la Bolsa pasó a ser contemplada como una

actividad de carácter mercantil a desarrollar en régimen de competencia, aunque sujeta a una especial regulación para limitar el riesgo sistémico y proteger a los usuarios frente a conductas inadecuadas (11).

El cambio se plasmó en la Ley del Mercado de Valores de 1988, que entró en vigor en 1989. Se creó un nuevo tipo de intermediarios financieros: las sociedades y agencias de valores. Estos intermediarios, que podían constituirse sólo como sociedades anónimas, tuvieron reservado en exclusiva hasta la nueva Ley de Reforma de 1998 el acceso a la condición de miembros de las Bolsas, y podían prestar a terceros todos los servicios relevantes del mercado con excepción de la gestión de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, reservada a sociedades gestoras especializadas. Asimismo, la ley permitió a las sociedades de valores (no a las agencias) la toma de posiciones por cuenta propia en el mercado y la participación en el aseguramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Aunque las sociedades y agencias de valores tenían asignado un papel central en la vertebración de una moderna industria de prestación de servicios financieros, no iban a ser los únicos intermediarios habilitados para actuar en el mercado de valores. Las excepciones eran muy amplias, y reconocían la continuidad de las actividades que ya venían desarrollando otros intermediarios como los bancos y las cajas de ahorros.

## 2. El mercado de deuda pública

También la actual configuración del mercado de deuda pública tiene su origen en cambios estructurales producidos en los años ochenta: se gestó un cambio en la política de financiación del Estado que comenzó a orientarse hacia los mecanismos de mercado. Este cambio de orientación exigió para su puesta en marcha el desarrollo de una política definida de financiación pública y un mercado de deuda pública desarrollado. Así, durante la última parte de la década de los ochenta y principios de la de los noventa se fue avanzando progresivamente en los siguientes aspectos: creación de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública, creación de una base de demandantes para los valores, establecimiento de procedimientos de emisión de la deuda que aseguraran un adecuado grado de competencia y eficiencia, y desarrollo de un mercado secundario líquido, seguro y eficiente (Hernández, 2005).

De todos estos desarrollos, el primer paso se dio con la implantación en 1987 de las anotaciones en cuenta como forma de representación de la deuda pública en sustitución de los títulos físicos. El registro de las anotaciones se encomienda al Banco de España, creándose

se la Central de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado, en la que posteriormente se ha incluido también deuda de otros emisores públicos, esto es, gobiernos regionales y gobiernos locales (gráfico 2). En la Central de Anotaciones existen dos tipos de miembros: los titulares de cuenta, que son aquellas entidades financieras que tienen cuentas a nombre propio en la Central, y las entidades gestoras, que son las autorizadas a mantener en sus cuentas deuda propiedad de terceros no titulares.

En abril de 2003, la Central de Anotaciones de Deuda Española se integra en Bolsas y Mercados Españoles (BME) y se fusiona con el Servicio de Compensación y Liquidación de valores, dando lugar a Iberclear, que desde entonces es la entidad encargada de realizar las funciones de liquidación y compensación de valores no sólo para la deuda pública, sino también para el resto de valores cotizados en los mercados financieros españoles.

En 1993 se superaba por primera vez en el mercado de deuda pública española el billón de euros de contratación en operaciones al contado. En el conjunto de 2009 se negociaban en este mercado valores por 2,5 billones de euros.

En línea con la evolución de los principales mercados de valores internacionales, en los que comenzaban a aparecer plataformas de contratación electrónica especializadas en valores de deuda pública, en 1999 inicia sus operaciones en España SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros), la plataforma electrónica de negociación de bonos y obligaciones de deuda pública española, hoy integrada en BME y que compite con otras plataformas de deuda pública de ámbito español y europeo.

### 3. El mercado de deuda corporativa

También en el ámbito de la renta fija privada los mercados españoles han vivido transformaciones relevantes. Hasta finales de los años ochenta las Bolsas españolas concentraban la negociación de las emisiones de renta fija de las grandes empresas españolas, fundamentalmente compañías del sector eléctrico, de telefonía y financieras. La actividad emisora y negociadora en el mercado se fue reduciendo en paralelo al creciente peso de la financiación del sector público.

Nuevas iniciativas surgieron durante los primeros años noventa y entre ellas destacó la de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), que funcionó como mercado organizado no oficial hasta 1995, año en el cual es autorizada como mercado oficial, se constituye como entidad rectora del mercado y pasa a ser supervisada por la CNMV. Desarrollada con el objetivo de canalizar recursos al sector privado a través de instrumentos de renta fija, AIAF ha ido perfilando un amplio abanico de iniciativas y ha definido un modelo que le diferencia de los de la mayoría de los países europeos, que no disponen de un mercado específico oficial de renta fija privada.

Tras la entrada de España en la Unión Económica y Monetaria, el mercado de deuda corporativa vivió un momento de fuerte desarrollo, tanto por lo que se refiere a su actividad como por la ampliación de sus productos, permitiendo a los emisores privados españoles disponer de una amplia gama de activos que cubrían todas sus necesidades de plazos y de estructura de balance. Paralelamente, este mercado ha reforzado sus mecanismos de información, convirtiéndose en una referencia en el ámbito internacional por la

GRÁFICO 2  
**SALDO VIVO DE DEUDA PÚBLICA (MILLONES DE EUROS)**  
**CENTRAL DE ANOTACIONES DE DEUDA ESPAÑOLA ENTRE 1991 Y 2009**

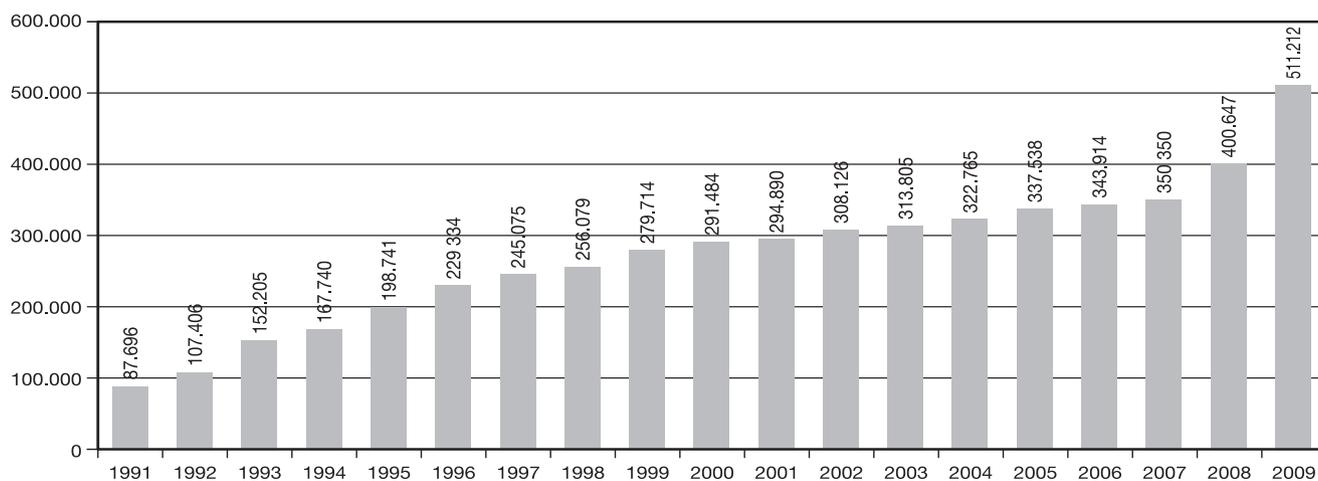
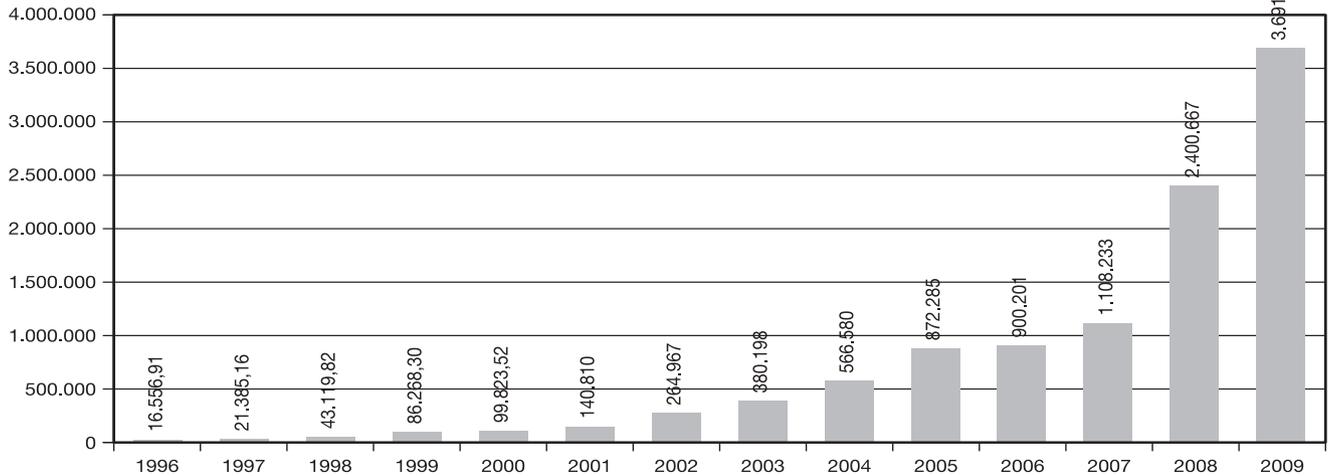


GRÁFICO 3

**VOLUMEN DE CONTRATACIÓN (MILLONES DE EUROS)  
AIAF, MERCADO DE RENTA FIJA ENTRE 1996 Y 2009**



abundante información que suministra y por la transparencia que aporta.

El éxito de AIAF, mercado de renta fija, en el ámbito de la renta fija corporativa queda reflejado en sus cifras de saldo vivo y volumen negociado. Al cierre del año 2009 el saldo vivo admitido a negociación en el mercado alcanzaba los 871.000 millones de euros, y el volumen negociado en el ejercicio lograba un máximo histórico de 3,7 billones de euros. Estas cantidades suponían, en el caso del saldo vivo admitido a negociación, 52 veces más que en 1996, primer año como mercado oficial, y 11 veces más que en el año 2000; en el caso del volumen negociado, 176 veces más que en 1996 y 37 veces más que en el año 2000 (gráfico 3).

Ya en 2010, BME ha creado una nueva plataforma electrónica de negociación de renta fija, destinada a inversores particulares, con el objetivo de introducir mayores dosis de transparencia y liquidez en las operaciones de estos inversores con activos de deuda, contribuyendo a los esfuerzos que las autoridades reguladoras y supervisoras realizan en este campo con el objeto de lograr una mayor protección de los intereses de los inversores particulares.

#### 4. El mercado de futuros y opciones

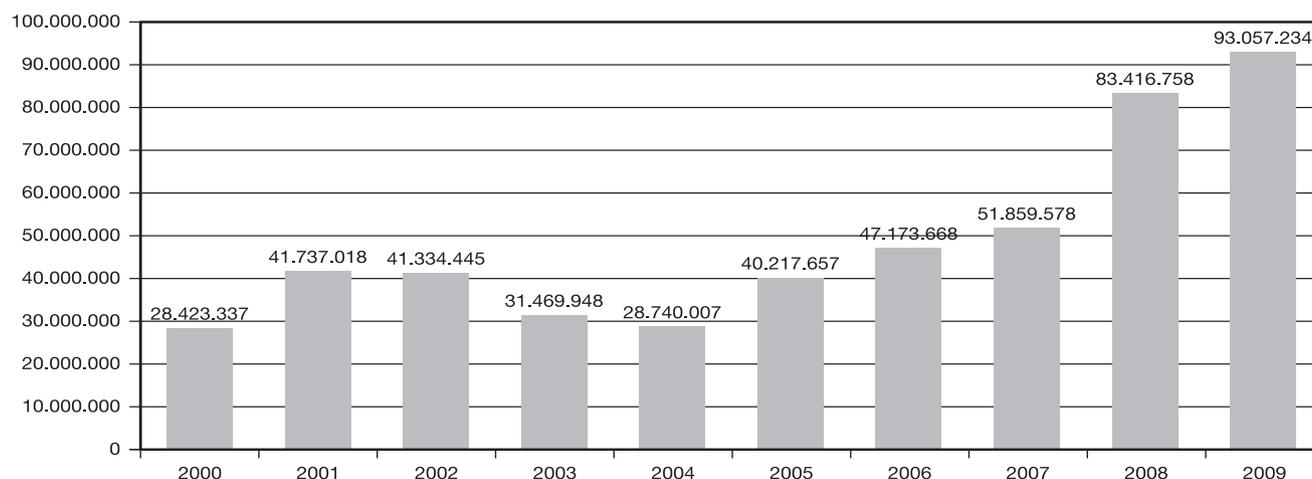
Los primeros estudios y proyectos acerca de la creación de un mercado de derivados financieros, futuros y opciones en España se realizan también durante la segunda mitad de los años ochenta. Los instrumentos derivados habían comenzado a desarrollarse en Estados Unidos durante los años setenta y permitían una

operativa específica sobre un número creciente de activos financieros: divisas, acciones cotizadas en Bolsa, índices bursátiles, tipos de interés del mercado interbancario o bonos y obligaciones negociados en mercados de renta fija.

La existencia de mercados regulados para la negociación de estos productos significaba su estandarización (en términos de cantidad de activo subyacente o fechas de expiración) y la presencia de una cámara de compensación, normalmente asociada al mismo mercado, que se hacía cargo de la liquidación de las operaciones. Esas características diferenciaban a los productos derivados negociados en mercados regulados de aquellos negociados entre dos partes (conocidos como instrumentos derivados OTC - *over the counter*) y no sujetos a reglas de negociación o condiciones estándar. Tanto los derivados negociados en mercados organizados como los OTC alcanzaron posteriormente, en todo el mundo, una enorme importancia.

La negociación de instrumentos derivados, opciones y futuros en mercados organizados se remonta en España a 1989, pero no es hasta 1992 cuando se produce su estructuración y consolidación definitiva. MEFF fue creada en diciembre de 1991, cuando los dos mercados de productos derivados existentes en ese momento se unificaron, convirtiéndose en la sociedad cabeza del mercado oficial de futuros y opciones financieras de renta fija y renta variable. Contaba en su momento con dos sociedades rectoras, MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable, cuya gestión se integró totalmente en el año 2000 con el objetivo de avanzar hacia una mayor eficiencia para sus miembros y clientes (Basañez y Sarsa, 2006).

**GRÁFICO 4**  
**VOLUMEN DE CONTRATACIÓN (NÚMERO DE CONTRATOS**  
**MEFF, MERCADO DE OPCIONES Y FUTUROS, ENTRE 2000 Y 2009**



Los primeros contratos de futuro sobre bonos a tres años comenzaron a negociarse a finales de 1989, para posteriormente ir alargando los plazos hasta que en 1992 comenzó a negociarse el contrato sobre el bono a diez años, que se convirtió en el producto estrella del mercado hasta la puesta en marcha del euro. En 1997 llegaron a negociarse más de 21 millones de contratos de futuro, y un año antes, 13 millones de contratos de opción sobre el bono a diez años. Esto reflejaba el creciente interés que despertaba entre los inversores españoles y extranjeros la deuda pública española, en pleno proceso de convergencia de tipos de interés con los países que conformarían la Unión Monetaria Europea, y la utilidad de estos productos como instrumento de cobertura e inversión.

En enero de 1992 comenzó la negociación de productos derivados sobre renta variable con los contratos de futuros y opciones sobre el índice IBEX 35®. El grado de aceptación de estos contratos fue enorme y de los cinco millones de contratos negociados en 1992 se pasó un año después a los más de catorce millones de contratos negociados. En 1993 comenzaban a negociarse los primeros contratos de opciones y futuros sobre las principales acciones individuales cotizadas en la Bolsa española.

El mercado español de futuros y opciones, MEFF, es hoy un mercado totalmente electrónico, diseñado para integrar la negociación y la liquidación y compensación en un único sistema que otorga al mercado las prestaciones más avanzadas en tiempo real para la supervisión y control del riesgo. Los noventa y tres millones de contratos negociados en 2009 suponen el mejor registro de toda su corta pero intensa trayectoria, a lo largo

de la cual se ha puesto de manifiesto la gran versatilidad de los derivados como instrumentos de cobertura, apalancamiento y gestión del riesgo (gráfico 4).

Además, los mercados de productos derivados se sitúan actualmente en el centro del debate sobre la nueva regulación del sector financiero. El hecho de que un volumen extraordinariamente importante de estos productos se negocie de forma bilateral, y no sujeta a reglas de negociación o condiciones estándar (mercados OTC), ha alertado sobre el potencial riesgo sistémico que acumulan y la necesidad de conocerlo y limitarlo.

La respuesta de los reguladores a los potenciales riesgos de los derivados OTC se orienta en dos sentidos. Por una parte, se pretende que cada vez más contratos OTC sean compensados en una cámara de compensación central; por otra, se pretende impulsar el que cada vez más contratos de productos derivados sean negociados en mercados organizados como productos estandarizados. Las nuevas regulaciones en proceso de implantación, tanto en los Estados Unidos como en Europa, van en la misma línea.

## 5. Los sistemas de compensación, liquidación y registro

Entre las infraestructuras claves para apoyar el adecuado funcionamiento de los mercados de valores se encuentran los servicios de compensación y liquidación de valores. En España, la configuración actual data del año 2003, cuando se produce la integración de los sistemas de compensación y liquidación de los diversos

mercados españoles con la constitución de Iberclear, fruto de la fusión de los sistemas preexistentes: la Central de Anotaciones del Banco de España y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Estos dos sistemas ya recogían, desde finales de los años ochenta y primeros noventa, los más avanzados estándares internacionales con objeto de reducir riesgos y mejorar la eficiencia de procesos en los cuales la seguridad técnica se complementa con la seguridad económica, garantizada por un adecuado sistema de fianzas aportadas por todas las entidades participantes en la liquidación, y que cubre cualquier posible incidencia en la liquidación de efectivos.

Heredera de esos desarrollos, Iberclear se constituye en el depositario central de valores de España y, como tal, es el encargado de registrar de modo centralizado los valores admitidos a negociación en los mercados de acciones, en el mercado de deuda corporativa y en el mercado de deuda pública. Asimismo, es la entidad encargada de compensar y liquidar las transacciones efectuadas con los valores en los mercados citados. El registro contable está estructurado en forma de un registro central, a cargo de Iberclear, en el que se recogen los saldos de valores agregados por cada una de las entidades participantes, y un registro de detalle, a cargo de estas últimas, en el que los valores quedan anotados a nombre de cada titular.

Notable contribución en el ámbito de la infraestructura básica del mercado de valores español fue la constitución, en 2003, de MEFFCLEAR, una cámara de contrapartida central (CCP) que actúa para las operaciones sobre valores de renta fija negociadas en mercados de valores, sistemas electrónicos o negociadas por otros medios (12). El objetivo de una CCP es eliminar el riesgo de contraparte, actuando la cámara como comprador frente al vendedor y como vendedor frente al comprador en todas las operaciones que se registran en ella.

Con la creación de los depositarios centrales de valores, el registro central, la compensación y la liquidación nacional de valores han alcanzado niveles de eficiencia y seguridad muy elevados. Sin embargo, el proceso de inversión es cada vez más global y la inversión en valores ha aumentado de forma exponencial.

## **V. LOS RETOS DEL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL**

---

El esfuerzo realizado por todos los participantes en el mercado de valores español durante los últimos veinticinco años ha sido muy importante, y hoy su estructura, compleja y a la vez flexible, tiene tamaño, profundidad, eficiencia y nivel tecnológico para cumplir con su

cometido en el ámbito de la economía española, europea y mundial, y para adaptarse a las nuevas reglas, la mayor competencia, la mayor diversificación de productos y las nuevas estructuras corporativas.

Pilares básicos de esas estructuras son los mercados regulados de referencia para valores españoles, gestionados por BME, que tienen hoy un tamaño relevante a escala mundial. De acuerdo con datos de la Federación Mundial de Bolsas (WFE), al cierre de 2009, la Bolsa española era, entre los mercados regulados, la cuarta plaza más importante de Europa, con una capitalización de 1,43 billones de dólares y un volumen negociado en acciones de 1,51 billones. Tres valores españoles aparecen como los más líquidos de la zona euro. En términos relativos, y respecto al grupo de mercados de valores regulados de países desarrollados, el tamaño del español respecto a su economía (PIB) es el más relevante tras Nueva York y Londres.

En el capítulo de negociación de renta fija pública y privada, el mercado de valores español fue en 2009 el primero del mundo gestionado por un operador miembro de la Federación Mundial de Bolsas (WFE) en importe de negociación, con 4,86 billones de dólares intercambiados en bonos privados y 3,15 en públicos. También en el mercado de productos derivados España ocupa un papel protagonista a escala internacional, ya que los cerca de 45 millones de contratos negociados en futuros sobre acciones en 2009 lo sitúan como el más importante de Europa en este capítulo y el cuarto del mundo.

Desde esta perspectiva, los participantes en el mercado de valores español, compañías e instituciones, deberán ser capaces no sólo de mantener su posición, sino también de asumir un papel crecientemente activo en un marco de competencia global, dada la fortaleza y la solidez adquiridas en las últimas décadas.

El futuro de los mercados de valores regulados como institución de referencia de la economía de mercado se perfila brillante en todo el mundo. Durante los años de crisis, han sido instituciones que han permanecido bien ancladas y han reforzado su papel como proveedores de liquidez y de información puntual sobre los precios de los activos, incluso en las condiciones más extremas.

La actual crisis ha generado asimismo un amplio debate acerca de la necesidad de controlar mejor los riesgos que la actividad financiera comporta y, particularmente, aquellos que son fruto de actitudes o comportamientos más temerarios y que pueden poner en peligro no sólo la solvencia de quien actúa de esta forma, sino la del propio sistema, arrojando dudas sobre la consistencia del sistema financiero y creando un clima de desconfianza que debilite su solidez.

Como consecuencia de ello, se viene fraguando, especialmente en Estados Unidos y en Europa, una significativa reforma de la regulación financiera para impulsar la modificación de los comportamientos de los agentes económicos y de los intermediarios financieros en los mercados de valores y para establecer límites a su actividad.

En este contexto de mayor rigor normativo, no resulta aventurado presumir unas favorables perspectivas para los mercados regulados, en la medida en que se trata de encauzar hacia ellos buena parte de las operaciones que hasta ahora se realizaban OTC, muchas de las cuales se encuentran en el origen de la actual crisis económica y financiera.

En línea con las recomendaciones promovidas por el G20, en su papel de foro de creciente relevancia en la cooperación económica internacional, en los próximos años pudiéramos ver una corriente imparable de traspaso de las operaciones sobre instrumentos financieros a mercados regulados y cámaras centrales de compensación, de la mano de los desarrollos legislativos en marcha. España no será una excepción en estos ámbitos, e incluso será, está siendo, origen de iniciativas como, por ejemplo, la lanzada por BME en el ámbito del registro centralizado de instrumentos financieros, los conocidos como *trade repositories*.

El mercado de valores español tendrá un papel relevante a la hora de afrontar el problema general de competitividad, compendio de muchos, de nuestra economía. Se convertirá sin duda en el reflejo de las expectativas generadas por las reformas estructurales, de la confianza o desconfianza en la economía y las empresas españolas tanto por parte de los inversores nacionales como, especialmente, extranjeros.

Adicionalmente, dentro de la necesaria reordenación de los mecanismos proveedores de financiación de la economía, los mercados de valores seguirán ganando peso; en esta línea, conviene recordar que la cotización en Bolsa ha permitido a un buen número de empresas españolas crecer y acceder a financiación de calidad que las ha ayudado a convertirse en referencia no sólo nacional, sino también, en muchos casos, internacional. Es un hecho contrastado que la cotización de empresas en mercados secundarios regulados ayuda a ampliar, dinamizar y diversificar el tejido empresarial más competitivo de una economía. El futuro también traerá consigo la mejora de la transparencia en los mercados de deuda soberana y de renta fija corporativa, de tanta trascendencia a lo largo del ejercicio 2010.

Entre los retos del mercado de valores español es especialmente relevante, y hasta apasionante, dar respuesta al creciente volumen de ahorro financiero fami-

liar que se está generando como consecuencia tanto de la incertidumbre generada por la crisis como de la creciente pérdida de atractivo de la inversión inmobiliaria para las familias españolas. La necesaria diversificación abre oportunidades para todos los participantes en el mercado.

En todo caso, la crisis por la que aún atravesamos en 2010 ha representado una prueba de esfuerzo de gran envergadura para los mercados de valores, de la que han salido airosos, e incluso fortalecidos, como referencia de liquidez y afianzamiento para el sector financiero y, en general, para el entorno empresarial. El reto, a partir de ahora, será mantener ese sello de identidad contribuyendo a la salida de la crisis para volver a una senda de normalidad y estabilidad.

Casi tres décadas de frenética actividad en el mercado de valores español permiten anticipar lo que será un futuro que volverá a estar lleno de retos y oportunidades.

#### NOTAS

(1) La publicación *Perspectivas del Sistema Financiero*, desde su primer número en 1983 y a lo largo de sus primeros 100 números, ha reflejado puntual y fielmente los hitos de la evolución del mercado español de valores e instrumentos financieros. Especialmente relevante por su repercusión fue el número 10, publicado en 1985, dedicado a los nuevos instrumentos financieros, opciones y futuros, por entonces desconocidos en el mercado español, que se convirtió en referencia obligada de futuro para los participantes en el mercado español de valores. En ese mismo número se hacía referencia a la inversión extranjera en la Bolsa española.

(2) Detallada información estadística referida a aspectos estructurales y de tamaño y a la evolución de los mercados de valores españoles puede encontrarse en la página web de BME ([www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)), en el apartado Publicaciones y, dentro de éste, en los informes de mercado desde 2004 hasta 2009 (BME, 2010).

(3) El marco legal actual de los mercados de valores españoles se encuentra recogido en la Ley 28/1988, del Mercado de Valores, modificada por última vez a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. Se transpone así la Directiva comunitaria relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), del Parlamento Europeo y del Consejo, pieza clave diseñada para la integración de los mercados europeos de capitales, aprobada el 21 de abril de 2004. Una amplia revisión reciente de los principales aspectos de la MiFID se recoge en (AA.VV., 2010).

(4) Los mercados de valores en España y Europa alcanzan durante los años noventa una importancia mayor que en cualquier otro período histórico por su creciente papel en la canalización de ahorro hacia inversión. Es la tesis mantenida en TORRERO MAÑAS (1999).

(5) El complejo entorno político y económico que acompañó al cambio experimentado por el sistema financiero español y los mercados de valores entre 1975 y 1990 está recogido en el Monográfico dedicado por la revista *BOLSA* al 175 aniversario de la Bolsa de Madrid (BME, 2006).

(6) Información sobre los antecedentes y factores que impulsan los procesos de desmutualización y cotización de las compañías gestoras de mercados de valores se puede encontrar en GARCÍA COTO, D., y GONZÁLEZ QUINTANA, V. (2007). Entre 1985 y 1995 se produjeron entra-

das netas de inversión extranjera en España por valor de 45.000 millones de dólares. Un análisis detallado de la apertura de la economía española a los flujos de capital exterior en ese período puede encontrarse en HERCE y ALONSO MESEGUER (1998).

(7) Los argumentos teóricos y la evidencia empírica disponible sobre el comportamiento del consumo y ahorro de las familias pueden repasarse en la revista *Bolsa de Madrid* (2000).

(8) Las implicaciones del cambio de hábitos financieros de los hogares, sobre todo en el ámbito de los instrumentos de inversión colectiva, se discute en GARCÍA VAQUERO, V. (1999).

(9) Un recorrido por la tipología y motivaciones de las salidas a Bolsa en España durante los últimos veinticinco años figura en GARCÍA COTO, D.; SÁNCHEZ ESCUDERO, A., y BEIRAS, J. (2010).

(10) <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revistaOnline/index.htm>

(11) En CNMV (1999), el libro conmemorativo del X aniversario de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se analiza con profundidad la figura de los intermediarios que operan en el mercado español tras la reforma legislativa de 1989.

(12) MEFFCLEAR es una CCP de acuerdo con las provisiones de la Ley del Mercado de Valores Español y de la Orden del Ministerio de Economía ECO/2012/2003, emitida el 1 de julio de 2003. Está supervisada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

## BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV. (2003), *IBEX 35* (monografía completa), *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 79, FUNCAS, Madrid.
- AA.VV. (2005), *Bolsas y mercados españoles*, (monografía completa), *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 85, FUNCAS, Madrid.
- AA.VV. (2010), *La MiFID y el mercado español de instrumentos financieros* (monográfico completo), *Perspectivas del Sistema Financiero*, 98, FUNCAS, Madrid.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2008), *Guía del sistema financiero español*, 5ª ed. Ediciones Empresa Global (Escuela de Finanzas Aplicadas), Madrid.
- BASAÑEZ, J. M., y SARSA, D. (2006), *La creación del mercado de derivados financieros*, Bolsas y Mercados Españoles, Colección Estudios & Investigación, Madrid.
- BME (2006), *La Bolsa de Madrid cumple 175 años*, número monográfico, *Revista BOLSA*, nº 157, octubre, Bolsas y Mercados Españoles: 80-101.
- (2010), *Informe de mercado 2009* (edición exclusiva en internet), Madrid. <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2009/Infmercado.htm>
- BOLSA DE MADRID (2000), *El ahorro y los mercados financieros: Situación actual y perspectivas*, Bolsa de Madrid, Madrid: 101-136.
- (2001), *De la reforma a la integración de mercados*, nº 100, monográfico, *Bolsa de Madrid*, junio-julio, Bolsa de Madrid.
- CNMV (1999), *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.
- GARCÍA COTO, D., y GONZÁLEZ QUINTANA, V. (2007), «Las Bolsas de valores se transforman: de la desmutualización a la cotización», en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ VALDERRAMA, dir. (2007).
- GARCÍA COTO, D.; SÁNCHEZ ESCUDERO, A., y BEIRAS, J. (2010), «Las salidas a Bolsa como eje de transformación económica y social», *Revista BOLSA* (edición digital), Bolsas y Mercados Españoles (BME). <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revistaOnline/index.htm>
- GARCÍA VAQUERO, V. (1999), «El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas», *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto: 1-9.
- HERCE, J. A., y ALONSO MESEGUER, J. (1998), *Flujos de capital e integración financiera. El caso de España 1985-1995*, FEDEA, Madrid.
- HERNÁNDEZ, G. (2005), «Evolución histórica de la financiación del déficit público», en *75 años de política económica española*, monográfico de *Información Comercial Española*, nº 826.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ-VALDERRAMA, J. L. (dir.) (2007), *Curso de Bolsa y mercados financieros*, Instituto Español de Analistas Financieros, Ed. Ariel, cuarta edición, Madrid.
- TORRERO MAÑAS, A. (1999), «La importancia de las Bolsas en la internalización de las finanzas», documentación para el curso *¿Instituciones para la globalización?*, San Sebastián.

# El mercado interbancario de depósitos en España. Una estimación de su tamaño

Javier Alonso (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

El mercado interbancario de depósitos es el mercado interbancario por antonomasia. Aunque, tradicionalmente, las entidades de crédito han recurrido a este mercado monetario para ajustar y rentabilizar sus puntas de tesorería, e incluso para financiarse a mayor plazo, la operativa con depósitos interbancarios ha ido perdiendo relevancia en los últimos años, en gran parte como consecuencia de la crisis financiera que se desencadenó a partir del verano de 2007, propiciando que las entidades de crédito se hayan hecho mucho más sensibles al riesgo de contrapartida. Como consecuencia de ello, las entidades han sustituido en gran medida la operativa interbancaria en depósitos por operativa interbancaria con operaciones dobles (simultáneas o *repos*). La existencia de colateral en las operaciones dobles, que cubre el riesgo de crédito de la contrapartida, permite a las entidades operar con mayores importes y a plazos más largos incurriendo en un menor riesgo. De hecho, en la terminología de los operadores, se suele distinguir estos dos mercados interbancarios utilizando los términos de *unsecured market*, para referirse a los depósitos, y de *secured market*, cuando se trata de *repos*.

Pero el mercado de depósitos sigue siendo muy importante para las entidades de crédito, ya que les permite redistribuir la liquidez entre ellas. Es, igualmente, un mercado muy relevante para la instrumentación de la política monetaria que realizan los bancos centrales; de hecho, la orientación de la política monetaria comienza su proceso de transmisión hacia el mercado a través del impacto del tipo de interés oficial sobre los tipos que se negocian, precisamente, en los mercados interbancarios de depósitos.

En el pasado, se tenía información completa de todas las operaciones realizadas en el mercado interbancario

español en pesetas y, por lo tanto, era posible calcular los volúmenes globales y los precios medios en todos los plazos, ya que todas las operaciones contratadas, pese a que, como es característico de este mercado, se negociaran descentralizadamente, posteriormente se centralizaban en el registro MID (mercado interbancario de dinero) integrado en el Servicio de Liquidación del Banco de España. Sin embargo, con la entrada en el euro, aunque el Banco de España sigue manteniendo el registro MID para las operaciones de depósitos entre las entidades establecidas en España, se ha perdido acceso a la información de una parte del mercado muy relevante, como es el caso de las operaciones transfronterizas, las realizadas entre bancos en España y bancos en el extranjero.

Desafortunadamente, por tanto, en lo que se refiere a estas operaciones transfronterizas en euros, no hay datos fiables que den información sobre este segmento del mercado. Y no los hay porque el funcionamiento descentralizado no sólo se produce en la contratación (negociaciones bilaterales, operaciones intermediadas a través de *brokers*, utilización de plataformas electrónicas de contratación,...), sino también en la liquidación, ya que cabe utilizar diferentes sistemas de pago (*Target2*, *Euro1*...) o canales alternativos (corresponsalías bancarias). Por añadidura, cualquiera de los sistemas de pagos que puedan utilizarse para la liquidación de estas operaciones transfronterizas constituyen sólo sistemas de transferencias, por lo que no disponen de un registro de operaciones contratadas como el MID, no permitiendo, por tanto, obtener información global de forma sencilla.

No obstante, el Banco de España ha tratado de estimar, para España, el tamaño del mercado sumando a la actividad interior, para la que se dispone de información fidedigna, la actividad transfronteriza, que se estima mediante la utilización de un algoritmo de búsqueda en

las estadísticas de los pagos realizados en el sistema Target2.

El trabajo se centra en calcular el volumen total de las operaciones a un día. Se ha optado por este único plazo, ya que, según la información disponible en el mercado interior, el 91 por 100 de las operaciones son a un día, y se ha supuesto que las transfronterizas siguen la misma pauta. No se han estudiado con detalle datos de tipos de interés en esas operaciones a un día porque, en los filtros establecidos para calibrar el algoritmo de búsqueda, se ha observado que las discrepancias entre los tipos negociados en operaciones transfronterizas y los tipos que se aplican internamente no son significativas. Una posible vía de ampliación del estudio en un próximo futuro consistiría en analizar las operaciones transfronterizas a más de un día y estudiar detalladamente los tipos que se aplican en las distintas operaciones.

## II. DATOS

Se han seleccionado datos de operaciones de depósito a un día nacionales y transfronterizas entre febrero de 2008 y junio de 2010. Los datos de operaciones nacionales proceden del servicio de liquidación de depósitos interbancarios del Banco de España (MID), por lo cual no hay duda de que se trata de operaciones de préstamo sin cobertura. Sin embargo, las operaciones transfronterizas se han obtenido por medio de un algoritmo que busca en Target 2 posibles operaciones de préstamo interbancario a un día (véase el anexo metodológico). En este caso, por tanto, se trata de una aproximación. No obstante, se ha realizado un análisis ini-

cial de los datos que muestra que el tipo de interés de las operaciones transfronterizas detectadas por el algoritmo presenta características muy similares a las de las operaciones nacionales. Dado que el precio es una variable fundamental en este tipo de operaciones, es razonable concluir que los filtros empleados proporcionan una buena aproximación del mercado transfronterizo.

No se consideran operaciones entre entidades de un mismo grupo financiero para evitar las distorsiones que la gestión interna de la liquidez dentro de grupos financieros podría ocasionar en los resultados.

## III. PARTICIPACIÓN POR TIPOS DE ENTIDADES

El cuadro núm. 1 muestra el número de entidades participantes en los mercados interbancarios nacional y transfronterizo. En términos generales, un mayor número de entidades españolas opera como prestamista que como prestatario. Durante el primer semestre de 2008, 15 bancos, 41 cajas y 8 cooperativas realizaron operaciones de préstamo en el mercado nacional. Esto implica que la práctica totalidad de bancos y cajas participó en el interbancario en este periodo. Sin embargo, sólo algunas de las cooperativas, así como algunas sucursales o filiales extranjeras, han participado. Hacia el final de la muestra se observa un leve decrecimiento en el número de cajas que participan en el interbancario nacional.

En cuanto a las operaciones transfronterizas, el cuadro núm. 1 (b) muestra que sólo una pequeña parte de las entidades españolas participan en este mercado. En general, hay más entidades españolas presta-

CUADRO NÚM. 1  
NÚMERO DE ENTIDADES PARTICIPANTES

	2008/01-2008/06		2008/07-2008/12		2009/01-2009/06		2009/07-2009/12		2010/01-2010/06	
	Prestamista	Tomador								
<b>(a) NACIONAL</b>										
Españolas										
Bancos .....	15	10	15	9	14	11	14	11	14	10
Cajas .....	41	36	40	34	42	38	38	35	38	32
Cooperativas .....	8	3	6	2	6	3	6	3	4	4
Sucursales y filiales..	10	9	10	9	9	8	8	6	8	8
<b>(b) TRANSFRONTERIZO</b>										
Españolas										
Bancos .....	8	6	8	6	6	6	6	6	7	7
Cajas .....	12	8	12	10	10	9	8	7	8	8
Cooperativas .....	2	0	2	0	1	1	0	0	1	0
Sucursales y filiales..	7	5	6	6	6	6	5	4	5	5
Extranjeras (*).....	69	82	70	95	85	75	66	66	68	62

(\*) Solamente incluye relaciones transfronterizas con entidades que operan en España.

**CUADRO NÚM. 2  
NÚMERO DE OPERACIONES POR TIPO DE ENTIDAD**

(a) NACIONAL	2008/01-2008/06		2008/07-2008/12		2009/01-2009/06		2009/07-2009/12		2010/01-2010/06	
	Prestamista	Tomador								
<b>Españolas</b>										
Bancos .....	2.306	2.862	2.496	3.023	1.461	2.447	1.254	1.758	1.035	1.723
Cajas .....	5.156	5.215	7.048	6.416	5.637	4.840	4.083	3.061	3.945	3.256
Cooperativas .....	1.876	14	1.571	30	1.015	30	386	53	303	197
Sucursales y filiales..	770	2.017	700	2.346	706	1.502	495	1.346	812	919
<b>(b) TRANSFRONTERIZO</b>										
<b>Españolas</b>										
Bancos .....	1.391	700	2.646	521	1.066	1.008	1.103	731	455	878
Cajas .....	863	325	853	307	287	782	120	412	164	741
Cooperativas .....	298	0	197	0	4	3	0	0	1	0
Sucursales y filiales..	443	117	561	270	220	171	383	58	332	229
Extranjeras (*).....	1.142	2.995	1.098	4.257	1.964	1.577	1.201	1.606	1.848	952

(\*) Solamente incluye relaciones transfronterizas con entidades que operan en España.

mistas que prestatarias, si bien se observa una disminución de la participación como prestamista a lo largo de la muestra.

El cuadro núm. 2 muestra el número de operaciones en este mercado. En términos de operaciones, se observa un mayor número en el mercado nacional. No obstante, a lo largo de la muestra se ha producido un recorte significativo del número de operaciones tanto en el

mercado nacional como en el transfronterizo. En el caso de las cajas y las cooperativas, la reducción ha sido especialmente drástica en las operaciones de préstamo.

El gráfico 1 muestra diagramas de flujo entre los sectores institucionales. Concretamente, se han agregado las operaciones en los siguientes grupos: bancos pequeños (S), bancos grandes (L), cajas pequeñas (S), cajas grandes (L), sucursales y filiales, y finalmente se han

**GRÁFICO 1  
RELACIONES BILATERALES**

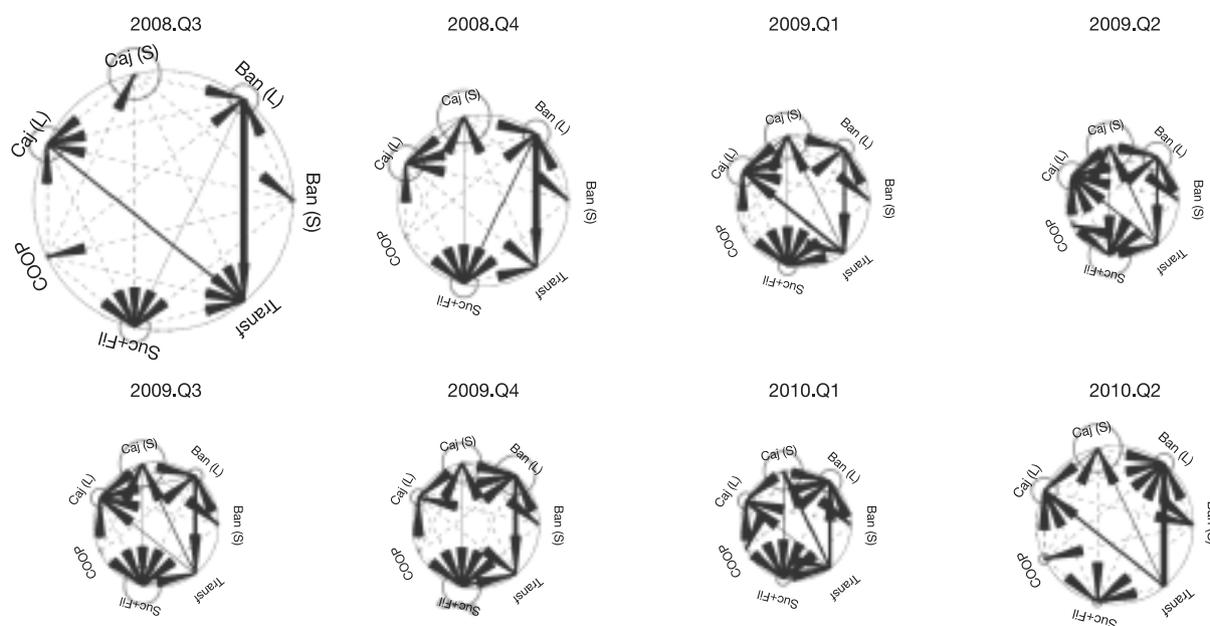
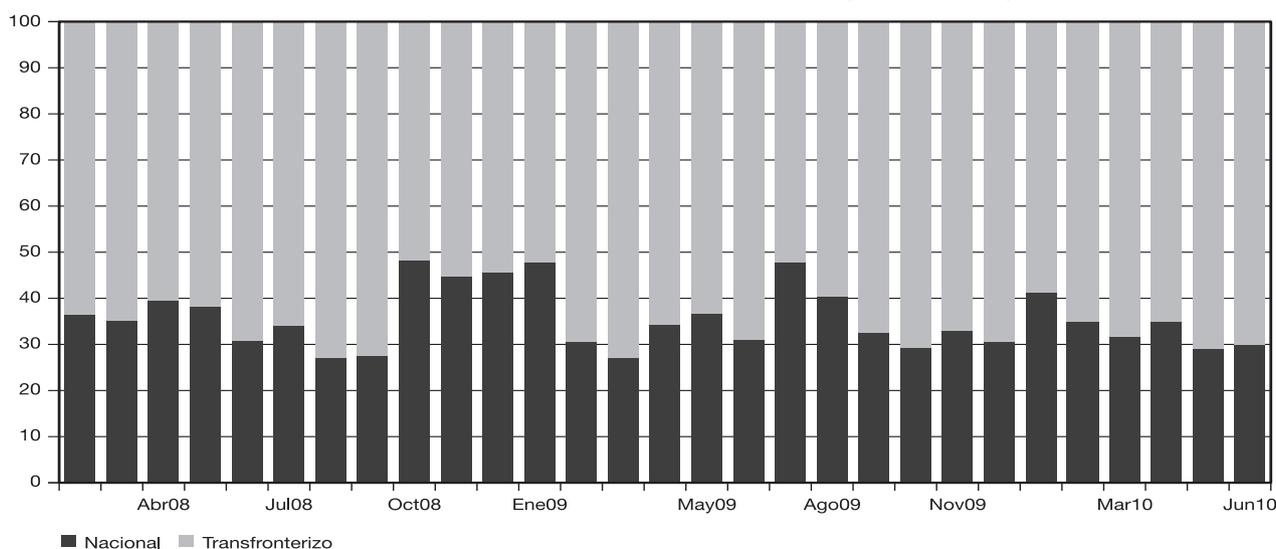


GRÁFICO 2

## PESO RELATIVO DE LOS TIPOS DE OPERACIONES (PORCENTAJE)



agrupado todas las entidades situadas fuera de España en una categoría (Transf.). Los diagramas presentan los flujos trimestrales netos del mercado a un día, en los que las instituciones están dispuestas en circunferencias. El área dentro de las circunferencias es proporcional a los flujos agregados de cada trimestre. Por tanto, una mayor actividad en el mercado interbancario se traduce en una circunferencia de mayor tamaño. La actividad que se ha desarrollado dentro de cada grupo aparece resumida por medio de circunferencias «satélite» en trama gris, cuya dimensión también refleja el tamaño de los flujos agregados que han circulado den-

tro de la categoría. Por último, las flechas indican la dirección en la que han circulado los flujos netos entre los grupos considerados. Su grosor es proporcional a la cuantía neta del flujo que representan. Para obtener una mayor nitidez, se representan en línea discontinua los flujos más pequeños. El gráfico muestra que los flujos de mayor intensidad han sido préstamos transfronterizos por parte de bancos o cajas grandes. No obstante, al final de la muestra tanto las cajas como los bancos grandes han sido receptores netos de fondos en algunos trimestres, si bien el tamaño de este mercado ya se había reducido drásticamente desde el último trimestre de 2008. Las

CUADRO NÚM. 3  
IMPORTE AGREGADO (MILLONES DE EUROS)

	2008/01-2008/06		2008/07-2008/12		2009/01-2009/06		2009/07-2009/12		2010/01-2010/06	
	Prestamista	Tomador								
<b>(a) NACIONAL</b>										
Españolas										
Bancos .....	184.838	126.302	174.156	114.625	75.123	75.146	71.351	71.582	43.247	61.897
Cajas .....	263.974	230.978	295.732	248.086	182.671	177.876	147.300	125.997	151.608	121.597
Cooperativas .....	39.597	490	34.833	821	23.650	544	17.041	1.853	12.876	6.851
Sucursales y filiales..	32.280	162.919	32.558	173.747	38.312	66.190	38.685	74.945	18.908	36.294
<b>(b) TRANSFRONTERIZO</b>										
Españolas										
Bancos .....	475.761	123.799	634.167	88.407	256.463	189.247	249.370	136.631	60.245	219.980
Cajas .....	214.501	42.908	161.997	24.271	22.244	132.802	13.323	54.774	11.079	123.947
Cooperativas .....	23.796	0	15.284	0	22	48	0	0	12	0
Sucursales y filiales..	46.924	11.304	48.094	19.588	22.452	16.153	64.975	3.442	29.377	27.026
Extranjeras (*).....	178.011	760.982	132.266	859.542	338.250	301.181	194.847	327.668	370.952	100.714

(\*) Solamente incluye relaciones transfronterizas con entidades que operan en España.

entidades de menor tamaño, como cajas o cooperativas, son generalmente prestamistas en el mercado nacional y tienen muy poca presencia o, en muchos casos, no participan en el mercado transfronterizo.

#### IV. EVOLUCIÓN DE IMPORTES

El cuadro núm. 3 muestra el volumen agregado por semestres, en millones de euros, de las operaciones interbancarias. Al contrario a lo observado en el cuadro núm. 2 para el número de operaciones, se puede comprobar que el mercado transfronterizo tiene mayor tamaño que el mercado nacional en términos de crédito. El cuadro núm. 4 muestra que esto se debe a que las operaciones transfronterizas son de un importe muy superior al de las operaciones nacionales. Concretamente, la operación mediana es de 30 millones de euros en el mercado nacional, mientras que alcanza 110 millones en el transfronterizo. La comparación de tamaños de los mercados nacional y transfronterizo (gráfico 2) muestra que el transfronterizo suele tener aproximadamente el doble de tamaño que el nacional. Sin embargo, en períodos críticos, como el otoño de 2008, su tamaño fue similar al del nacional.

El gráfico 3 muestra la evolución mensual del importe agregado de los dos tipos de operaciones. De nuevo, este gráfico corrobora que el tamaño de las operaciones tradicionales del mercado interbancario se ha reducido de forma notable en los últimos dos años. Como indica el gráfico 4, el tamaño medio de las operaciones nacionales se ha mantenido muy estable en torno a los 50 millones de euros, mientras que el tamaño medio de

las operaciones transfronterizas ha sido mucho más variable. Por ejemplo, durante el otoño de 2008 experimentó una fuerte caída.

CUADRO NÚM. 4  
TAMAÑO DE LAS OPERACIONES  
(MILLONES DE EUROS)

	NACIONAL	TRANSFRONTERIZO
Mínimo.....	0,2	1,0
Percentil 1 por 100.....	2,5	1,8
Percentil 5 por 100.....	5,8	10,0
Percentil 25 por 100.....	15,0	50,0
Mediana.....	30,0	110,1
Percentil 75 por 100.....	50,0	250,0
Percentil 95 por 100.....	110,0	601,3
Percentil 99 por 100.....	300,0	1.000,0
Máximo.....	1.500,0	1.746,9
Número de operaciones.....	43.055	18.640
Importe total.....	1.878.739,5	3.564.413,4

Finalmente, el gráfico 5 indica que las entidades que operan en España actuaron en términos agregados como prestamistas en el mercado transfronterizo hasta finales de 2008, con un diferencial considerable entre flujos salientes y entrantes. Sin embargo, en 2009 se observa un comportamiento mucho más equilibrado entre estos flujos. El ajuste se realizó reduciendo drásticamente los flujos salientes, puesto que las cantidades recibidas por las entidades españolas se mantuvieron más estables. No obstante, la situación ha cambiado en 2010, pues los flujos entrantes han crecido más que los salientes.

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS IMPORTES AGREGADOS (MILES DE MILLONES DE EUROS)

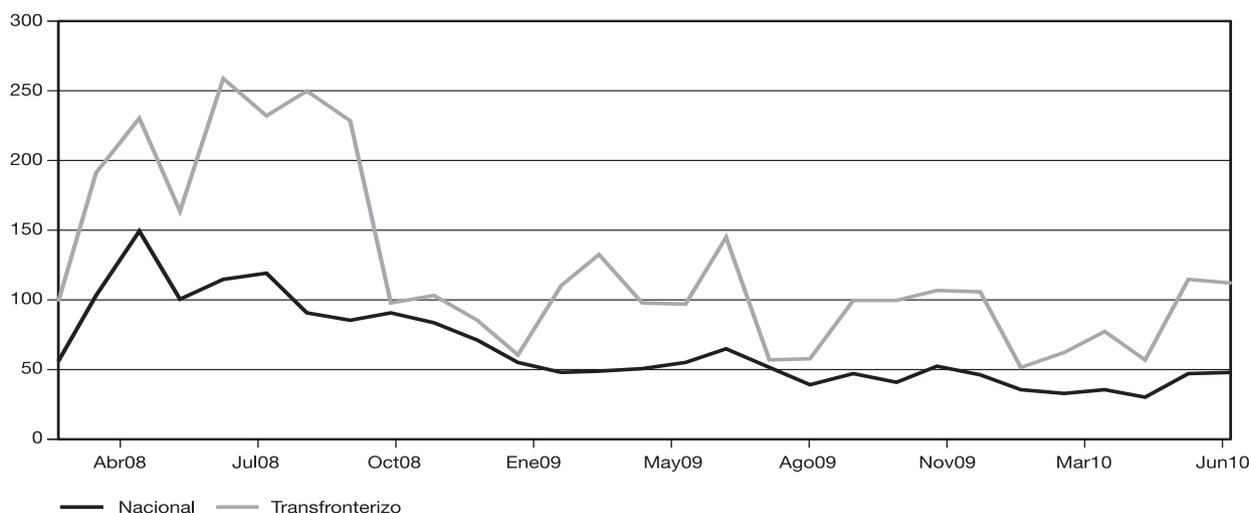


GRÁFICO 4  
**IMPORTE MEDIO DE LAS OPERACIONES (MILLONES DE EUROS)**

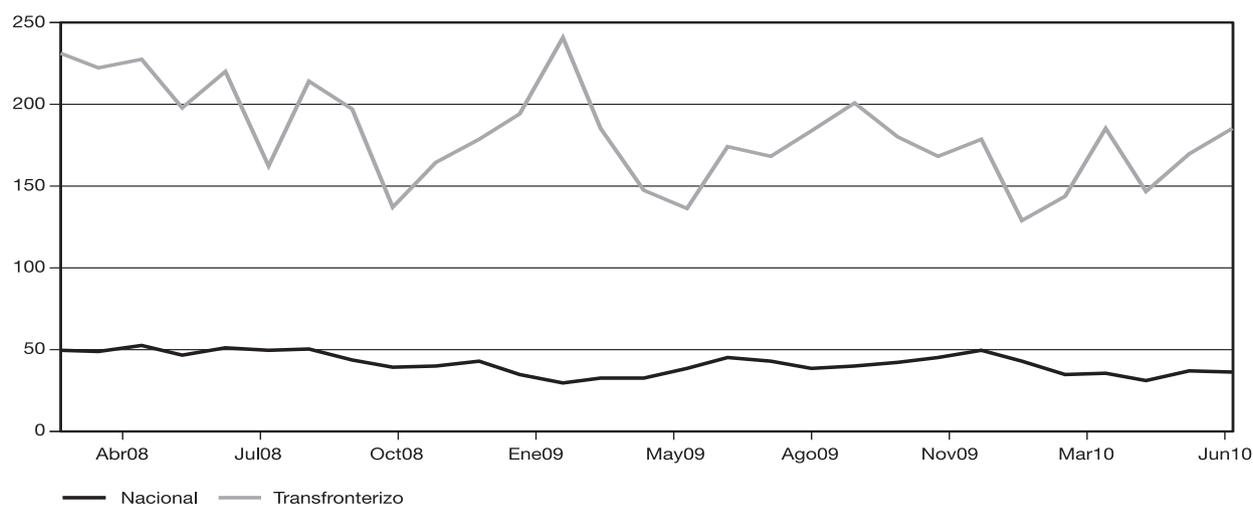
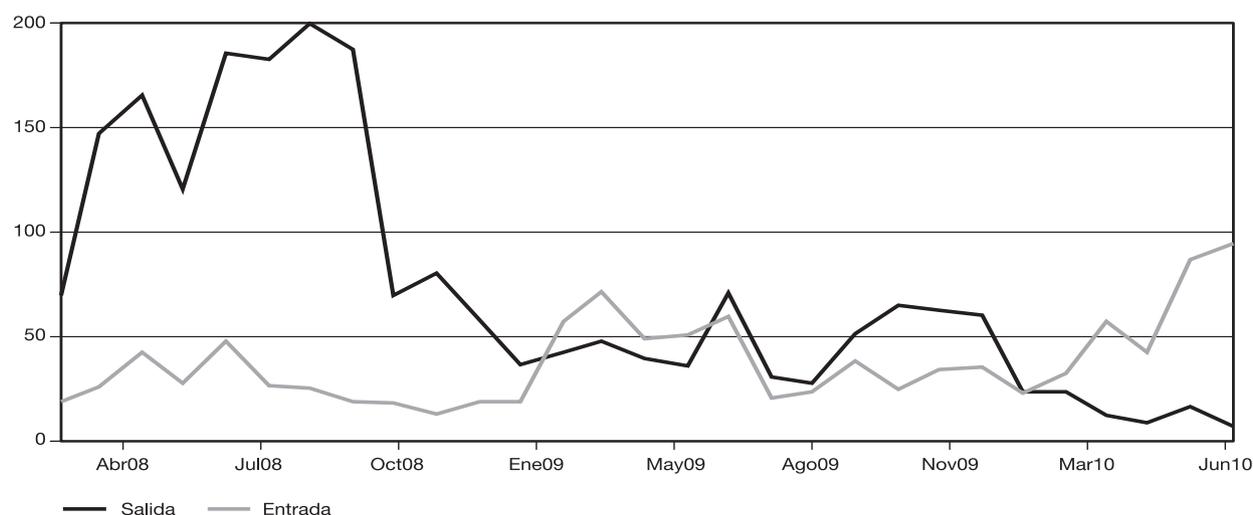


GRÁFICO 5  
**FLUJOS TRANSFRONTERIZOS AGREGADOS (MILES DE MILLONES DE EUROS)**



Nota: «Salida» indica préstamos de entidades españolas, filiales o sucursales a otra entidad extranjera. «Entrada» indica operaciones transfronterizas cuyo tomador es una entidad española o una filial o sucursal.

## V. PAÍSES

Las entidades alemanas son las principales prestamistas transfronterizas de las entidades que operan en España, con porcentajes que varían entre 33 por 100 y 47 por 100 (cuadro núm. 5). A continuación se sitúan las entidades francesas, aunque su contribución ha sido más variable: fue superior al 20 por 100 en las primeras mitades de 2008 y 2009, pero sólo del 14 por 100 y el 7 por 100 en los segundos semestres de 2008 y 2009, respectivamente. También destaca el caso de Holanda, cuyas entidades llegaron a concentrar el 21 por 100

del crédito recibido por entidades españolas en la segunda mitad de 2009.

Como muestra el cuadro núm. 6, el peso de las entidades alemanas como tomadoras es también elevado, oscilando entre 29 por 100 y 55 por 100 en la muestra. Francia y Reino Unido presentan un patrón menos estable, pero su cuota ha aumentado notablemente al final de la muestra. En particular, Francia ha llegado a recibir un 26 por 100 del crédito en el último trimestre de 2010, mientras que Reino Unido alcanzó el 37 por 100 en el primer semestre de 2009. El resto del crédito se ha mantenido relativamente disperso entre entidades de distintos países.

**CUADRO NÚM. 5**  
**DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO TRANSFRONTERIZO**  
**POR PAÍS DEL PRESTAMISTA (PORCENTAJE)**

	1º semestre 2008	2º semestre 2008	1º semestre 2009	2º semestre 2009	1º semestre 2010
Alemania .....	44,0	33,3	41,7	46,6	36,8
Austria .....	0,3	0,6	0,5	0,2	0,8
Bélgica .....	3,8	20,3	9,7	5,3	3,9
Chipre.....	0,1	0,2	0,5	0,1	0,0
Dinamarca.....	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Eslovaquia.....	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Finlandia.....	0,7	0,6	1,1	0,9	2,4
Francia .....	22,5	13,7	21,9	7,1	17,6
Grecia.....	0,3	0,6	0,9	0,9	0,5
Holanda.....	13,8	9,2	13,0	21,3	11,2
Irlanda .....	2,2	3,8	1,9	1,8	0,4
Italia.....	1,3	3,6	1,3	0,8	0,3
Luxemburgo.....	0,6	0,0	0,0	0,1	0,0
Polonia .....	0,1	0,3	0,2	3,1	1,2
Portugal.....	0,0	0,0	3,9	9,0	7,5
Reino Unido .....	3,5	7,2	2,3	2,2	16,6
Suecia .....	6,7	6,6	0,8	0,5	0,6

**CUADRO NÚM. 6**  
**DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO TRANSFRONTERIZO**  
**POR PAÍS DEL TOMADOR (PORCENTAJE)**

	1º semestre 2008	2º semestre 2008	1º semestre 2009	2º semestre 2009	1º semestre 2010
Alemania .....	36,0	33,0	29,5	34,0	54,6
Austria.....	2,7	2,6	0,9	2,4	0,7
Bélgica.....	14,1	8,4	6,2	1,0	2,1
Chipre .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dinamarca .....	5,2	9,7	3,9	1,4	0,9
Eslovaquia .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia .....	9,2	6,5	3,3	2,8	1,6
Francia.....	15,3	13,5	9,7	26,5	8,0
Grecia .....	0,3	0,7	0,0	0,0	0,8
Holanda .....	4,4	3,1	3,1	1,6	5,8
Irlanda.....	0,3	2,0	0,3	0,5	1,9
Italia .....	1,9	9,9	2,6	4,9	6,0
Luxemburgo.....	1,0	0,9	1,4	0,0	0,0
Polonia.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Portugal .....	0,0	0,0	2,1	0,6	2,0
Reino Unido .....	9,4	9,6	37,0	24,2	15,5
Suecia.....	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1

**NOTA**

(\*) Las opiniones expresadas en este artículo son de mi exclusiva responsabilidad, y no necesariamente coinciden con las del Banco de España o el Eurosistema. Este trabajo no hubiera sido posible sin el enorme esfuerzo de tratamiento y análisis de la información reali-

zado por Javier Mencía y José María Moreno, a los que quiero agradecer asimismo sus sugerencias en la preparación de versiones previas del texto.

También quiero agradecer a Susana Núñez y Jesús Saurina su contribución a la realización de este trabajo.

---

## ANEXO METODOLÓGICO

---

No existe un código de identificación de los préstamos en Target 2. Por tanto, sólo es posible determinar de forma aproximada las operaciones transfronterizas correspondientes a préstamos.

La estrategia seguida en este estudio ha sido buscar, para todos los pagos superiores a un millón de euros en Target 2 entre cada par de entidades, operaciones de vuelta (sentido inverso) en el siguiente día hábil por importe superior al importe de ida, y dentro de un rango determinado. Concretamente, sólo se consideran préstamos aquellas operaciones cuyo importe de vuelta supondría un tipo de interés superior al de las facilidades marginales de depósito del BCE, e inferiores a las facilidades marginales de crédito más un 1 por 100.

Se ha analizado la posibilidad de que los tomadores paguen el principal y el tipo de interés de forma separada. Sin embargo, las operaciones encontradas presentan características muy distintas a las de otros préstamos negociados en las mismas fechas, sobre todo en lo que se refiere al tipo de interés. Adicionalmente, las operaciones encontradas de este tipo suponen menos del 3 por 100 del resto de operaciones transfronterizas. Por ello, se prescinde de estas operaciones en este estudio.

De las operaciones encontradas, se eliminan todas aquellas en las que intervienen bancos centrales o instituciones no bancarias.

Algunas de las entidades que operan en España tienen también presencia en otros países. Las entidades de un mismo grupo financiero pueden acordar también operaciones de préstamo que quedan reflejadas en los datos de este estudio. Sin embargo, los determinantes de este tipo de operaciones pueden ser muy distintos de los de entidades totalmente independientes. Por ello, es necesario distinguir los dos tipos de operaciones. En este trabajo sólo se consideran operaciones entre entidades de grupos financieros distintos, tanto dentro de España como en operaciones transfronterizas. Para ello, se eliminan en primer lugar las operaciones entre entidades cuyos códigos BIC contengan las mismas cuatro primeras siglas. Adicionalmente, se eliminan manualmente las operaciones dentro de los grupos financieros.

# Los seguros en España

Ignacio Eyries García de Vinuesa

## I. ANTECEDENTES DEL SEGURO EN ESPAÑA, UN SIGLO DECISIVO

La existencia de las primeras formas de seguro se remonta a los albores de nuestra civilización. Desde que el hombre comenzó a organizar su vida de una manera «social», y fue consciente de su fragilidad y de todas aquellas variables que escapaban a su control y ponían en peligro su vida y las circunstancias que la rodeaban, sintió la necesidad de establecer mecanismos de defensa frente a dichas contingencias. Mecanismos que, de alguna forma, le aseguraran poder vivir con cierta tranquilidad frente «a lo que pudiera pasar».

Hablar de estas primeras manifestaciones, de las que encontramos ya ejemplos en las civilizaciones antiguas como Grecia o Roma, y la evolución hasta nuestros días sería suficiente ya para cubrir la extensión de este artículo. Por ello, me centraré en este primer epígrafe en la evolución del seguro en España en el último siglo, ya que ésta ha sido una de las etapas más intensas e importantes en esta materia, y la que mejor nos puede hacer comprender cuál es la situación actual del seguro en nuestro país.

Fue, precisamente, en los inicios del siglo XX cuando la actividad aseguradora española contó por primera vez con una legislación específica. En 1908, bajo el reinado de Alfonso XIII, las Cortes aprobaron la Ley del Seguro, que tuvo su desarrollo en el Reglamento de 1912.

Hasta esa fecha, las compañías de seguros tenían un fuerte componente local y limitado, y solían estar especializadas en un solo ramo. Asimismo, se enfrentaban a un mercado poco desarrollado en el que, a veces, la falta de liquidez y la inexistencia de una reserva de capital sólida ponía en peligro su supervivencia. Por otra parte, la cada vez más prolija legislación europea en la materia supuso un impulso decisivo para la Ley.

Esta Ley incluyó, además, una de las características fundamentales de nuestro modelo asegurador, que le ha servido para granjearse la admiración y los elogios internacionales, especialmente en los tiempos convulsos vividos en los últimos años. Me estoy refiriendo a la introducción del necesario sistema de control sobre el capital, las reservas y el destino de las inversiones. Control que permitió comenzar a desarrollar un sector estable y solvente, como el que gozamos hoy en día, que da la mayor garantía a los españoles obteniendo a cambio su confianza. Esta Ley establecía, además, el requisito de disponer de la correspondiente autorización para operar en cada ramo y creaba distintos organismos de supervisión.

La Ley del Seguro de 1908, con todas sus lógicas deficiencias, que se irían subsanando en legislaciones posteriores, supuso un antes y un después para el sector. Permitted su saneamiento y lo propulsó hacia la modernidad. Gracias a ella, la actividad aseguradora mejoró cualitativamente y propició un marco estable de desarrollo que supuso un claro beneficio tanto para los asegurados como para las compañías aseguradoras españolas.

En los años posteriores, la Ley se fue modificando y evolucionando, adaptándose a los distintos escenarios y entornos de la sociedad, culminando con la legislación vigente, la Ley 30/1995, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, a la que han seguido otras también decisivas como, por ejemplo, la Ley de Mediación de Seguros y Reaseguros Privados y la Directiva 2002/92, que establece las bases para la armonización en la Unión Europea de una actividad fundamental para nuestro sector como es la de la mediación.

Esta Directiva crea un marco legal comunitario que permite a los mediadores de seguros ejercer libremente en toda la UE, con vistas al correcto funcionamiento del mercado único de seguros, garantizando la protección y los derechos de los consumidores. También hemos asistido a la creación del Registro de Seguros

de Vida. Una iniciativa pionera en el mundo, puesta en marcha por el Ministerio de Justicia en colaboración con Unespa y las compañías del sector, que evita que ninguna de las pólizas de cobertura por fallecimiento se queden sin cobrar por desconocimiento de los beneficiarios.

En definitiva, el último siglo ha sido clave para el sector asegurador español, convirtiéndose en uno de los más avanzados, consolidados y eficientes de Europa, integrado por compañías cuyas características le confieren un elevado nivel de competencia y le garantizan un futuro brillante y prometedor.

## II. FUNCIÓN SOCIAL DEL SEGURO

Los seguros están presentes en todos los ámbitos de actividad social y económica. Actúan como un excepcional mecanismo de reparto, cobertura e indemnización y estabilidad financiera. Cumplen una función vital para la sociedad como elemento estabilizador, son generadores de confianza y seguridad frente a situaciones adversas o momentos de crisis. Es más, sin su presencia sería imposible el desarrollo de muy distintos sectores.

Muestra de esta afirmación es el peso específico que el sector asegurador español ha alcanzado en la economía de nuestro país, desempeñando un papel clave en ella. Baste decir que la tasa de participación del sector en el producto interior bruto nacional es casi del 6 por 100, correspondiente a nuestro nivel de renta y desarrollo, y en línea con otros países europeos. Adicionalmente, ha demostrado, entre otras cosas, ser un valiosísimo vehículo de inversión, a la vez que instrumento de fomento y captación del ahorro. Los seguros y las pensiones acumularon en 2009 el 15,2 por 100 del ahorro financiero de las familias españolas.

Asimismo, el patrimonio gestionado a través de los planes y fondos de pensiones ascendió el año pasado a 86.019 millones de euros. Además, el sector asegurador es un importante generador de empleo, con una tasa de temporalidad indefinida del 97 por 100, muy por encima de la media nacional.

Pero el seguro no es sólo un sector estratégico para la economía, también lo es desde el punto de vista social, y sus aportaciones son cada vez más importantes para la plena consolidación del Estado del bienestar.

Según estimaciones de la *Memoria Social del Seguro* de Unespa, y cito textualmente: «la comparación de las prestaciones pagadas en España por los seguros de salud y vida con el gasto público en materia de sanidad, enfermedad, vejez, viudedad y orfandad e invali-

dez, todas ellas coberturas públicas similares a las otorgadas por los seguros, deviene en la conclusión de que el papel del sector asegurador en el Estado del bienestar se sitúa aproximadamente en el 14 por 100, con tendencia suavemente creciente a lo largo de los años».

De hecho, este papel del sector asegurador es cada vez más reconocido por la sociedad. Hoy en España, según datos de la Patronal, hay más de quince millones de hogares asegurados y ocho millones de personas que disponen de seguros de decesos o de vida con cobertura por fallecimiento. Cabría decir pues que los seguros se han convertido en una parte imprescindible de nuestras vidas, tan presentes en ellas como las cosas más habituales y cotidianas.

Los seguros, en sus dos grandes categorías —vida y no vida— están en todos los ámbitos de actividad social. Por lo que se refiere a los seguros de vida, según datos de ICEA (Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras), en 2009 había 32,6 millones de asegurados en España, que aportan, por un lado, un ahorro consolidado de 144.000 millones de euros y, por otro, una protección total (capital asegurado) de 1,6 billones de euros.

El seguro de vida en España cubre una amplia gama de situaciones, que van desde la cobertura de la muerte o invalidez, lo que comúnmente se denomina seguros de vida-riesgo, a aquellos llamados de ahorro, cuyo fin es garantizar un capital final, generalmente tras la jubilación, a través de un ahorro sistemático. En este punto, quisiera resaltar la aportación de los planes de pensiones a la consecución de un nivel de vida de los trabajadores jubilados acorde con el que disfrutaban en su vida activa. Su carácter de complemento, ciertamente imprescindible, a la pensión pública gana terreno día a día.

Por lo que se refiere al seguro de no vida, su importancia es cada vez mayor en los hogares españoles, siendo el de automóvil claramente predominante. La parte de su renta que los hogares dedican a este tipo de seguros se ve claramente compensada a través de las indemnizaciones recibidas en caso de siniestro.

En 2008, el sector desembolsó 35.457 millones de euros en concepto de pagos por siniestros. Más allá de la magnitud de las cifras, hemos de valorar el retorno en beneficios sociales que este hecho supuso, proporcionando ayuda, cobertura y amparo en situaciones de la más diversa índole, muchas de ellas críticas.

Igualmente, es importante destacar el papel imprescindible que desempeña el seguro en el ámbito empresarial, ofreciendo a los agentes involucrados las garantías necesarias para desarrollar su actividad con éxito y normalidad.

Todo apunta que esta función social que cumple el seguro se acrecentará en los años venideros. Por una parte, nuestra sociedad ha alcanzado unos niveles de desarrollo, complejidad y sofisticación en todos los ámbitos que ha mejorado sustancialmente nuestra calidad de vida, pero que, a la vez, ha generado nuevos riesgos y, por tanto, nuevas demandas de sistemas de garantía y previsión a los que el sector asegurador debe ser capaz de dar respuestas eficaces. Los continuos avances tecnológicos, las exigencias derivadas de las normativas en materia medioambiental, la existencia de un mundo más globalizado y plural, demandarán de las compañías aseguradoras nuevos productos y desarrollos que acompañen a esta realidad.

Por otra parte, dicho desarrollo nos ha llevado a alcanzar unas expectativas de esperanza de vida impensables hace tan sólo unas décadas. También aquí el seguro tiene un papel protagonista a la hora de articular soluciones que nos permitan vivir esos «años de más» con calidad y plenitud. El agotamiento de los sistemas públicos de pensiones deberá dar paso a un nuevo modelo en el que el ahorro privado tendrá un protagonismo significativo.

Ambos temas los abordaré más adelante.

### III. EL SECTOR ASEGURADOR ESPAÑOL Y LA CRISIS

---

La función social del seguro se ha hecho más patente si cabe en la situación de crisis que ha arrasado la economía mundial y nacional en los dos últimos años, y seguirá teniendo especial relevancia en la aportación de soluciones en el camino hacia la recuperación.

Antes de abordar cómo puede contribuir el sector a la recuperación, quisiera ahondar en las razones por las cuales el sector asegurador ha sabido mantenerse firme ante los embates de la crisis.

En estos complicados años, el sector ha seguido creciendo (un 1,2 por 100 más en 2009, hasta alcanzar unos ingresos por primas de 59.884 millones de euros), y no sólo no ha destruido empleo, sino que ha sido capaz de generarlo; ninguna de las entidades que lo conforman ha precisado de ayudas públicas, datos todos ellos nada baladés y que no han de pasarse por alto.

Este extraordinario comportamiento cuando todo hacía agua a su alrededor se debe a varios factores. Uno de ellos, clave, ha sido, sin duda, el carácter anticíclico y estable propio de la actividad aseguradora. Por otra parte, como señalaba anteriormente, el sector asegurador cuenta con un sistema muy riguroso de control y supervisión, lo que, unido a una política de gestión basa-

da en la prudencia y el sentido común, ha demostrado su eficacia ante situaciones como la vivida y la que aún padecemos. La capacidad de gestión a largo plazo, determinando criterios de suscripción, tarifas, mecanismos de reaseguro, entre otros, ha sido también decisiva.

Otro factor primordial ha sido el carácter no sistémico de los riesgos inherentes a la actividad aseguradora. Como ha apuntado muy acertadamente la Asociación de Ginebra, en su informe *Systemic Risks in Insurance. An Analysis of Insurance and Financial Stability*, de marzo de 2010, las actividades principales del seguro y el reaseguro no tienen riesgos sistémicos por cómo absorben, transmiten y reportan el riesgo, actuando las aseguradoras como estabilizadoras del sistema financiero.

En este sentido, en época de crisis, está demostrado que se usan menos y mejor los bienes asegurados, de manera que la siniestralidad baja, y la reducción de costes puede ser incluso superior a la de los ingresos.

Asimismo, los criterios de inversión seguidos por las compañías aseguradoras han sido siempre sumamente sensatos y conservadores, predominando la máxima calidad crediticia y la menor exposición al riesgo (la cartera de activos se ha centrado, tradicionalmente, en la renta fija a largo plazo), lo cual adquiere su verdadero valor en un entorno como el que propició la crisis actual.

En resumen, el sector ha sabido hacer bien las cosas y, aunque no ha sido inmune a las crisis, sobre todo en lo relativo a la actividad relacionada con los sectores más vapuleados, como automoción, construcción o inmobiliario, el balance de estos últimos años no puede ser calificado más que como satisfactorio y esperanzador.

Retomando la idea inicial de la función social que cumple el seguro, es precisamente ésta la que nos pone ante el deber de adoptar un rol relevante y proactivo en el proceso de recuperación de la economía. De hecho, otros de los puntos en el «haber» del sector en estos años ha sido su capacidad de anticipación.

Hace tiempo que las compañías aseguradoras venimos desarrollando productos específicamente diseñados para paliar los efectos de la crisis, tales como el seguro de protección de pagos, que supone la asunción de éstos en caso de desempleo (hipoteca, tarjetas de crédito...), o los seguros de crédito, que han demostrado su eficacia en la coyuntura actual.

Este último, el seguro de crédito, ha tenido un papel decisivo para muchas empresas que han visto cómo la crisis multiplicaba sus impagos. Éstos se han visto incrementados por la crisis, y la situación sigue empeoran-

do. El número de sociedades españolas con procedimientos por impago alcanzó ya las 92.183 empresas durante el primer trimestre del año, un 8,32 por 100 más que en 2009. Ante esta situación, los seguros de crédito han sido la garantía que ha permitido seguir adelante evitando la paralización de la actividad comercial.

En la misma línea, las compañías de seguros han lanzado al mercado productos adaptados a las nuevas circunstancias de las familias y los hogares españoles. Han ajustado sus precios, ampliado o creado nuevas coberturas, ciñéndose más que nunca al perfil y las necesidades del consumidor.

No cabe duda de que el camino de la recuperación será largo y costoso, pero desde el sector asegurador se está ayudando a consolidar las bases que nos llevarán a él. Las compañías, fieles a sus políticas de responsabilidad social corporativa (RSC), más presentes que nunca en momentos como el actual, están armando el hombro, sabedoras de que su fin último, al margen de su legítima aspiración al beneficio y al crecimiento como empresas que son, no es otro que el servicio a la sociedad.

#### **IV. UNA MIRADA AL FUTURO**

La fortaleza y solidez del sector asegurador español, su férrea resistencia en tiempos de *vacas flacas*, no puede ni debe ser una invitación a la autocomplacencia ni al conformismo. La crisis vivida ha supuesto el punto final a una época y un estilo en la economía y el sistema financiero mundial. Hemos de aprender de los errores cometidos para ser capaces entre todos de crear un escenario de futuro que propicie y nos mantenga en la senda del crecimiento. Sin ánimo de ser exhaustivo, a continuación expongo algunas de las aportaciones que, desde el ámbito del seguro, se pueden hacer a la consolidación de esa nueva era.

##### **1. Sistemas de control más efectivos: Solvencia II**

Tradicionalmente, el sector financiero español, y por ende el del seguro, han contado con un sistema de control riguroso con un nivel de supervisión por encima de la media europea y estadounidense. Dicho modelo, objeto de críticas en algún momento del pasado, ha demostrado su eficacia en la crisis actual, salvaguardando la salud y solidez de las entidades financieras y aseguradoras españolas. Por tanto, puede servir de ejemplo en ese camino hacia la recuperación y ser referente de normativas venideras.

Es necesario ahondar en dicho modelo incrementando las garantías. La crisis ha puesto de manifiesto que

la globalización ha multiplicado el grado de exposición recíproca de los mercados. Para corregir esos riesgos, se empiezan a defender sistemas más efectivos de control a la libertad de mercado.

Por ello, hemos de colaborar con la sociedad para conseguir incrementar la eficiencia, y recobrar la seguridad y la confianza necesarias para remontar el profundo bache en el que nos encontramos.

En este sentido, será decisivo el desarrollo e implantación del proyecto de la Unión Europea, Solvencia II, que supondrá para el sector asegurador lo mismo que Basilea III para el bancario, y cuyo objetivo es mejorar el control, la medición de los riesgos y el aumento de las garantías a los asegurados. Es decir, hará que las compañías refuercen su responsabilidad y actúen con los niveles de solvencia adecuados. Esta normativa deberá estar plenamente operativa en nuestra legislación antes del 31 de octubre de 2012.

Solvencia II tiene tres grandes objetivos: el primero de ellos es desarrollar y establecer un nuevo sistema que determine los recursos propios mínimos que deberá tener cada compañía aseguradora, teniendo en cuenta los riesgos que asuma y la gestión de éstos. En segundo lugar, quiere potenciar el papel de los órganos supervisores y su capacidad para anticiparse a situaciones que pudieran ser generadoras de riesgo y, por último, definir con claridad la información que las entidades deberían proporcionar en relación con su política de gestión de riesgos y de su nivel de solvencia.

Sin duda, la consolidación de Solvencia II supondrá un importante paso adelante para el sector, y es fundamental que las compañías que operamos en él tomemos conciencia de la necesidad de comenzar a adaptar nuestras estructuras y a aplicar la nueva normativa sin esperar a 2012. Una vez más el sector debe ser ejemplo de la responsabilidad y la previsión que van implícitos en su ADN.

Bien es cierto que las exigencias de la normativa pueden suponer cambios importantes en el sector, fundamentalmente por las posibles operaciones de consolidación y fusión entre compañías de menor tamaño que se producirán.

Asimismo, es importante conseguir el necesario y deseable equilibrio entre una mayor solvencia y la competitividad en costes del sector y el mayor precio que, finalmente, el asegurado se vería obligado a pagar, y que podría tener el efecto negativo de ser disuasorio.

En cualquier caso, los correctos desarrollo y aplicación de Solvencia II serán necesarios en aras de ofrecer a nuestros clientes, particulares y empresas, unos

niveles de garantía y seguridad que refuercen su confianza en nosotros.

## **2. La necesaria reforma del sistema de pensiones**

La crisis ha puesto más que nunca en el ojo del huracán a uno de los pilares básicos del Estado del bienestar: el sistema de pensiones. Con anterioridad a la recesión, hace tiempo que se venía poniendo en duda, desde diversos foros, la viabilidad del sistema público de pensiones tal y como está concebido actualmente. El demoledor efecto de la crisis en la destrucción de empleo, con una tasa de paro que ya supera el 20 por 100, así como la consiguiente disminución en la base de cotizantes, no ha hecho más que echar leña a este debate y poner sobre la mesa, con prioridad ineludible, la necesidad de una reforma profunda y consensuada.

Desde el sector asegurador llevamos tiempo alertando sobre esta situación, como decía, azuzada e intensificada por la crisis, pero no responsable de ésta. El principal motivo que hace necesaria e improrrogable dicha reforma son los importantes cambios demográficos experimentados en las últimas décadas. A una drástica caída en los índices de natalidad, le ha acompañado un aumento de la esperanza de vida, que actualmente se cifra en España en 81 años, según el Instituto Nacional de Estadística.

Varias son las soluciones que se han planteado a este tema desde el sector asegurador, y la mayoría de ellas señalan a la necesidad de completar el sistema público con el ahorro privado a través de modelos como los que ya funcionan con éxito en países de nuestro entorno. Modelos que combinan un sistema público de pensiones, un sistema de capitalización obligatorio y un sistema de ahorro individual voluntario. En este sentido se ha manifestado, por ejemplo, el Círculo de Empresarios.

Este tipo de modelos buscan complementar el sistema público de pensiones de reparto tal y como está concebido actualmente, incluyendo algunas mejoras como un sistema obligatorio de capitalización a través de un fondo de pensiones a nombre del trabajador, al que aportarían tanto éste como el empleador, siempre que la persona ocupada superase un mínimo nivel de ingresos, de forma que el trabajador sea el propietario del plan de pensiones.

La financiación de este sistema procedería de las cotizaciones sociales reducidas del primer soporte y trasladadas a la capitalización de este segundo. La tercera «pata» de este modelo serían los actuales fondos de pensiones privados, para los que convendría aprobar nuevos incentivos fiscales que promovieran el ahorro voluntario en fondos privados tanto individuales como empresariales.

Este tipo de modelos, y cualquier otro que sea realista, supone un necesario cambio de mentalidad en la sociedad a favor del ahorro, que debería ser impulsado, en primer lugar, desde los poderes públicos y promovido con las oportunas medidas.

Comprendo que, en una situación como la actual, resulta complicado «poner este cascabel al gato», basta con ver el revuelo mediático que levantó un hipotético retraso de la edad de jubilación, pero si realmente queremos apostar por una vida digna con un nivel de calidad aceptable para los jubilados del mañana, hemos de empezar por aceptar lo evidente.

El Observatorio de Pensiones que en Caser realizamos anualmente pone de manifiesto una preocupante realidad: el 61 por 100 de los españoles no ahorra para su jubilación. De ese 61 por 100, el 50 por 100 considera que no es necesario hacerlo porque «para eso existen las pensiones de jubilación de la seguridad social». Lo paradójico es que esos mismos encuestados piensan que las pensiones públicas bajarán, o incluso desaparecerán, en el futuro y que, en el caso de llegar a cobrarlas, su cuantía será baja o muy baja. Desde luego son, cuanto menos, conclusiones que deben incitar a la reflexión para que el Pacto de Toledo dé por fin el paso hacia una reforma del sistema de pensiones que logre no sólo garantizar su sostenibilidad a largo plazo, sino también incentivar el ahorro a través del mayor consenso político y social.

Desde el sector asegurador abogamos por ello, y tenemos la mano tendida para participar en un debate constructivo que aporte soluciones eficaces y satisfactorias para todos.

## **3. Aportaciones en materia de dependencia**

Otro tema crucial al que podemos aportar mucho desde nuestro sector es el de la dependencia. En esta materia, en España contamos con la *Ley de promoción de la autonomía personal y atención a las personas en situación de dependencia*, que entró en vigor en 2007. El objetivo de la Ley es garantizar los servicios que necesitan las personas que, bien por sufrir una enfermedad, por invalidez o simplemente por vejez, pueden considerarse, en cualquiera de sus grados, como dependientes. Para ello contempla una aportación del Estado de más de 12.638 millones de euros desde 2007 hasta 2015. Asimismo, se prevé una aportación de las comunidades autónomas de las mismas cantidades.

Se trata, pues, de un modelo basado en una fórmula pública y universal que garantiza la igualdad de acceso y un reconocimiento de la discapacidad único para todo el Estado. Asimismo, establece para la financia-

ción un sistema de copago conforme a la edad y capacidad económica del dependiente, dando prioridad a las ayudas de carácter asistencial, como la teleasistencia, las ayudas a domicilio, centros de día y de noche, entre otros.

Hasta la fecha, el desarrollo de la Ley ha sido irregular, e incluso, en algunos puntos, polémico. Sin embargo, a nadie se le escapa que una ley de este tipo era sumamente necesaria, atendiendo a los cambios demográficos a los que aludíamos en el epígrafe anterior: una población cada vez más envejecida —se calcula que en 2016 tres de cada diez mayores de 65 años serán también mayores de 80 años—, con elevadas necesidades de cuidado y atención, y por tanto susceptible de verse abocada a situaciones de dependencia.

La Ley deja la puerta abierta al papel del sector privado, bien colaborando en la prestación de aquellos servicios asistenciales que la ley garantiza, pero que el sector público no tiene suficiente capacidad para cubrir, bien articulando productos o servicios financieros que ayuden a cubrir el copago que exige la norma. En ambos casos, el sector asegurador puede participar, y de hecho son varias las iniciativas ya puestas en marcha en este sentido. Las entidades aseguradoras hemos de encontrar el «hueco» al amparo de la Ley para incrementar nuestra función social, pero también como una vía para diversificar nuestros negocios y generar empleo.

#### **4. Innovación en la relación con el cliente, una nueva realidad**

Decíamos que uno de los factores que había contribuido a la solidez del sector asegurador a lo largo de la crisis había sido su capacidad de anticipación y su propuesta de soluciones ante situaciones nuevas. Hemos hablado también de la función social que cumple el seguro dando respuestas a las necesidades de garantía y protección que requiere la sociedad. Pues bien, estas características deberán acentuarse e intensificarse en un mundo como el actual, que cambia cada vez más deprisa.

El imparable avance de las nuevas tecnologías y el auge de las redes sociales ha cambiando radicalmente la relación entre las empresas y sus clientes.

Cada vez es más habitual la realización de transacciones y actividades comerciales y financieras a través de Internet o de la telefonía móvil de una forma más práctica, ágil y directa. El sector del seguro no es ajeno a esta realidad, y está siendo capaz de evolucionar hacia una nueva relación con el cliente que mejore cuantitativa y cualitativamente su nivel de satisfacción: el multiaceso a sus productos y servicios.

Hay que conseguir que, junto a las formas tradicionales y absolutamente necesarias y válidas de relación con el cliente, como puede ser la mediación tradicional, convivan otras como, por ejemplo, la contratación de productos de manera directa a través de cajeros automáticos, Internet, el *i-phone* u otros dispositivos.

Asimismo, las empresas se enfrentan a nuevas exigencias en materia medioambiental que antes no existían, y que demandarán coberturas apropiadas. En la misma línea, estamos asistiendo al auge de nuevos sectores, como por ejemplo el de las energías renovables, cuyo creciente protagonismo en la economía y su rápido desarrollo ha tenido ya una respuesta adecuada por parte de las compañías aseguradoras. Respuesta que tendrá que evolucionar con la misma rapidez y en sintonía con este sector, que cada vez ganará más peso económico.

En el ámbito de la salud sucede lo mismo. Los grandes avances médicos en campos como la reproducción asistida, el tratamiento del cáncer, la medicina preventiva, estética, etc., obliga a las aseguradoras a dar un nivel de asistencia acorde con esas circunstancias, y con un diferente y mayor nivel de exigencia por parte de los clientes.

Los ejemplos podrían ser ilimitados, pero la idea a transmitir es clara: la sociedad avanza cada vez más deprisa y el sector asegurador debe ir por delante. Para ello, debe contar con una herramienta imprescindible: la innovación. Innovación en todos los aspectos, en los productos y servicios a ofrecer, así como en los canales de distribución.

La innovación es todavía una asignatura pendiente para la economía española, sin desmerecer por ello el loable esfuerzo que hacen muchas compañías en este tema. Aun así, informes realizados por la Unión Europea sitúan a España en el puesto 16 en esta materia, con sólo el 1,27 por 100 del PIB destinado a I+D+i.

Por lo que se refiere a las entidades aseguradoras, son conscientes de la necesidad de innovar, y los avances son notables en el ámbito tecnológico. Sin embargo, es importante que conviertan esta actividad en un elemento fundamental de su estrategia empresarial, creando departamentos específicos para su desarrollo, a través de los cuales puedan aportar ideas todos los integrantes de la organización. Ello permitirá ofrecer a los consumidores productos cada vez mejores y soluciones adaptadas tanto a los momentos difíciles que atravesamos como a las nuevas circunstancias económicas y sociales, fidelizándoles y haciéndoles sentir el apoyo del sector. Las empresas deben innovar si aspiran al liderazgo.

El desarrollo de políticas de responsabilidad social corporativa por parte de las compañías aseguradoras es otro de los elementos imprescindibles en ese escenario de futuro que estamos definiendo. RSC entendida tanto intrínsecamente, el deseo de llevar a cabo una gestión basada en la transparencia y el compromiso, como extrínsecamente, dirigida hacia la sociedad. Es el momento de potenciar estos valores y de renovar conceptos tales como el esfuerzo, el trabajo en equipo y la búsqueda del bien común. Hemos de ser cada vez más exigentes, eficientes y rigurosos.

## 5. Diversificación

Otra de las grandes apuestas del sector asegurador ha sido la diversificación tanto en canales de distribución como en ámbitos de negocio.

Por lo que respecta al primer punto, un ejemplo significativo ha sido la Bancaseguros. España es uno de los países de Europa donde mayor auge ha experimentado este canal en los últimos veinte años, situándose entre el 60 y el 70 por 100 el volumen de primas de seguros de vida que se venden a través del mismo. En los últimos tiempos, hemos asistido a cambios societarios y acuerdos entre entidades bancarias y aseguradoras que transformarán el mapa asegurador y financiero español.

Asimismo, y como apuntaba en el epígrafe anterior, las nuevas tecnologías están también propiciando la aparición de canales de distribución alternativos a los tradicionales que suponen un reto en la relación con el cliente. Este hecho está haciendo que la operativa y sus costes/precios asociados se adapten a esta nueva realidad, y el concepto tradicional de organización estanca dividida por canales de distribución esté cambiando.

En cuanto a la diversificación en ámbitos de negocio, la actividad de las compañías aseguradoras, gracias a su propia naturaleza, abarca sectores de muy diversa índole, lo que les ha permitido adquirir un *know how* en muchas materias que ha hecho posible que creen dentro de la organización áreas distintas a la propiamente aseguradora. Tal es el caso de las actividades en materia hospitalaria, tercera edad, automoción, entre otras, desarrolladas con éxito por algunas entidades.

## V. CONCLUSIÓN

El objetivo de este artículo es dar una visión actual y de futuro del sector asegurador español. No sé si lo habré conseguido, pero sí me gustaría, a modo de epílogo, hacer un resumen de aquellas ideas con las que, al menos, quisiera que se quedase el lector.

— La primera y principal es que el seguro español es un sector fuerte, solvente y consolidado, estratégico para la economía española.

— Ha sabido resistir ante la crisis y seguir creciendo a pesar de la recesión, gracias a su fortaleza, a un riguroso sistema de control, a una política de gestión basada en la prudencia, a la búsqueda permanente de la eficiencia y a su carácter no sistémico, que actúa como elemento estabilizador del sistema financiero.

— Cumple una función social fundamental, cada vez más reconocida por la sociedad.

— Puede y debe desempeñar un papel proactivo y destacado en la construcción de un nuevo escenario económico y social, aportando su experiencia y *know how* en temas básicos para la consolidación del Estado del bienestar, como son las pensiones y la dependencia.

— Además, debe seguir anticipándose a la rápida evolución de la sociedad ofreciendo nuevos productos y servicios que se adapten a las necesidades de los particulares y de las empresas, en materias tales como nuevas tecnologías, medio ambiente, salud, etcétera.

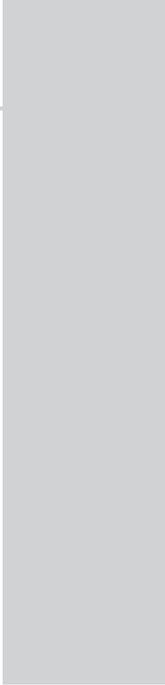
— Para ello, la innovación y la diversificación deberán adquirir un peso cada vez mayor en las estrategias empresariales de las aseguradoras.

— Las nuevas tecnologías y el multiacceso han construido nuevas maneras de relacionarse con el cliente que hacen necesaria la adaptación organizativa de las empresas a esta incipiente, pero imparable, realidad.

— La responsabilidad social corporativa debe ser también una clara apuesta en la actividad del sector.

En definitiva, el sector asegurador debe continuar siendo motor de crecimiento, de creación de riqueza y de generación de empleo en la economía española, pero a la vez debe asumir y potenciar el protagonismo que le corresponde en la sociedad como garante de su seguridad, su progreso y su calidad de vida.





# **REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS**

---

---



# La regulación bancaria en España

José María Roldán Alegre

## I. INTRODUCCIÓN

En un número tan especial y singular como éste, es inevitable o, mejor dicho, imprescindible, realizar un repaso de los cambios acaecidos desde el inicio de esta revista tan señera y señalada, lo que a su vez obliga a identificar los cambios experimentados en los últimos tres decenios en materia de regulación en España. Esto supone una doble dificultad. En primer lugar, sintetizar los rasgos básicos en un lapso temporal tan amplio, sea de esta materia o de cualquier otra, no resulta nada sencillo, pues inevitablemente se corre el riesgo de dar más relevancia a acontecimientos recientes que a aquellos ocurridos al comienzo del periodo analizado. En segundo lugar, no deja de resultar pretencioso acometer esa síntesis temporal cuando el conocimiento personal de la materia sólo cubre un espacio temporal limitado (en este caso, sólo la tercera parte de esas tres décadas), y cuando otros protagonistas de otros periodos tendrían una visión distinta sobre los acontecimientos. Todo esto se explicita para recordar al lector que lo que sigue es una visión parcial y sesgada de la realidad analizada, realizada por alguien que sólo lleva diez años como Director General de Regulación del Banco de España. Además, y para complicar aún más la tarea, en el caso español resulta imprescindible remontarse más de treinta años para señalar que algunos rasgos distintivos de nuestro modelo (por ejemplo, la fuerte presencia de la inspección in situ o el relativo sesgo conservador de la regulación) no se pueden entender sin tener en cuenta la terrible crisis bancaria sufrida por España en torno a los primeros años de transición a la democracia, con elevado coste tanto para el tejido del sistema financiero como para el erario público.

Una vez aclaradas estas cuestiones preliminares, no queda sino sintetizar cuál es la característica fundamental de ese periodo: la combinación de cambio (impulsado por el entorno internacional) y tradición. Cambio básicamente impulsado por la creciente importancia del entorno exterior en la formulación de las políti-

cas nacionales y por la progresiva pérdida de autonomía en la definición de éstas. El acceso a la Comunidad Económica Europea, la construcción del Mercado Financiero Único, la puesta en marcha del euro y el proceso de globalización financiera llevó, de manera ineludible, a la asunción de aproximaciones regulatorias de carácter transnacional (adaptaciones de la regulación que fueron paralelas a los cambios en el propio negocio bancario). Como botón de muestra, cabe mencionar, por su importancia, la adopción de las normas internacionales de contabilidad (que, de hecho, supone una importante renuncia de competencias en esa materia contable por parte del Banco de España), o las sucesivas adopciones de Basilea I, II y, ahora, III en el ámbito de la solvencia de las entidades de depósito. Tradición porque, a pesar de esa traslación de regulaciones internacionales al marco nacional, se conservan ciertos elementos que ya caracterizaban al esquema regulatorio y de supervisión español hace tres décadas.

En efecto, y dentro de esa normalización normativa hacia los estándares internacionales, se mantienen rasgos diferenciales. En primer lugar, la intensidad de la supervisión de las entidades, un perfil que, lejos de desdibujarse, se ha acentuado en los últimos años. En segundo lugar, la relevancia de la correcta contabilización de las operaciones reflejadas en los balances bancarios y la revisión de esos estados por parte de la supervisión, con base en información muy detallada remitida al Banco de España por parte de las entidades sometidas a supervisión. En tercer lugar, las actividades de supervisión están respaldadas por reglas precisas y claras, plasmadas en la Circular Contable y en la de Recursos Propios, reglas que proporcionan seguridad jurídica tanto a los supervisores como a los propios administrados. En cuarto lugar, la regulación se ha caracterizado por ser relativamente estricta, sobre todo en aspectos tales como la normativa de provisiones o el amplio perímetro de consolidación. La asunción de regulaciones internacionales ha sido compatible, en algunas áreas, con una mayor exigencia local. Por último, el modelo competencial en España ha mostrado una ele-

vada estabilidad, no sólo institucional sino también de políticas, algo no tan frecuente en el entorno internacional. Pensemos, por ejemplo, que el Banco de España ha conservado durante todo este tiempo sus potestades de regulador y supervisor de las normas de conducta en los mercados de crédito y depósito y, por tanto, de la protección de la clientela bancaria.

El resto del artículo de centrará en un análisis más pormenorizado de los cambios acaecidos, pero con un claro sesgo hacia los últimos desarrollos y hacia el área de la solvencia de las entidades (que es el núcleo básico de las competencias de regulación y supervisión del Banco de España). Ello no presupone un menosprecio a otras áreas, como la relativa a la transparencia frente a los clientes o la contable, sino un reconocimiento del papel central que la supervisión prudencial juega en el ejercicio de las potestades de supervisión sobre las entidades de crédito.

Así mismo, se analizarán brevemente las cuestiones relativas a la organización de la supervisión en tres ámbitos: el nacional o estatal, el europeo y el supranacional. Inevitablemente, esta parte tendrá no sólo un carácter más especulativo, sino también más prospectivo.

## II. LA REGULACIÓN DE SOLVENCIA

No deja de ser llamativo el escaso conocimiento que a veces existe, incluso en ámbitos profesionales, acerca del objeto último de la regulación de solvencia. Pues bien, la exigencia de recursos propios a las entidades de depósito tiene por objeto garantizar que éstas pueden hacer frente no sólo a las pérdidas esperadas, sino también a las inesperadas. En términos matemáticos, queremos que el capital regulatorio cubra no sólo la media de la distribución, sino también gran parte de la cola de la misma. En términos más vulgares y claros, queremos que los bancos, cajas y cooperativas sean capaces de sobrevivir no sólo a periodos de recesión ordinarios, sino también a periodos de recesión extraordinariamente duros. Este punto de vista genera con frecuencia no pocas confusiones y, por qué no decirlo, fricciones con las entidades supervisadas (en particular, aunque no exclusivamente, en periodos de crecimiento económico prolongado) que, como es lógico, tienen una mentalidad de negocios corrientes, pero no un enfoque de pérdidas inesperadas. Curiosamente, acaban teniendo cifras muy por encima de los mínimos regulatorios, aunque quizás eso deba ser objeto de otra reflexión en otro momento.

Aunque el objeto de la regulación de recursos propios sea el de asegurar que las entidades sean capaces de superar periodos inusitadamente duros en términos de crecimiento y riesgo, todavía es necesario

clarificar por qué es necesaria esa fortaleza frente a la adversidad en materia de riesgos. El motivo fundamental es el de evitar las externalidades negativas que produce la quiebra de un banco. Éstas van desde un riesgo de contagio injustificado de los bancos sanos hacia los bancos no sanos (a través, por ejemplo, de las retiradas de depósitos como consecuencia de pánicos bancarios) hasta los problemas de los clientes bancarios del banco fallido para acceder a créditos en el futuro (dadas las relaciones a largo plazo necesarias para eliminar las asimetrías de información entre el banco y su cliente), con el consiguiente impacto depresivo sobre la economía, por no mencionar el contagio a través de las operaciones interbancarias entendidas en sentido amplio (1). Todas ellas tienen el mismo sustrato: la presencia de información asimétrica que caracteriza los mercados financieros. Además, todas ellas suponen la generación de riesgo sistémico: que un problema puntual en una institución concreta acabe por generar problemas para el conjunto del sistema financiero y de la economía (2).

Aunque ésta es la justificación fundamental de la regulación de solvencia, es necesario clarificar que podrían existir otras vías, diferentes de los recursos propios regulatorios, para mitigar esas externalidades. Por ejemplo, se podrían establecer límites a los tipos de interés de activo y pasivo, o regular estrictamente la concesión de crédito, o limitar el tamaño de los bancos, o sus actividades —en particular, prohibiendo a las entidades simultanear la captación de depósitos con la banca de inversión (Hellwig, 2010). De hecho, en el pasado se han utilizado estas vías para internalizar algunas de esas externalidades. En cualquier caso, el eje central de la regulación de solvencia de las últimas décadas ha consistido en la exigencia de unos recursos propios regulatorios suficientes para cubrir unos riesgos, medidos mediante unos activos ponderados según el riesgo (básicamente de crédito en nuestro caso): es el famoso 8 por 100 del acuerdo de Basilea I (3), finalizado en 1988 (4).

Inicialmente, la regulación de recursos propios, conocida como Basilea I, era muy sencilla, con discriminaciones del riesgo que se limitaban a unas pocas ponderaciones distintas en función de las características institucionales de los prestatarios (por ejemplo, el crédito de administraciones públicas de países de la OCDE recibía una ponderación de cero), y centrada en la cartera crediticia. Además, en el numerador de la ratio del 8 por 100 se empezaron a aceptar instrumentos que, aunque no formaban parte de los recursos propios tradicionales (acciones con voto y reservas), sí entraron a formar parte de los recursos propios: hablamos de la deuda subordinada y de las acciones preferentes. Estos dos elementos, incipiente discriminación del riesgo y aceptación como recursos propios de instrumentos mercantiles que en la mayoría de países eran renta fija (o recursos ajenos), fueron muy relevantes en la génesis

de Basilea II y Basilea III, respectivamente. Además, la creciente complejidad de la operativa de los mercados financieros y la innovación financiera interaccionaban con estas reglas tan sencillas, dando lugar a fuertes procesos de arbitraje regulatorio que terminaron por socavar el sistema en los años previos a la crisis de 2007.

Antes de pasar a Basilea II, que vino a introducir una mayor discriminación entre las distintas fuentes de riesgo, hay que recordar dos hitos en la evolución de Basilea I que fueron especialmente significativos. En primer lugar, la introducción del riesgo de mercado, pensado para la cartera de negociación. En segundo lugar, el llamado Acuerdo de Sidney (5), por el que se pretendió limitar el peso de los instrumentos híbridos de capital (acciones preferentes y deuda subordinada) sobre los recursos propios regulatorios; en particular, limitar la tendencia al deterioro de la calidad de los recursos propios de primera categoría o Tier 1 (lo que equivale a mantener un peso de las acciones con voto y las reservas lo suficientemente alto). Y digo bien pretendió, porque lo que se consiguió fue exactamente lo contrario, una cesión respecto a lo acordado en Basilea I y un aumento sustancial del peso de estos instrumentos híbridos en el Tier 1.

La introducción del riesgo de mercado en Basilea I supuso un cambio cualitativo importante. En primer lugar, la complejidad de la operativa de la cartera de negociación de las entidades puso de manifiesto la dificultad de mantener normas sencillas, aplicables con generalidad a todas las entidades, en un mercado financiero crecientemente complejo. Normas complejas para operativas complejas parecía ser la única solución. En segundo lugar, se abre por primera vez la puerta al uso por parte de las entidades de modelos internos para el cómputo de los requerimientos de capital (si bien esos modelos internos se someten a exigencias reguladoras considerables, esto es, son modelos internos con condiciones fijadas por el regulador y aprobados por éste).

En cierto modo, el acuerdo de Basilea II, finalizado en 2006 tras casi una década de estudio y diseño, no fue sino la extensión de ese reconocimiento incipiente de los modelos internos de las entidades desde el riesgo de la cartera de negociación hacia el de la cartera crediticia. Nos referimos, claro está, a los llamados modelos IRB, que permitían a las entidades computar, basándose en sus datos internos sobre mora (las llamadas PD o probabilidades de impago) y sobre quebranto en caso de mora (la severidad o LGD —*loss given default*—), los requerimientos de capital por carteras. Aquí es necesario puntualizar dos aspectos. Uno, que los modelos internos de Basilea II no permitían a las entidades una libertad absoluta para el cómputo de capital, sino que son modelos supervisores en los que las entidades introducen ciertos parámetros básicos que

reflejan la calidad de sus carteras y que son extraídos de dichas carteras (parámetros que, a su vez, se deben computar a partir de unas bases de datos que también deben cumplir con requisitos supervisores). De hecho, las entidades más sofisticadas utilizaban modelos complejos de capital económico (*portfolio models*) que tenían en cuenta toda la diversificación entre carteras (el término Basilea III, hace tan sólo unos años, representaba la aceptación supervisora de esos modelos de capital económico). Por tanto, no es exacto decir que con Basilea II las entidades podían computar ellas mismas sus requerimientos de capital: utilizaban parámetros extraídos de sus carteras, pero en modelos supervisores.

Otro aspecto importante sobre Basilea II es que no se deseaba variar los niveles de capital vigentes en el sistema. El 8 por 100 de capital sobre activos ponderados por riesgo de Basilea I se mantenía en Basilea II. Dicho esto, la introducción de incentivos para que los bancos utilizaran los modelos internos suponía que aquellos bancos más sofisticados podían ver reducidas sus exigencias de capital regulatorio.

No podemos tampoco dejar de señalar que Basilea II introduce una nueva categoría de riesgo, el llamado riesgo operacional, más para promover un mejor entendimiento y control de este riesgo que porque se entendiera de manera precisa cómo se podía computar el capital regulatorio correspondiente a dicho riesgo (6). Por último, Basilea II introduce la idea de los tres pilares: a los requerimientos de capital de Basilea I, el primer pilar, se une ahora un segundo pilar de revisión supervisora (que, de hecho, no sólo impone la obligación del supervisor de revisar los riesgos y la solvencia de las entidades más allá del primer pilar, sino que impone también la obligación a las propias entidades de realizar esa evaluación interna sobre la adecuación de su capital). El pilar tres, de transparencia y disciplina de mercado, completa a los dos anteriores, al obligar a las entidades a revelar ciertos elementos de sus carteras que permitan al mercado evaluar de manera independiente la solvencia de la entidad.

La crisis financiera de 2007-2008 supuso un golpe definitivo para el recién introducido nuevo régimen de solvencia, que se vio sometido a unas críticas considerables, lógicas si pensamos que la crisis puso en evidencia la incapacidad de la regulación (de hecho, de la regulación y la supervisión bancarias) de prevenir una crisis que se saldó con la caída de muchos grandes bancos internacionales y con la supervivencia del resto sólo gracias a algunas medidas extraordinarias (entre ellas, el rescate de AIG): una regulación de solvencia que reconocía la mejor gestión del riesgo de las grandes entidades contrastaba en demasía con una realidad en la que las grandes entidades fracasaron sin paliativos.

A pesar de ello, es difícil culpar a Basilea II de la crisis, y ello por varios motivos. En primer lugar, porque o bien acababa de entrar en vigor en muchos países o bien (como era el caso de los EE.UU.) todavía no había entrado en vigor, por lo que difícilmente se podía argumentar su relevancia en la generación de la crisis. En segundo lugar, porque las lecciones más relevantes de la crisis (la insuficiencia de los niveles de capital, el fracaso de los instrumentos híbridos de capital, la insuficiencia de los requerimientos de capital por riesgos en la cartera de negociación o la importancia del riesgo de liquidez) ponen en duda, no ya Basilea II, sino más bien Basilea I. En cualquier caso, no merece la pena entrar a evaluar todas estas cuestiones, pues resulta evidente que los casi diez años que se tardó en poner en marcha Basilea II no guardan relación con su incapacidad para dar respuesta a la crisis financiera vivida en los últimos años: resulte justo o no, Basilea II ha sido reemplazado por Basilea III casi antes de entrar en vigor.

La reforma de Basilea III no se parece en nada a lo que iba a ser Basilea III hace unos años: no sólo no se reconocen los modelos de capital económico de las entidades más sofisticadas, sino que representa una vuelta a lo tradicional, a Basilea I antes de la innovación financiera en materia de híbridos y de cartera de negociación, y al conservadurismo prudencial. No es éste el lugar para describir Basilea III, pero sí que debemos realizar un esbozo:

— Se exige a las entidades mayores niveles de capital, que han de ser cubiertos además con capital de más calidad (acciones con voto y reservas, o *core Tier 1*). Se unifican las deducciones del capital regulatorio a escala internacional y se realizan además sobre el *core Tier 1*. Con ello, se pasa de un requerimiento de *core Tier 1* del 2 por 100 en Basilea I y II (de hecho, sería del 1 por 100 si se aplicaran las deducciones bajo el régimen de Basilea III) al 4,5 por 100 (que, de hecho, aumenta hasta el 7 por 100 si se incluye el colchón de capital).

— Se incrementan los requerimientos de la cartera de negociación, entre dos y cuatro veces, corrigiendo el problema de la existencia de instrumentos ilíquidos con riesgo de crédito que se incluyen en dicha cartera. Se endurecen también los requerimientos de capital para titulizaciones complejas como los CDO, y se incluyen exposiciones fuera de balance en el cómputo del capital. Por estas vías, se endurecen también los requerimientos para las entidades más complejas, más activas en la banca de inversión.

— Se introduce el concepto de los colchones de capital, acumulados en los buenos tiempos para ser utilizados en los malos, en línea con la filosofía de la provisión anticíclica española.

— Se establece una ratio de apalancamiento (capital mínimo frente a activos totales) diseñada para limitar los riesgos bien del arbitraje regulatorio, bien de los derivados de potenciales fallos de diseño de los requerimientos medidos en función del riesgo.

— Se exige por primera vez el cumplimiento de dos ratios relativas a la posición de liquidez de las entidades, una de corto plazo (el LCR) y otra de largo plazo (el NSFR).

— Se introducen mejoras tanto en el pilar 2 como en el pilar 3.

¿Que representa Basilea III en un contexto histórico como el de este artículo? Sin lugar a dudas, una vuelta a lo básico, a los niveles de capital más elevados que caracterizaban a la banca, española e internacional, hace tan sólo unas décadas, antes de la entrada en vigor de Basilea I. Pero también supone un mantenimiento de regulaciones complejas y ambiciosas, que den respuesta a las necesidades de un sistema financiero internacional y de unas entidades globales y sofisticadas. Y también representa el mantenimiento de unos niveles de coordinación internacional en materia de regulación de la solvencia bancaria que van incluso más allá de lo ya conseguido con Basilea I y II. De hecho, no podemos obviar que si Basilea III ha sido finalizado en tan poco tiempo es gracias al impulso político del G20.

En cualquier caso, el marco de Basilea III ha de ser visto en el contexto de otras reformas del sistema financiero internacional puestas en marcha por el G20, y que cubren desde la estandarización de los derivados OTC hasta las exigencias regulatorias para las llamadas SIFIS (*systemically important financial institutions*, esto es, entidades de elevado tamaño, complejas e interconectadas), pasando por las exigencias en materia de retribuciones, agencias de *rating* y un largo etcétera. Todas ellas representan la vuelta a regulaciones más exigentes e intrusivas, una vuelta a lo básico, que tiene por objeto que otra crisis como la de 2007-2008 no tenga las consecuencias que ésta ha tenido. Pero no podemos simplificar lo que estas reformas representan en el sentido de un movimiento circular hacia filosofías regulatorias pasadas: al contrario, todas ellas representan regulaciones más complejas que las vigentes antes de la crisis, cubriendo más aspectos con formulaciones más sofisticadas. Y, si bien un sistema financiero complejo exige regulaciones complejas, esa complejidad, que ya fue el talón de Aquiles de Basilea I y II, puede serlo de Basilea III y de todas las regulaciones puestas en marcha tras la crisis. El futuro régimen de Basilea IV puede representar, pues, una limitación a la sofisticación y al apalancamiento de la industria financiera, e incluso puede implicar aceptar ciertos límites en el proceso de globalización financiera.

### III. LA ORGANIZACIÓN DE LA SUPERVISIÓN

Es en el campo de la regulación donde más evidente ha sido la creciente convergencia en los estándares de regulación internacional. En el ámbito de la organización de la supervisión, los cambios han sido más limitados, al menos en comparación con lo sucedido en otros países, y las características del modelo español se han mantenido estables, incluso en aquellos aspectos más singulares (como, por ejemplo, la relevancia de la revisión de la contabilidad en la función supervisora o la existencia de inspectores residentes in situ). A pesar de ello, es imprescindible entender aquellos elementos de cambio quizás casi imperceptibles a día de hoy, pero que pueden tener implicaciones muy profundas en el modelo de supervisión y regulación español.

En las siguientes páginas analizaremos brevemente el modelo español de supervisión bajo tres ópticas: la puramente nacional, la europea y la global.

En el ámbito nacional existen dos elementos a destacar. En primer lugar, que el Banco de España ha sido el supervisor prudencial del sector bancario durante todo el periodo que abarca este número extraordinario. Y esta estabilidad es, en primer lugar, sorprendente y, en segundo lugar, positiva. Sorprendente porque durante este periodo de tiempo hemos visto emerger el concepto del supervisor financiero único para los tres sectores de banca, valores y seguros (con la Financial Services Authority del Reino Unido como el ejemplo del nuevo modelo), concepto que, tras la crisis del 2007-2008, en la que los bancos centrales jugaron un papel tan importante, parece haber entrado en crisis, al tiempo que el papel de los bancos centrales en la supervisión de solvencia gana terreno. Positivo porque la cultura supervisora, mejor aún, la efectividad de la supervisión, parece quedar seriamente comprometida cuando se producen esos vaivenes organizativos. El no haber quedado sometidos a estas modas es, sin duda, un motivo de congratulación que, además, facilita comprender el papel de relativo liderazgo jugado por el Banco de España en el entorno internacional.

A pesar de esta estabilidad, es necesario hacer notar que el esquema institucional de supervisión española en torno a los tres sectores de banca, valores y seguros, que era predominante hace treinta años, ha quedado hoy por hoy en franca minoría, con la mayoría de países optando bien por el modelo holandés del *twinn peaks* (un supervisor de solvencia para los tres sectores y otro encargado de la supervisión de mercados y de la protección de los inversores), bien por el de supervisor único (si bien este se encuentra en retroceso). Esta singularidad organizativa no da lugar a disfunciones graves, sobre todo porque el esquema europeo (que se comenta más adelante) también se organiza en torno a

los tres sectores, pero está por ver si se mantiene en el futuro o se opta por ir hacia un modelo holandés.

En el ámbito europeo, las últimas décadas han visto aumentar la cooperación desde el ámbito regulatorio (no olvidemos que las directivas ya suponían una coordinación notable entre los estados miembros de la UE) hacia el de la coordinación de la supervisión: del Grupo de Contacto y el Comité Consultivo Bancario se ha pasado al CEBS (Comité Europeo de Supervisores Bancarios), y de este se pasará a la EBA (Autoridad Bancaria Europea) en unos meses. De momento, esta creciente coordinación no parece haber impactado en los rasgos característicos del modelo español de supervisión, si bien sí ha supuesto una coordinación muy estrecha en materia no sólo de regulación (con directivas que pasan de ser de mínimos, con considerables rangos de discrecionalidad nacional, a serlo de máximos, con poco o ningún nivel de discrecionalidad nacional), sino también de aplicación e interpretación de las directivas mediante el desarrollo de guías supervisoras comunes para todos los supervisores bancarios de la UE. Pero si, en un futuro próximo, estas nuevas autoridades europeas entraran en el terreno de la supervisión de las entidades paneuropeas, los cambios en materia de organización de la función de supervisión serían inevitables.

El último ámbito es el internacional, el global, por utilizar un término manoseado pero útil en este caso. Aquí también la evolución ha sido evidente: nuestra pertenencia al Comité de Basilea desde hace diez años ha sido seguida por nuestro ingreso en el FSB (el Consejo de Estabilidad Financiera) o en grupos menos conocidos como el Senior Supervisor Group (que está compuesto por los supervisores de origen o cabecera de las principales instituciones financieras del mundo). La internacionalización de la banca española, sus peculiares características (modelo de negocio al por menor o *retail*, con filiales autónomas) explican la creciente relevancia de la coordinación a escala global, si bien también han jugado un papel esas características peculiares del modelo de regulación y supervisión español que se apuntaban al comienzo de este artículo, y que hacen del modelo español una referencia, por sus singularidades, a escala internacional. Al igual que ocurre con el proceso europeo, este creciente compromiso de coordinación a escala global impondrá crecientes restricciones al ejercicio de la función de regulación y supervisión: no olvidemos que la pertenencia al Comité de Basilea o al FSB conlleva la aplicación de los principios y estándares que estos grupos aprueban. Por tanto, esa coordinación global puede ser semilla de cambios futuros en el ejercicio de la función supervisora que, desde la perspectiva actual, son difíciles de prever.

En ambos casos, tanto en el ámbito europeo como en el global, no podemos dejar de mencionar el papel

creciente de los colegios de supervisores, esto es, de órganos de coordinación permanente (7) entre países de origen y destino de entidades bancarias supranacionales. Estos colegios, específicos para cada entidad y formados por supervisores con responsabilidades directas en la supervisión de estas entidades, permitirán una supervisión más eficiente de las entidades y una mejor coordinación entre supervisores de origen y destino. Algunos críticos apuntan a que estas nuevas estructuras generan a su vez una supervisión más intrusiva, pero es difícil no reconocer que esa intrusión en los procedimientos y controles internos de las entidades refuerzan la solvencia de las entidades, que no sólo depende del capital regulatorio del que disponen, sino también de los controles y procedimientos que les permiten una gestión correcta y eficiente del riesgo. La andadura de estos colegios no ha hecho más que empezar, pero de su buen funcionamiento depende, en gran medida, la correcta supervisión del sistema financiero global y de las instituciones que en él operan.

#### IV. CONCLUSIÓN

Probablemente, este artículo debería prescindir de la pretensión de cualquier conclusión clara: si bien el modelo español de regulación y supervisión bancaria ha aunado cambio y preservación de elementos singulares (incluso tradicionales, en el buen sentido de la palabra), las perspectivas futuras se tornan inciertas, con un creciente empuje y peso de la coordinación internacional en materia de regulación y supervisión. Y ello a pesar de que esta breve reseña no incluye otros aspectos de cambio muy relevantes. Por ejemplo, no podemos obviar que el sector de las cajas de ahorros está experimentando una transformación y una reestructuración profundas. O que, en el ámbito internacional, aparece con fuerza la idea de la supervisión macroprudencial, la necesidad de supervisar no sólo entidad financiera a entidad financiera, sino también teniendo en cuenta cómo éstas interaccionan entre sí y con los

mercados financieros. Quizás esa sensación de vértigo respecto a los posibles cambios futuros sea un espejismo provocado por el contraste entre la certeza del pasado ya conocido y la incertidumbre estructural del futuro, aún por definir. O quizá no.

#### NOTAS

(1) Véase BRUNNERMEIER *et al.* (2009) para una justificación más completa y modernizada de las bases de la regulación financiera.

(2) Curiosamente, Adam Smith, en su *Riqueza de las Naciones*, ya adelantaba la necesidad de regular la actividad bancaria (de restringir la libertad natural) por los mismos motivos: el contagio de bancos sanos inducido por los bancos fallidos.

(3) Aunque con anterioridad se utilizaban ratios que limitaban el apalancamiento de las entidades, esto es, sin ponderar por el riesgo. No deja de ser curioso que Basilea III introduzca de nuevo esas medidas arcaicas.

(4) Los textos relativos a los diferentes acuerdos de Basilea se pueden encontrar en [www.bis.org/bcbs/index.htm](http://www.bis.org/bcbs/index.htm)

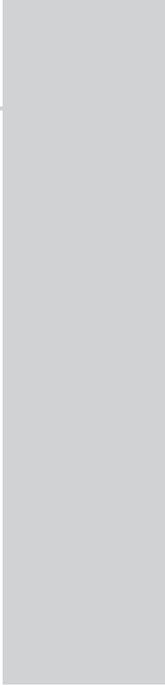
(5) El Acuerdo de Sidney de 1998 permite ilustrar claramente las dificultades de la negociación internacional, pues ese “acuerdo” es tan sólo un comunicado de prensa del Comité de Basilea.

(6) Aunque esta exigencia por riesgo operativo fuese tan indefinida, hay que recordar que este riesgo sigue siendo una fuente importante de pérdidas para las entidades, con ejemplos que van desde el impacto de los *roge traders* hasta las recientes complicaciones de la banca estadounidense en la ejecución hipotecaria (los *foreclosures*).

(7) Aunque estos colegios de supervisores se reúnen con cierta frecuencia, su verdadero valor reside precisamente en constituir redes permanentes de intercambio de información supervisora cuando y donde se necesita.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BRUNNERMEIER, M.; A. CROCKETT; C. GOODHART; A. D. PERSAUD, y H. S. SHIN (2009), «The fundamental principles of financial regulation», *Geneva Reports on the World Economy*, 11, CEPR e ICMB.
- HELLWIG, M. (2010), «Capital regulation after the crisis: Business as usual?», Max Planck Institute for Research on Collective Goods, *Preprint*, n.º 2010/31.



# **OPINIONES**



# Introducción

*PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO ha pretendido, desde su origen, estar en estrecho contacto con sus lectores con el claro objetivo de darles la máxima satisfacción en sus deseos y necesidades informativas. Parecía, pues, oportuno recabar de un conjunto seleccionado de nuestros lectores su opinión en el momento en que aparece a la luz el número 100 de la Revista. Para ello, se han tenido en cuenta no sólo su característica como lectores de esta publicación, sino también su sesgo profesional. Así, se ha procurado que estuvieran presentes profesores universitarios,*

*expertos profesionales y periodistas, para, de esa forma, abarcar los aspectos docentes, técnicos y divulgativos de la publicación.*

*A continuar en nuestra tarea nos anima comprobar la amplia aceptación que suscitan las líneas generales que han servido para diseñar la personalidad propia de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO. Las respuestas recibidas se insertan a continuación en su integridad, reiterando nuestro agradecimiento por la atención prestada por los encuestados.*

## CUESTIONARIO

*PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO* nació como suplemento de *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA* para ofrecer información sobre los cambios institucionales y de las políticas públicas en el terreno financiero.

1. ¿Cree que ha cumplido esta misión? ¿Cuál es su opinión general de la Revista?

2. ¿Debería continuar editándose *PERSPECTIVAS*, una vez que el sistema financiero ya ha sido reformado en profundidad?

3. ¿Debería orientarse en una línea más técnica, pensando en las personas que trabajan en el sistema, o más divulgadora, pensando en el público en general?

## RAMÓN AYMERICH

*La Vanguardia*, Redactor jefe de Economía

1. Creo que *Perspectivas del Sistema Financiero* ha jugado un papel determinante en la divulgación de materias financieras. En concreto, estimo que varias generaciones de periodistas económicos han completado su formación en cuestiones financieras a través de esta publicación. Sobre la Revista, quizás hubiera sido preferible un formato más periodístico.

2. La reforma del sistema financiero español no quita que *Perspectivas* deba seguir editándose. Aun así, probablemente el foco de interés de la publicación debería ponerse más en aspectos internacionales que hasta ahora.

3. Creo que el actual modelo, en el que se alternan artículos más técnicos con otros más divulgativos, sigue siendo vigente. Me parece lo suficientemente equilibrado como para mantener el rigor que se le requiere a una publicación técnica, y al mismo tiempo es legible para aquellas personas que quieren adentrarse en la materia. En cualquier caso, mi opinión es que, de optar por una de las dos vías, vería más lógica la de profundizar en los aspectos técnicos. Me cuesta encontrarle sentido como publicación estrictamente divulgativa.

## ÁLVARO CUERVO GARCÍA

*Catedrático de Economía de la Empresa*,  
*Universidad Complutense de Madrid*

1. Ha sido una referencia académica, una revista que ha presentado temas relevantes de forma global y completa, analizando con datos, descripciones y reflexiones el entorno y los problemas del sistema financiero en los últimos años, que ha contribuido a desarrollar las políticas de cambio en nuestro sistema financiero.

2. La no continuidad no viene explicada por la suelta reforma del sistema, que no está ni formalizada ni finalizada, en el caso de las Cajas de Ahorros, sino más bien en primer lugar por la globalización de los mercados, la política monetaria europea, la supervisión, donde el componente nacional pierde peso; en segundo lugar, por la cultura financiera de nuestro país y su nivel de información, y finalmente por la profesionalidad de nuestras instituciones y mercados y de los directivos, que hace más prioritario el plantear y comentar temas técnicos y operativos pensando en los profesionales, en los directivos del sistema bancario.

3. Dado el nivel de conocimiento alcanzado sobre el sistema financiero, la divulgación de la información económica y financiera y el nivel de conocimientos de nuestros directivos, pudiera ser de más utilidad el desarrollar una línea más técnica, más de respuesta a los problemas de los profesionales del sector, a las necesidades del sistema bancario, necesidades internas de formación y de información, y necesidades unidas a los mercados globales.

## JORDI GUAL

*Subdirector General de la Caixa*, *Departamento de Estudios y Análisis Económico*

1. La revista *Perspectivas del Sistema Financiero* ha constituido un punto de referencia para todos aquellos que hemos seguido la evolución del sistema bancario en los últimos años. Ha cumplido con creces su misión, aportando firmas de alta calidad y análisis novedosos de la realidad del sector.

2. Creo que la experiencia demuestra que el sistema financiero está en constante evolución, con reformas institucionales, pero con continuos cambios en el entorno. Por ello, pienso que la revista debe continuar editándose, puesto que las reformas que ahora vemos no van a ser, ni mucho menos, las últimas.

3. Creo que es bueno mantener un cierto equilibrio entre el tecnicismo y la divulgación. La publicación debería tal vez atender algo más al público profesional, pero sin entrar en una línea académica, puesto que para eso ya existen otras revistas.

### PROSPER LAMOTHE FERNÁNDEZ

---

*Catedrático de Economía de las Empresas Financieras, Universidad Autónoma de Madrid*

1. Pienso que sí. En los diferentes números de la Revista se han tratado los temas que preocupaban en el momento al sistema y a las instituciones financieras. El enfoque es el adecuado para permitir que los artículos interesen a los profesionales de las finanzas, y no sólo a los académicos.

2. El sistema financiero seguirá reformándose. Tenemos los temas de SOLVENCIA II y Basilea III, un cambio sustancial en la regulación y supervisión financiera a escala europea, la aparición de la supervisión del riesgo sistémico, la consolidación del sector de cajas de ahorros, etc. *Esto no ha parado.*

3. Creo que la línea debe ser técnica, pero huyendo de enfoques demasiado «teóricos».

### JAVIER QUESADA IBÁÑEZ

---

*Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, Catedrático de Análisis Económico*

1. Pienso que sí ha cumplido su misión al presentar información, opinión y análisis sobre temas financieros con mayor agilidad, acierto y enfoque que otras.

Creo que se encuentra bien ubicada entre la noticia elaborada de las revistas y periódicos de naturaleza más comercial y la reflexión sobre la visión de medio y largo plazo, tan necesaria como complemento a la primera.

2. Creo que sí, porque esta reforma no será la última, y no sólo habrá que analizar sus bondades sino que también se deberá estudiar su impacto. Un buen sistema financiero es aquel que se adapta continuamente a las necesidades cambiantes que comporta el desarrollo económico. Así que no le faltarán temas a la Revista en los años venideros.

3. En mi opinión, el equilibrio actual en la orientación es el correcto. En todo caso, no me inclinaría por hacerla más técnica. Para ello ya existen otros foros de comunicación que interesan a públicos muy reducidos. La orientación hacia el público algo introducido en el sis-

tema financiero me parece adecuada, aunque es tarea del editor cuidar que los autores faciliten la tarea a los lectores evitando tecnicismos innecesarios o la ausencia de explicaciones y descripciones elementales.

### JOSÉ MIGUEL RODRÍGUEZ ANTÓN

---

*Catedrático de Organización de Empresas, Universidad Autónoma de Madrid*

1. Sin duda, ha cumplido con los objetivos que animaron su nacimiento. La Revista viene constituyendo una fuente de información de lectura relativamente fácil para sus destinatarios naturales, a la vez que una herramienta de trabajo para cuantos, por una u otra razón, han de tener un conocimiento permanentemente actualizado acerca de las políticas públicas y las regulaciones en el ámbito del sector financiero.

2. No parece que, por sí misma, la reforma del sistema financiero pueda conducir a reconsiderar la continuidad de la Revista. Ciertamente, en España esa reforma seguramente va a tener importantes repercusiones en torno al tipo de entidades e instituciones en liza, sus características y su número. Ahora bien, seguirá siendo relevante el interés por la estrategia, las técnicas de dirección o gestión, el problema de los riesgos y la supervisión, etc., del sistema financiero. Dada la previsible reducción de plantillas dentro de éste, tal vez se reducirá el tamaño del mercado que tiene la Revista entre los correspondientes profesionales, pero los recientes debates en torno a las entidades de crédito seguramente van a continuar en el futuro, atrayendo la atención de los medios de comunicación y del público en general.

3. Cabe mantener como hasta ahora tres números al año. Y en cada uno se pueden combinar los dos enfoques por los que se pregunta, separándolos claramente, incluso mediante páginas de distinto color. Por un lado, interesa ofrecer análisis generales, tipo *reviews*, con un nivel de alta divulgación y dirigidos hacia un público no necesariamente especializado, pero sí con buena formación de base. Por otro lado, es posible presentar artículos más técnicos, e incluso comentario de casos, destinados a los profesionales en el sector financiero. Tal vez oriente algo observar el perfil de una revista como el *Journal of Financial Regulation and Compliance* (<http://www.emeraldinsight.com/products/journals/journals.htm?id=jfrc>).

### ANA SAMBOAL

---

*Telemadrid*

1. Sí, en mi opinión. A los periodistas, al menos, nos permite conocer de forma más sosegada, y con más profundidad, los cambios que se producen.

2. Por supuesto. Creo que los cambios no han hecho más que empezar. ¿Qué pasará cuando las cajas tengan que devolver las ayudas al FROB, se transformarán finalmente en sociedades anónimas? ¿Cómo? Es un sector en continua evolución, y siempre es bueno contar con un análisis sosegado de lo que ocurre.

3. Yo creo que la línea es adecuada. Si se convierte en un documento más técnico, pondría barreras de entrada al resto de lectores, y no creo que hacerla más divulgativa llame a un público más amplio porque el que está interesado en el tema ya conoce el lenguaje básico.

## **ANA ISABEL SÁNCHEZ**

---

ABC

1. En mi opinión, la publicación no ha podido ser más oportuna. El sistema financiero ha sido la piedra angular de la crisis, y lo será también del camino hacia la recuperación. Destaco especialmente el análisis de los principales problemas del sistema a través de los expertos, muy pegados al terreno.

2. Sí. Es importante contar con una publicación editada por una institución autorizada, como FUNCAS, que desgrane de manera fiable el sistema financiero. Puede ser una herramienta de trabajo no sólo para los economistas, sino también para el mundo del periodismo económico.

3. El público objetivo de la revista debería enmarcarse en un nivel medio-alto en cuanto a relación con el sistema financiero. Si bien, teniendo en cuenta que en periodos de crisis como el actual el interés por la economía y las finanzas aumenta entre la población, creo que sería interesante que la Revista tuviera la flexibilidad suficiente como para ser más «didáctica» en estas fases y más técnica una vez el escenario macroeconómico se haya estabilizado.

## **FRANCISCO JOSÉ VALERO LÓPEZ**

---

*Analistas Financieros Internacionales, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad. UAM*

1. *Perspectivas del Sistema Financiero* ha cumplido una misión importante de análisis y divulgación ante los cambios intensos que se han producido en los sistemas

financieros internacional, europeo y español, aunque su objetivo fundamental siempre ha sido este último. En este sentido, no puedo sino manifestar una opinión muy favorable sobre la Revista.

2. Creo que la afirmación de que el sistema financiero ya ha sido reformado en profundidad no se ajusta al programa actual de cambios en el mismo puesto en marcha en los ámbitos internacional y europeo, que no dejarán de tener incidencia en el español. Desde esta perspectiva, salvo que haya alguna restricción económica por medio, no veo por qué no debe seguir publicándose la Revista.

3. El sistema financiero siempre tiene una dimensión institucional y es de interés general, dentro y fuera del propio sistema. Por tanto, no veo razón para que no incluya trabajos divulgativos, sin merma de su rigor analítico. Esto no impide que se busquen más trabajos técnicos, incluso si hay que diferenciarlos de los otros, pero siempre que no se confunda ese tecnicismo con la aplicación obligada de técnicas cuantitativas de cierto nivel, que deben de jugar en todo caso su papel cuando se corresponda con el tema tratado, pero nunca desplazar la visión institucional específica del sistema financiero.

## **PEDRO PABLO VILLASANTE ATIENZA**

---

*Secretario General, Asociación Española de Banca*

1. Entiendo que *Perspectivas del Sistema Financiero* ha cumplido su misión y se ha convertido en un excelente documento de lectura obligada para los profesionales interesados en el sistema financiero, pues recoge y trata de forma rigurosa aspectos específicos de este campo de la economía cuyo seguimiento, por su constante evolución, no es abordada con detalle en *Papeles de Economía Española*.

2. El sistema financiero está en una constante evolución que viene marcada por los propios cambios que experimenta la economía real, a la que sirve como intermediario de los flujos financieros. Por esa razón, no se entendería la discontinuidad en la publicación de *Perspectivas del Sistema Financiero*.

3. En este caso, creo que la virtud de *Perspectivas* está en encontrar el equilibrio entre un imprescindible nivel técnico y el valor educativo y divulgativo que permita acercar los grandes temas financieros a un lector no especializado.

## COLABORADORES

**ALONSO RUIZ-OJEDA, Javier.** Es licenciado en Ciencias Matemáticas por la Universidad de Zaragoza. En 1977 ingresó en el Banco de España. Dentro de la institución ha sido titulado del Servicio de Estudios; subje del Departamento de Operaciones Exteriores, director del Departamento de Operaciones Exteriores, director del Departamento de Operaciones (tras la integración de los dos departamentos de Operaciones, interiores y exteriores) y, desde 2006, director general de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago. Ha sido representante del Banco de España en el Subcomité de Política Cambiaria del Instituto Monetario Europeo; en el Comité de Operaciones de Mercado y en el Comité Conjunto de Operaciones de Mercado-Sistemas de Pago y Liquidación del Sistema Europeo de Bancos Centrales; consejero, en representación del Banco de España, en la Promotora de la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, y consejero en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores. En la actualidad es representante del Banco de España en la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, en el Comité de Mercados del Banco de Pagos Internacionales de Basilea y en los Grupos de Alto Nivel del Euro Sistema: de la Zona Única de Pagos para el Euro, de Sistemas de Pago, y de Billetes.

**CAMPA FERNÁNDEZ, José Manuel.** Actualmente es Secretario de Estado de Economía. Hasta la fecha de su nombramiento era profesor de finanzas y director de investigación del IESE Business School. Ha sido consultor del Banco Mundial, del Fondo Monetario Internacional, del Banco Interamericano de Desarrollo, del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, de la Comisión Europea y del Servicio de Estudios del Banco de España. También ha ejercido como profesor en la Universidad de Harvard, en la Universidad de Columbia, en la Stern School of Business, y en la Universidad Complutense de Madrid. Ha sido Research Associate en el National Bureau of Economic Research, y Research Fellow en el Center for Economic Policy Research. También ha ejercido como perito empresarial para la Justicia Española, la corte Española de Arbitraje, y las Cortes internacionales de Arbitraje de París, Ginebra, Nueva York y Holanda. Ha publicado numerosos trabajos en revistas especializadas como: *American Economic Review*, *European Economic Review*, *European Financial Management*, *International Economic Review*, *Journal of Development Economics*, *Journal of Finance*, *Journal of International Business Studies*, *Journal of International Economics*, *Management Science*, *Review of Economics and Statistics*, y *Papeles de Economía Española*.

**CARBÓ VALVERDE, Santiago.** Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, doctor (PhD) in *Economics* y *Master in Banking and Finance* por la *University of Wales*, Bangor, (Reino Unido). Es catedrático de Universidad de Fundamentos del Análisis Económico en el Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada. Fue director del Departamento de Teoría e Historia Económica entre 2004 y 2006 y decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Granada entre 2006 y 2008. Dirige el Gabinete de Análisis Financiero y el programa de investigación en sistema financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Asimismo, es investigador y consultor del Banco de la Reserva Federal de Chicago desde 2008. Ha sido y es asesor de instituciones públicas, como el Banco Central Europeo, la Comisión Europea, el Ministerio de Ciencia e Innovación, el Ministerio de Trabajo y el Institute of European Finance, y también privadas tales como entidades financieras (área de Estudios de la Caja de Ahorros de Granada) y consultoras de prestigio internacional. Autor de más de 200 artículos y publicaciones sobre

el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *Review of Finance*, *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of International Money and Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Services Research*, *Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *European Urban and Regional Studies*, *The Manchester School*, *Journal of Productivity Analysis*, *Annals of Regional Science*, *Applied Economics*, *European Financial Management*, *Public Money and Management*, *Spanish Economic Review*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *Applied Financial Economics*, *Investigaciones Económicas*, *Papeles de Economía Española*, *Perspectivas del Sistema Financiero*, *Revista de Economía Aplicada*, *Hacienda Pública Española-Revista de Economía Pública* y *Revue de la Banque*. Ha impartido conferencias y seminarios en foros internacionales (G-20, Banco Mundial, World Savings Banks Institute), en varios bancos centrales e instituciones regulatorias (Banco Central Europeo, Federal Reserve Board, Banco de España, Comisión Nacional de la Competencia), en varios bancos de la Reserva Federal de Estados Unidos, así como en varias universidades, donde también ha sido profesor visitante, entre las que destacan la New York University, Indiana University, Boston College, Florida State University, University of Alberta (Canadá), K.U. Leuven (Bélgica) y University of Warwick (Reino Unido).

**EYRIES GARCÍA DE VINUESA, Ignacio.** Ingeniero de Caminos, Universidad Politécnica de Madrid (1981). Máster en Dirección y Administración de Empresas, IESE (1986). En la actualidad, desde el año 2002, es director general del Grupo CASER. Ha sido consejero delegado de Royal & Sunalliance España (1998-2001); director general de Alico España (1993-1998); consultor jefe de proyecto de McKinsey & Co. (1987-1993), y jefe de obra y dirección de proyectos de Dragados y Construcciones (1982-1986).

**GARCÍA ALONSO, José María.** (13 de marzo de 1957). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid; diplomado en Estudios Empresariales. Especialidad en Gestión Comercial; cursos de Doctorado en Economía Financiera, especialidad Banca y Bolsa en la Universidad Autónoma de Madrid; P.D.D. Euroforum-Insead Fontainebleau. XIX Promoción (1994-1995). Es director general y consejero delegado de Banco S. F. Caja Madrid – Mapfre desde enero de 2003. Ha sido director general y consejero delegado de Banco Mapfre (septiembre 1998); subdirector general y director de negocio del Grupo Caja Madrid (diciembre 1996); director de Gestión y Planificación de Recursos Humanos del Grupo Caja Madrid (enero 1995); director de Gestión de Personal del Grupo Caja Madrid (enero 1992). Presidente de FinanzMadrid, S.A., E.F.C. (enero 2001. Consejero - abril 1999); Presidente de Madrid Leasing Corporación, S.A., E.F.C. (enero 2001. Consejero - abril 1999); Vicepresidente de Bancofar, S.A. (junio 1999. Consejero - enero 1999); Consejero de Mapfre Seguros Generales (junio 2005 - septiembre 2008), y Equifax Ibérica, S.L. (febrero 2003); miembro de la Junta de Gobierno de A.S.N.E.F. (marzo 2001). Presidente de la Junta de Gobierno de A.S.N.E.F. (febrero 2009).

**MARTÍN FERNÁNDEZ, Miguel.** Nació en Jerez de la Frontera en 1943. Actualmente es presidente de la Asociación Española de Banca; ha sido Subgobernador del Banco de España y director general de Supervisión de Entidades de Crédito del mismo; subsecretario del Ministerio de Economía y Hacienda; presidente del Instituto de Crédito Oficial (ICO), y director general del Tesoro en el Ministerio de Hacienda. Actualmente es presidente de la Fundación Española de Banca para Estudios Financieros (FEBEF), y miembro del Consejo de la Federación Bancaria Europea. Ha sido también miembro del Comité Económico y Financiero de la Unión Europea y del Comité Monetario de la Unión Europea. Gran Cruz de la Orden del Mérito Civil.

**MARTÍNEZ IZQUIERDO, Carlos.** 61 años, natural de San Pedro Manrique (Soria). Gerente de Embutidos La Hoguera, empresa que fundó en su localidad natal. Esta empresa nació en 1975 con la primera granja; diez años más tarde nació una empresa elaboradora de productos; en 2004 obtuvo el Cecaile provincial por su labor al frente de esta empresa; con los años, Embutidos La Hoguera se ha convertido en la empresa destacada de San Pedro Manrique; durante 23 años fue presidente de Caja Rural de Soria; es presidente de la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito y consejero del Banco Corporativo. Ha sido alcalde de su pueblo durante veinte años y diputado provincial durante cuatro.

**MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan.** Es licenciado y doctor en CC. Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid; catedrático de Economía Financiera en dicha Universidad; profesor asociado del Instituto de Empresa; tutor de Doctorado en la UNAM (México). Director de la revista *Análisis Financiero*, editada por el Instituto Español de Analistas Financieros; especialista en Finanzas Corporativas y Valoración de Empresas (CEVE®); consultor y perito en arbitrajes. Es autor de numerosos libros y artículos sobre finanzas corporativas; evaluador de investigaciones de la Comisión Europea (DG de Educación y Cultura), y miembro del Consejo de la *European Community Studies Association* (ECSA-World).

**NÚÑEZ RAMOS, Soledad.** Nació en Badajoz en 1957. Es licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y doctora en Economía, por la Universidad de Minnesota, Estados Unidos. Es titulada del Servicio de Estudios del Banco de España desde 1987. En dicha institución inició su experiencia profesional en la Oficina de Operaciones, donde se encargó del seguimiento de los mercados de deuda pública y de derivados de renta fija; en 1994 pasó al Servicio de Estudios, a la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros, donde se especializó en el análisis de los mercados financieros y, en particular, de la estructura temporal de los tipos de interés. Asimismo, realizó trabajos sobre la eficiencia de las subastas de Deuda pública y sobre la volatilidad de los mercados financieros. En 1999 se incorporó a la Oficina de Coyuntura y Previsión, donde se especializó en el análisis de diversos aspectos del crecimiento económico de la economía española, particularmente en el análisis de la productividad, la contribución de las nuevas tecnologías al crecimiento económico y la dinámica empresarial. En el año 2003 trabajó en el Banco de Inglaterra, en comisión de servicios, en el cual realizó estudios sobre la productividad sectorial y crecimiento en el Reino Unido. Desde 1987 hasta 1998 compatibilizó su trabajo en el Banco de España con labores docentes en la Universidad Complutense y en la Escuela de Economía y Finanzas del CEMFI. Su experiencia académica se completa con la publicación de numerosos artículos académicos y científicos. Desde mayo de 2004 hasta febrero de 2005 ocupó el cargo de directora general de Política Económica de la Oficina Económica del Presidente del Gobierno. En la actualidad, desde febrero de 2005, es directora general del Tesoro y Política Financiera.

**OLAVARRIETA ARCOS, José Antonio.** Es director general de la Confederación Española De Cajas De Ahorros. Fue director general adjunto de la misma desde julio de 1989 hasta septiembre de 2008, a cargo del Área Operativo-Financiera. Anteriormente había sido asistat vice-president del Bank of America, subdirector de Société Générale de Banque en Espagne, vice-president en Bankers Trust Co., vice-president y joint general manager en The First National Bank of Chicago. Actualmente es también presidente del Instituto Mundial de Cajas de Ahorros; de Ahorro y Titulización S.G.F.T. S.A. y vicepresidente de Ahorro Corporación. Es miembro de la Comisión Delegada y del Consejo de CASER, así como de la Comisión Ejecutiva y el Consejo de Administración de Lico Corporación. Ha sido presidente de la Asociación de Negociantes de Deuda

Pública Anotada (ANDPA); del Forex Club Español; de EUFISERV (European Savings Banks Financial Services, Co.); del Comité de Mercado de Capitales perteneciente a la Agrupación Europea y al Instituto Mundial de Cajas de Ahorros; de la Comisión de Auditoría y Cumplimiento, y miembro del Consejo de Administración de Unión Fenosa; vicepresidente del Instituto Mundial de Cajas de Ahorros; consejero delegado de Europay 6000 A.I.E.; secretario general del Consejo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV); miembro del SEPA High-Level Committee, del Banco Central Europeo; miembro de la Comisión Ejecutiva de Unión Fenosa; consejero de Meff Aiaf Senaf, S.A., de Europay International, de Maestro International, de International Capital Markets Association (ICMA); miembro del Consejo de Administración de Europ Assistance, de la Sociedad Gestora del Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario y de Analistas Financieros Internacionales (AFI).

**ROLDÁN ALEGRE, José M.ª.** Es director general de Regulación Bancaria del Banco de España desde octubre de 2000. En la actualidad, es miembro del BCBS (Basel Committee on Banking Supervision), y del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS). Desde enero de 2009 es presidente del Standards Implementation Group (SIG). Fue presidente del Accord Implementation Group (AIG), desde 2007 a enero de 2009. Desde 2005 a enero de 2009 fue miembro del Consejo Asesor de XBRL Internacional; presidió el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) en 2004 y 2005; desde abril de 2004 hasta abril de 2007 ocupó la presidencia de XBRL España; en 2002 y 2003 presidió el Joint Forum; desde junio de 2000 hasta julio de 2001 fue presidente del FATF (Financial Action Task Force on Money Laundering). También ocupó la vicepresidencia y la presidencia del BAC (Banking Advisory Comité) en 2002 y 2003. Dirigió el Gabinete del entonces vicepresidente 2º y ministro de Economía y Hacienda, Rodrigo Rato, entre 1996 y 1997, y fue Consejero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre 1998 y 2000. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense (1982-1987). Completó su formación con estudios de postgrado en el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) entre 1987 y 1989.

**ROSELL, Jorge.** Es doctor en Ciencias Económicas y Empresariales, profesor titular de Universidad en el Área de Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza. Actualmente ocupa el puesto de subdirector del Centro Universitario de la Defensa ubicado en la Academia General Militar. Sus intereses de investigación se centran en el ámbito del análisis económico de la empresa, tema de su tesis doctoral. Ha publicado varios artículos de investigación, capítulos de libro y monográficos sobre la inversión y financiación de la empresa o el análisis de sus resultados.

**SALAS FUMÁS, Vicente.** PhD en Management Science, Purdue University. Es catedrático de Organización de Empresas en la Universidad de Zaragoza. Desde 2006 es además consejero ejecutivo del Banco de España. Sus intereses de investigación son el análisis económico de las organizaciones y el estudio empírico de las empresas españolas. Es Premio Rey Jaime I de Economía (1992).

**VIÑALS, José.** Director de Asuntos Monetarios y Mercados de capitales del Fondo Monetario Internacional. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, máster en Economía por la London School of Economics y doctor en Economía por la Universidad de Harvard y por la Universidad de Valencia. Ha sido director general del Banco de España; profesor de la Universidad de Stanford, en los Estados Unidos, y profesor del Centro de Estudios Monetarios y Financieros del Banco de España. Ha trabajado en el National Bureau of Economic Research y ha sido consultor del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la

Comisión Europea. Desde 1984 forma parte del Banco de España, donde ha sido jefe de Estudios Económicos y jefe de Estudios Monetarios y Financieros en el Servicio de Estudios. Ha sido asesor económico del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad Europea, y jefe de asesores económicos de dicho Comité durante la fase de puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea. Es también *research fellow* del Centre for Economic Policy Research de Londres y director de la revista *Moneda y Crédito*, decana de las revistas profesionales de economía en España. Ha sido galardonado con el Premio Rey Jaime I de Economía y nombrado, por el Presidente de la Comisión Europea, miembro del Grupo de Alto Nivel para examinar los retos a los que se enfrenta la Unión Europea.

**ZOIDO MARTÍNEZ, Antonio J.** Es licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Completó estudios en otras

Instituciones Europeas y Americanas. Ha sido presidente de la Federación Mundial de Bolsas (WFE) (2001/2002) y de la FESE (Federación Europea de Bolsas) (1996/1998); presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (2000 a 2002); presidente de Sociedad de Bolsas, S.A., (1994-2002); vicepresidente de MEFF (1991-2004); consejero del IASC (International Accounting Standards Committee); presidente del European Capital Markets Institute; Consejero de Santander Investment Finance, S.V., S.A., y consejero de Santander Consumer Finance, S.A. En la actualidad es presidente de BME, Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. y de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A., miembro del Consejo de Administración de Sociedad de Bolsas, S.A., de Clearstream International Board, y de Operador del Mercado Ibérico de Energía-Polo Español, S.A. (OMEL).



## CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

---

BANCAJA (Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante). Castellón.  
BBK (Bilbao Bizkaia Kutxa). Bilbao.  
CAIXA CATALUNYA (Caixa d'Estalvis de Catalunya). Barcelona.  
CAIXA GALICIA (Caja de Ahorros de Galicia). La Coruña.  
CAIXA GIRONA (Caixa d'Estalvis de Girona). Gerona.  
CAIXA LAIETANA (Caixa d'Estalvis Laietana). Mataró (Barcelona).  
CAIXA MANLLEU (Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu). Manlleu (Barcelona).  
CAIXA MANRESA (Caixa d'Estalvis de Manresa). Manresa (Barcelona).  
CAIXA ONTINYENT (Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent). Ontinyent (Valencia).  
CAIXA PENEDÈS (Caixa d'Estalvis del Penedès). Villafranca del Penedès (Barcelona).  
CAIXA SABADELL (Caixa d'Estalvis de Sabadell). Sabadell (Barcelona).  
CAIXA TARRAGONA (Caixa d'Estalvis de Tarragona). Tarragona.  
CAIXA TERRASSA (Caixa d'Estalvis de Terrassa). Terrassa (Barcelona).  
CAIXANOVA (Caja de Ahorros de Vigo, Ourense e Pontevedra). Vigo (Pontevedra).  
CAJA CANARIAS (Caja General de Ahorros de Canarias). Santa Cruz de Tenerife.  
CAJA CANTABRIA (Caja de Ahorros de Santander y Cantabria). Santander.  
CAJA CÍRCULO (Caja de Ahorros y M.P. del Círculo Católico de Obreros de Burgos). Burgos.  
CAJA DE ÁVILA (Caja de Ahorros de Ávila). Ávila.  
CAJA DE BADAJOZ (M.P. y Caja General de Ahorros de Badajoz). Badajoz.  
CAJA DE BURGOS (Caja de Ahorros Municipal de Burgos). Burgos.  
CAJA DE EXTREMADURA (Caja de Ahorros y M.P. de Extremadura). Cáceres.  
CAJA DE GUADALAJARA (Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara). Guadalajara.  
CAJA DUERO (Caja de Ahorros de Salamanca y Soria). Salamanca.  
CAJA ESPAÑA (Caja España de Inversiones, C.A. y M.P.). León.  
CAJA GRANADA (Caja General de Ahorros de Granada). Granada.  
CAJA INMACULADA (Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón). Zaragoza.  
CAJA MADRID (Caja de Ahorros y M. P. de Madrid). Madrid.  
CAJA MURCIA (Caja de Ahorros de Murcia). Murcia.  
CAJA NAVARRA (Caja de Ahorros y M.P. de Navarra). Pamplona.  
CAJA RIOJA (Caja de Ahorros de La Rioja). Logroño.  
CAJA SEGOVIA (Caja de Ahorros y M.P. de Segovia). Segovia.  
CAJASOL (M.P. y Caja de Ahorros de San Fernando de Huelva, Jerez y Sevilla). Sevilla.  
CAJASTUR (Caja de Ahorros de Asturias). Oviedo.  
CAJASUR (Caja de Ahorros y M.P. de Córdoba). Córdoba.  
CAM (Caja de Ahorros del Mediterráneo). Alicante.  
CCM-CAJA CASTILLA LA MANCHA (Caja de Ahorros de Castilla La Mancha). Cuenca.  
COLONYA CAIXA POLLENÇA (Caja de Ahorros de Pollença). Pollença (Islas Baleares).  
IBERCAJA (Caja de Ahorros y M.P. de Zaragoza, Aragón y Rioja). Zaragoza.  
KUTXA (Caja de Ahorros y M.P. de Gipuzkoa y San Sebastián). San Sebastián.  
LA CAIXA (Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona). Barcelona.  
LA CAJA DE CANARIAS (Caja Insular de Ahorros de Canarias). Las Palmas de Gran Canaria.  
SA NOSTRA (Caja de Ahorros y M.P. de las Baleares). Mallorca.  
UNICAJA (M.P. y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga, Antequera y Jaén). Málaga.  
VITAL KUTXA (Caja de Ahorros de Vitoria y Álava). Vitoria.

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 124. La reforma del mercado de trabajo  
N.º 125/126. Claves actuales de la fiscalidad del futuro

### PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 98. La MiFID y el mercado español de instrumentos financieros  
N.º 99. La dimensión en el sector bancario

### PANORAMA SOCIAL

- N.º 11. Envejecimiento, adaptación y cambio social  
N.º 12. Empleo, desempleo y pobreza

### ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 22. Galicia y Norte de Portugal. Claves económicas de una eurorregión

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 218. Del ahorro del miedo al consumo extemporáneo  
N.º 219. Economía pública en coyuntura baja

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

EN INTERNET: <http://www.funcas.es/suscriptores/area.asp>

### FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Caballero de Gracia, 28. 28013 Madrid. Teléf. 91 596 54 81  
suscrip@funcas.es

AÑO 2011

Deseo suscribirme a:

	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i> .....	55,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i> .....	48,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i> .....	66,00
Números sueltos .....	13,00
<input type="checkbox"/> <i>Panorama Social</i> (dos números) .....	25,00
Números sueltos .....	15,00
<input type="checkbox"/> <i>Estudios de la Fundación</i> (un ejemplar).....	13,00

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío       Giro postal núm. ....       Cheque bancario

Nombre o razón social .....

Profesión, actividad o departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. .... Provincia o país .....

Fecha ..... Correo electrónico .....

- Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará  
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre  
en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello. 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 596 57 96

### 100 NÚMEROS DE PERSPECTIVAS

**Santiago Carbó Valverde**

Este artículo analiza la evolución de los 99 primeros volúmenes de esta Revista. En el mismo, se recapitulan, de forma necesariamente reducida, los hechos y acontecimientos relevantes en el sistema financiero español. El artículo destaca los principales ejes temáticos que han guiado la evolución de la revista, caracterizados por la cobertura de las distintas finalidades perseguidas por la misma y por la comprensión de los grandes acontecimientos que definieron, en gran medida, el devenir del sistema financiero y de la propia economía española, como la entrada en la Comunidad Económica Europea en 1986, la adhesión al Tratado de Maastrich en 1995 o la puesta en marcha en términos prácticos del euro como moneda única en 2002. Si bien resulta difícil clasificar de forma exclusiva los ejes temáticos sobre los que ha girado la evolución de la revista, en el artículo se dividen entre: «Cambios en los mercados financieros»; «Productos de inversión»; «Entidades de depósito, crédito y financiación empresarial», y «Gestión bancaria, cambios regulatorios y adaptación al marco legislativo europeo».

### EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL EN LA PERSPECTIVA DE LA INTEGRACIÓN EUROPEA

**José Manuel Campa**

Desde la incorporación a las instituciones europeas en 1986, el sistema financiero español ha mostrado un magnífico desarrollo, estrechamente vinculado a la construcción de un mercado interior de capitales en la Unión Europea, pero no puede ignorarse que la integración de los mercados ha supuesto también la aparición de nuevos desafíos y riesgos, como los derivados de una mayor competitividad internacional y de los potenciales contagios transfronterizos de desequilibrios financieros.

En este artículo, se estudian los elementos cardinales para evaluar la integración de la Unión Europea y sus efectos sobre el sistema financiero español desde la doble perspectiva del desarrollo de la UEM y del impulso de la regulación financiera común.

La construcción de la Unión Económica y Monetaria ha supuesto el hito más esencial de integración financiera. El artículo analiza sus efectos sobre los mercados monetarios de la zona euro y sobre los mercados de la deuda pública y la deuda privada, en relación con la capitalización bursátil, el sector bancario y el sector de los seguros.

Finalmente, se pone de relieve que otro de los pilares básicos del proceso de integración financiera tras la introducción del euro ha sido la armonización de disposiciones nacionales en relación con el mercado de pagos.

En segundo lugar, en el proceso de integración del sistema financiero europeo ha desempeñado un papel primordial la armonización de las legislaciones financieras nacionales. Este proceso de armonización fue impulsado de manera especialmente relevante mediante el Plan de Acción para los Servicios Financieros, que incluía tres objetivos estratégicos: instaurar un mercado único de servicios financieros al por mayor, hacer accesibles y seguros los mercados minoristas y reforzar las normas de supervisión cautelar. Así, la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros (MIFID) estableció definitivamente un marco normativo común para los servicios de inversión y los mercados financieros regulados. En segundo término, se ha venido profundizando en la armonización efectiva de los requisitos de

capital y de las políticas prudenciales de supervisión de las entidades financieras, así como en otros campos, como la regulación de las fusiones transfronterizas o las medidas para la prevención del blanqueo de capitales.

El desarrollo del mercado interior de capitales europeo ha mostrado sus beneficios muy especialmente en la evolución del sistema financiero español, generando un intenso crecimiento de la actividad financiera. En la práctica, ha supuesto una creciente apertura al exterior y una importante modernización de los mercados financieros nacionales.

Pero la crisis financiera ha puesto a prueba el sistema financiero de la Unión Europea, que se ha visto abocada a corregir las deficiencias en la regulación del sector financiero y a fortalecer la integración de la supervisión del sector en Europa.

La creación de un sistema de supervisión europeo, inspirado en las propuestas del grupo de expertos dirigido por Jacques de Larosière, se basará en una estructura con dos pilares separados. El pilar macroprudencial se encargará de evaluar las potenciales amenazas a la estabilidad nacidas en el sistema financiero global o en el ciclo económico. El pilar microprudencial está formado por tres autoridades supervisoras (para la banca, los seguros y los valores).

La segunda línea de trabajo es la relativa a la reforma profunda de la normativa prudencial y de solvencia. En colaboración con los socios internacionales (G20, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Consejo de Estabilidad Financiera), son diversas las medidas adoptadas para corregir algunos de los fallos puestos de manifiesto por la crisis.

España, por su parte, ha implantado una amplia estrategia para mantener la confianza en el sistema e incrementar su fortaleza y eficiencia. La puesta en marcha del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, la adopción de normas de reforma del sector de las cajas de ahorros y la realización de ejercicios de resistencia contribuyen a dar transparencia sobre la situación exacta del sector y garantizar que existen los instrumentos necesarios para fortalecer su solidez financiera y de gestión.

Por último, concluye que la clave para lograr que los beneficios alcanzados hasta el momento se mantengan de manera sostenida es conseguir, a escala europea, la definitiva implantación de un mercado común de servicios financieros. A esta tarea han de consagrarse las actuales autoridades financieras europeas.

### HACIA UN NUEVO SISTEMA FINANCIERO

**José Viñals**

En este artículo, se parte de un breve análisis de las causas de la crisis financiera para estudiar los retos que afectan al sistema financiero y establecer las áreas donde se necesita una acción política definida y concertada.

Los bajos tipos de interés y los años de constante crecimiento económico dieron lugar a una gran liquidez en el sistema que buscaba rendimientos infravalorando los riesgos. Por su parte, la supervisión financiera no estuvo a la par de los movimientos innovadores, de modo que surgió un sistema financiero bastante más complejo y opaco, en el cual el riesgo total dobló su nivel respecto al que tenía antes de la crisis, en octubre de 2007, hasta su punto máximo en 2009.

Desde entonces, el indicador se ha reducido ligeramente, pero continúan existiendo riesgos latentes ligados a la fragilidad del sistema financiero. Probablemente, se producirá una mejora de la estabilidad financiera si continúa la recuperación económica, pero la falta de confianza radica en las siguientes causas: 1) el hecho de que el

proceso de saneamiento del sistema financiero no se ha terminado todavía; 2) el elevado riesgo soberano de los altos niveles de deuda pública aumenta las fragilidades del sector financiero; 3) la tercera vulnerabilidad financiera proviene de los grandes flujos de inversiones de cartera hacia mercados emergentes.

Para restaurar completamente la confianza, los políticos deberían actuar a corto plazo en los siguientes frentes: 1) los balances de los valores públicos deben ser reforzados mediante adecuadas estrategias de consolidación fiscal a medio plazo; 2) se deben abordar los problemas heredados en el sistema financiero; 3) los bancos centrales y los gobiernos deberían hacer que sus estrategias de salida en política monetaria y financiera coincidan con el progreso en el ámbito de la estabilidad; 4) es necesario aumentar la capacidad de los sistemas financieros locales para absorber e intermediar estructuralmente de manera segura y eficiente los mayores flujos de capital.

Para conseguir un sistema financiero que apoye un crecimiento fuerte y sostenido es necesario progresar en los siguientes frentes: 1) mejorar las regulaciones concernientes a las instituciones financieras a escala individual; 2) la supervisión financiera debe ser más eficaz; 3) debe introducirse un marco para ayudar a las instituciones financieras en apuros a escala nacional, y debe ser operativo con instituciones financieras de otros países, y 4) se necesita un amplio marco normativo que tenga en cuenta los riesgos del sistema financiero en su conjunto.

## LA BANCA ESPAÑOLA

### Miguel Martín Fernández

Transcurridos tres años desde el inicio de la crisis financiera internacional y dos desde el subsiguiente colapso de la economía real global, aún resulta necesario diferenciar esos acontecimientos de sus homólogos españoles: recesión económica y crisis de algunas entidades de crédito.

La crisis financiera internacional fue la crisis de una forma de hacer banca por completo ajena al modelo español. Por su parte, la recesión económica mundial de 2008-2009 fue resultado del colapso de los mercados financieros a raíz del hundimiento de Lehman Brothers. La recesión económica española fue provocada, de una parte, por la insostenibilidad de los desequilibrios generados durante la fase alcista del ciclo y, de otra, por el inevitable impacto tanto de la recesión global como del cierre de los mercados financieros internacionales.

La crisis financiera internacional fue la culminación de un proceso de excepcional crecimiento del crédito y de apalancamiento en el sistema financiero. Dicho proceso se vio impulsado por dos factores: un largo periodo de tipos de interés reales bajos y abundante liquidez y una ola de innovación financiera que permitió multiplicar la capacidad del sistema para generar crédito y apalancarse. Al hacerlo, se sobrepasó la capacidad para gestionar los riesgos inherentes y la de supervisión de las autoridades.

Por una parte, los bajos tipos de interés fuera el resultado de los crecientes desequilibrios globales entre los países con superávit de cuenta corriente (China, Japón y los países exportadores de petróleo) y los países con déficit (EE.UU., Reino Unido, Irlanda y España). Estos bajos tipos de interés generaron la búsqueda de mayor rentabilidad mediante una intensa innovación financiera.

Por otra, la innovación financiera se desarrolló sobre dos grandes ejes: la titulización del crédito y la expansión de los productos derivados.

La titulización del crédito se caracteriza por tres elementos: 1) la formación de un conjunto de activos crediticios reales o creados arti-

ficialmente; 2) la separación del riesgo de crédito de dicho conjunto de activos del riesgo específico de la entidad que los ha originado, y 3) la segmentación por niveles de riesgo de los títulos que representan y financian el conjunto de activos crediticios.

Combinar e integrar estos tres elementos exige la participación de agentes especializados en cada fase que actúen coordinadamente; esto no resulta nada fácil y determina la creación de un sistema bancario en la sombra integrado por entidades financieras no bancarias, fondos del mercado de dinero, sociedades de valores y bancos de inversión, *hedge funds*, préstamos de valores, etc., que, al combinarse entre sí, generan estructuras de inversión/financiación con una gran capacidad para multiplicar el apalancamiento y el descuadre de plazas del conjunto.

El sistema generó incentivos perversos alentando la concesión de créditos (hipotecas) a sabiendas de que sus beneficiarios no serían capaces de devolverlos, excepto si el precio de la vivienda crecía permanentemente. Además, los instrumentos estructurados de crédito fueron adquiriendo mayor complejidad, haciendo difícil su valoración.

En cuanto al mercado de productos derivados, cuya utilidad es indiscutible como instrumento de gestión de riesgos, puede generar graves riesgos para el sistema financiero, como muestra el hundimiento de Bear Stern, Lehman Brothers y AIG.

Frente a estas características, la situación española es muy distinta. No se ha utilizado el modelo descrito de generar crédito para distribuirlo ni hay entidades con presencia relevante en el mercado de productos derivados. En el caso español, la evolución del sistema bancario en los últimos quince años ha estado marcada por el comportamiento de la economía real más que por el desarrollo de la innovación financiera. En ese periodo, la economía española experimentó, primero, la fase de auge más prolongada e intensa de su historia reciente, para luego sufrir, igualmente, su más profunda recesión.

La consecuencia final —sobre todo del *boom* inmobiliario— se tradujo en unos niveles de deuda cada vez más elevados, que hubo de contraerse con el exterior ante la insuficiencia del ahorro doméstico.

La necesaria corrección de estos desequilibrios ha puesto de relieve un exceso de capacidad existente en el conjunto del sistema y la incapacidad de buen número de entidades de llevarla a cabo individualmente, sin ayudas públicas. Por ello, las entidades de crédito españolas han de reestructurarse y consolidarse, adaptándose a las nuevas normas que tratan de corregir las causas de la crisis financiera internacional, y han de ayudar a mejorar la supervisión macroeconómica de las autoridades para evitar comportamientos como los que han provocado la crisis reseñada.

## UNA NUEVA ETAPA PARA LAS CAJAS DE AHORROS

### José Antonio Olavarrieta Arcos

La publicación del Real Decreto Ley 11/2010, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorro, por su trascendencia equiparable al cambio que supuso el «Decreto Fuentes Quintana» de 1977, supone un profundo cambio en la trayectoria de las cajas de ahorros.

Su objetivo fundamental es aportar a las cajas instrumentos con los que mejorar su capacidad de capitalización. Para ello, se articulan cuatro vías: emisión de cuotas participativas, con o sin derecho de voto; integración a través de sistemas institucionales de protección (SIP); ejercicio indirecto de la actividad a través de una entidad de crédito, y, para las cajas que así lo deseen, se prevé la posibilidad de su conversión en una fundación.

Estas vías pueden utilizarse de manera flexible, permitiendo que cada caja pueda decidir libremente sobre la vía de capitalización que le resulte más adecuada a su situación y necesidades.

Realizado un análisis exhaustivo de las reglas contenidas en el Real Decreto-Ley en las materias indicadas, el artículo se ocupa, asimismo, de las modificaciones que se introducen en materia de órganos de gobierno de las cajas, considerando como tales al Director General, y las comisiones de inversiones, retribuciones y nombramiento, y de Obra Benéfico Social. Nuevas normas se dictan en punto a la reducción de la presencia de las administraciones públicas en los órganos de gobierno, a las incompatibilidades del cargo de miembros de los órganos de gobierno con el de todo cargo político electo y con el de alto cargo de la Administración y en relación con otros aspectos orgánicos, regulándose igualmente el régimen transitorio, mediante la fijación de plazos para la adaptación de la legislación autonómica y de los estatutos de las cajas.

Las operaciones reguladas en el Decreto-Ley tienen, además, importantes repercusiones fiscales, por lo que se dictan normas especialmente en cuanto a la aplicación del régimen especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores del Impuesto sobre Sociedades para los supuestos de creación de un SIP y de reestructuraciones de entidades de crédito con intervención del FROB. Se prevén, así mismo, determinadas exenciones en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, y se prevé la posibilidad de que las entidades que formen un SIP opten por tributar en el régimen de grupos del IVA, siendo entidad dominante la entidad central del SIP, aplicando similar criterio en el Impuesto General Indirecto canario.

Finalmente, en materia de solvencia, el Real Decreto-Ley se anticipa a Basilea III y establece la posibilidad de introducir nuevas obligaciones por vía reglamentaria en relación con la liquidez y en apalancamiento. Excepcionalmente se admite que el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades individuales que, a juicio del Banco de España, precisen un reforzamiento de sus recursos propios.

Como conclusión, se espera que, tras esta reforma, se reduzca el número de cajas de ahorros, que éstas sean más fuertes y que tengan un mayor capital y de mejor calidad, sentando las bases para que dispongan de la capacidad necesaria para afrontar un nuevo entorno y ayuden a nuestro país a situarse entre las primeras economías del mundo y a disponer de inversores a largo plazo.

## **LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO EN ESPAÑA**

**Carlos Martínez Izquierdo**

Nacidas a finales del siglo XIX en el medio rural, dieron lugar al subsector más numeroso de cooperativas de crédito: las cajas rurales. Más tarde y como consecuencia de la evolución hacia una sociedad urbana, se originarían las cooperativas de crédito populares (en el seno de grupos empresariales) y profesionales (en el seno de colectivos de esta naturaleza).

En cuanto a la configuración de las cooperativas de crédito, los aspectos clave que las definen son: su naturaleza mixta, la existencia de ámbitos competenciales distintos, su estructura de gobierno y la evolución que ésta ha ido teniendo y su estructura de capital.

En cuanto a entidades de crédito que son sociedades cooperativas, pueden realizar toda clase de operaciones activas y pasivas, y de servicios, con atención preferente a las necesidades de sus socios. Así, en cualquier caso, el conjunto de las operaciones activas con terceros no puede alcanzar el 50 por 100 de los recursos totales de la entidad, sin que se computen en este porcentaje determinadas operaciones.

En lo que se refiere al reparto de competencias entre el Estado y las comunidades autónomas, existe una gran homogeneidad: todas las comunidades autónomas han asumido la competencia exclusiva en materia de cooperativas. Por otro lado, en materia de ordenación del crédito, banca y seguros, corresponde al Estado dictar la legislación básica y a las comunidades autónomas el desarrollo legislativo y ejecución de tales bases estatales. Así, como ha señalado el Tribunal Constitucional, confluyen una pluralidad de títulos competenciales, cuya delimitación en abstracto presenta dificultades, pues el solapamiento y el entrecruzamiento mutuo resulta ser especialmente intenso.

En cuanto a su estructura de gobierno, los órganos sociales de las cooperativas de crédito son la Asamblea General y el Consejo Recor. A diferencia del resto de las cooperativas, la intervención no aparece como un órgano necesario, sino solamente posible. Existen además órganos voluntarios, de creación estatutaria, como el Comité de Recursos, y otros consultivos o asesores.

La aplicación del principio democrático determina ciertas particularidades en el gobierno corporativo. En particular, configurada la cooperativa como una sociedad personalista de carácter mutualista, han de señalarse como particularidades: 1) la falta de relevancia del capital social para la atribución y distribución de los derechos sociales; 2) las reglas que tratan de impedir que un solo socio pueda controlar una cooperativa, y 3) las previsiones que tratan de potenciar la participación de los socios en la Asamblea.

Las cooperativas han de tener un capital social mínimo, cuya cuantía se fija en función del ámbito territorial en que vayan a actuar y en función del número de habitantes de dicho ámbito.

Cada uno de los socios deberá poseer al menos un título nominativo de aportación, cuyo valor nominal no podrá ser inferior a 60 euros. Existen dos fondos obligatorios: 1) el Fondo de Reserva Obligatorio, destinado a la consolidación, desarrollo y garantía de la cooperativa, y 2) el Fondo de Educación y Promoción.

En la actualidad, y en un entorno de crisis económica, existen importantes retos a los que han de enfrentarse las cooperativas de crédito.

Quizá el más importante sea perdurar en el tiempo manteniendo sus rasgos diferenciales esenciales. Para ello, deben potenciarse las fortalezas que caracterizan a estas entidades: su proximidad al cliente, su vinculación territorial y sectorial y la importancia que se da al socio. Asimismo, deben fortalecer su posición competitiva a través de mejoras de eficiencia y diversificación de su negocio, y orientarse a un incremento de su tamaño, mediante los adecuados procedimientos de integración.

## **LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO**

**José M.<sup>a</sup> García Alonso**

Los antecedentes de los actuales establecimientos financieros de crédito se encuentran en los contactos entre empresarios dedicados a las ventas a plazo, que cristalizaron en la fundación en 1957 de la Asociación Nacional de Empresas de Ventas a Plazos. Sus gestiones determinaron la publicación, en 1962, del Decreto Ley 57/1962, sobre entidades de financiación de ventas a plazo, y en 1965, de la Ley 50/1965, sobre venta de bienes muebles a plazos.

El importante auge de estas entidades determinó la publicación en 1977 del Real Decreto 896/1977, sobre régimen de entidades de financiación. Aunque en un primer momento no se consideraron entidades de crédito, su evolución las fue configurando como tales hasta quedar incluidas en el Real Decreto 1298/1986 como establecimientos de crédito, junto con bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, entidades oficiales de crédito y sociedades de crédito hipotecario.

La Ley 28/1988, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, instituyó las entidades de financiación como entidades de crédito, pero manteniendo la prohibición de recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros medios análogos.

En 1989 se publicó el Real Decreto 771/1989, sobre entidades de crédito de ámbito operativo limitado (ECAOLES), que, finalmente, fueron sustituidas por los actuales establecimientos financieros de crédito (EFC) por la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de coordinación bancaria. Esta norma planteó el problema de la pérdida de la categoría de entidad de crédito, pues sólo se otorga ese nombre a las entidades que tomen fondos del público. Tras numerosas gestiones de la Asociación Nacional de Establecimientos Financieros de Crédito (ASNEF), la Ley 3/1994 fue modificada por el Real Decreto Ley 12/1995, reconociendo a las EFC la condición de entidades de crédito españolas. Esta normativa se desarrolló por el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito.

El nuevo *status* jurídico eliminó la rígida delimitación de su capacidad operativa permitiendo que pudieran realizar varias de las actividades típicas de las entidades de crédito, si bien se mantuvo la prohibición de captar fondos reembolsables del público.

Los ejes fundamentales de actuación han sido, en los últimos años, la financiación del consumo, el arrendamiento financiero y el *factoring*. La crisis económica ha provocado un alto nivel de impagados, pero su efecto se ha mitigado compensando las mayores dotaciones con cargo a los fondos constituidos en ejercicios anteriores.

En la actual situación, se observa que los establecimientos financieros de crédito han quedado excluidos de las medidas articuladas para aliviar el impacto de la falta de liquidez en el sistema financiero, así como su imposibilidad de participar en las líneas de financiación del ICO, todo lo cual ha supuesto una desigualdad competitiva en relación con las entidades de depósito.

La consecuencia ha sido un importante cambio en la gestión del negocio acarreado por la crisis, así como la necesidad de muchas entidades de modificar la política de admisión de riesgos y de dar mayor protagonismo a la gestión del recobro. Será preciso prestar especial atención a tres áreas básicas: los procesos de negocio, los sistemas de información y los modelos de decisión de riesgo.

## LA EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT DEL ESTADO EN ESPAÑA

Soledad Núñez Ramos

La evolución de la financiación del déficit en las últimas décadas es la historia de cómo el Estado hizo frente a sus responsabilidades financieras integrándose en el mercado internacional de capitales.

La orientación de la financiación hacia los mecanismos de mercado se basó en cuatro ejes principales: el diseño de una gama de instrumentos de deuda pública, la creación de una base de demandantes de valores, el establecimiento de procesos transparentes y competitivos de emisión en el mercado primario y el desarrollo de un mercado secundario líquido, seguro y eficiente.

La entrada de España en la Unión Monetaria Europea tuvo como consecuencia un drástico descenso de los tipos de interés y un más fácil acceso al caudal de ahorro de todos los países de la zona euro. Por ello, el Tesoro Público decidió competir en ámbitos distintos al precio, como la liquidez, la transparencia y la eficiencia en la negociación, compensación o liquidación de sus valores.

La crisis financiera determinó en buena parte de los gobiernos de la zona euro la necesidad de reducir fuertemente el déficit público, con el fin de estabilizar el endeudamiento e incrementar la confianza de los inversores. No obstante, el Tesoro Público ha logrado completar sus sucesivos programas de financiación. Así, el Tesoro ha podido aumentar su emisión, ampliando la gama de instrumentos de deuda que ofrecía al mercado, manteniendo y ampliando su base inversora mediante la potenciación de la comunicación con los inversores, flexibilizando los mecanismos de emisión en el mercado primario y asegurando la liquidez del mercado gracias a la acción concertada de las autoridades y los creadores de mercado.

## FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA (1983-2008)

Vicente Salas y Jorge Rosell

El trabajo analiza la demanda de financiación empresarial por parte de las empresas españolas en los últimos veinticinco años, y lo hace a partir de la información pública que proporciona la Central de Balances del Banco de España.

Del análisis realizado se desprende que el crecimiento de la economía española en el periodo considerado no hubiera sido posible sin contar con un sistema financiero eficiente. En todo caso, las empresas españolas constituyen un colectivo heterogéneo para el que resulta difícil encontrar un referente de empresa representativa, por lo que resulta necesaria la desagregación de resultados e implicaciones de los mismos.

Con la información de la CBBE, la mayor demanda de financiación tiene que ver con un crecimiento no orgánico de las empresas españolas, especialmente las grandes no financieras.

La financiación bancaria se mantiene como la principal fuente de financiación ajena con coste de las empresas españolas (hasta el 80 por 100 del total), lo que ayuda a comprender las dificultades adicionales que soportan las empresas cuando, en situaciones de crisis, el crédito bancario no fluye con regularidad. El colectivo de PYME que colabora con la CBBE ha reducido su diferencial de costes financieros con las grandes después del euro, de manera que el coste real de su deuda (después de inflación) podría haberse reducido hasta cuatro puntos porcentuales con la entrada del euro, quedando al mismo nivel que el coste para las grandes.

Mirando hacia el futuro, cabe esperar que el sistema financiero mantenga la misma importancia estratégica de proporcionar financiación a las empresas y controlar su buen uso posterior que ha tenido en el pasado. La crisis inmobiliaria transmite la impresión de que el control del capital por parte del sistema bancario español no fue todo lo satisfactorio que se podría esperar, al permitir exposiciones excesivas al riesgo. El valor del colateral inmobiliario, que sin duda facilita el acceso al crédito, tendrá menos protagonismo en el futuro, y las empresas tendrán que seguir avanzando en una mayor dotación de activos intangibles sujetos a diferentes reglas de control sobre su gestión. El reto de la financiación empresarial será dar respuesta a las demandas de estos activos con la misma eficacia y efectividad con la que ha financiado a los activos tangibles que han predominado en el pasado.

## PRODUCTOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS

Juan Mascareñas Pérez-Iñigo

Los productos financieros estructurados (PFE) nacieron en 1985 como resultado de la fuerte competencia existente entre emisores e intermediarios financieros, que provocó un fuerte impulso de la innovación financiera, especialmente para ofrecer soluciones a las necesidades de cobertura de riesgos de los inversores.

Inicialmente, se definían como activos financieros de renta fija ligados a instrumentos derivados, pero a partir de 1995 se inicia una amplia transformación que acaba incluyendo dentro de este tipo de productos a los productos financieros titulizados. A partir de este momento se empieza a utilizar el término «financiación estructurada», indicando un concepto más amplio que consiste en la reestructuración de los flujos de caja que pueden transformar las características de riesgo, rentabilidad y liquidez de las carteras de inversión.

Desde 1985 ha habido cuatro generaciones de productos financieros estructurados que se han caracterizado por el aumento de su complejidad, lo que ha llevado implícita una mayor dificultad para comprender, valorar y cubrir el riesgo al que están sometidas.

La primera generación se caracteriza por: 1) la estructura contiene únicamente un índice de tipos de interés variable; 2) la fecha de vencimiento del índice de tipos variables debe coincidir con la frecuencia de los pagos y liquidaciones del PFE; 3) el índice de tipos variables debe estar referenciado en la misma moneda en la que se denomina el producto estructurado, y 4) el PFE puede contener *caps* y/o *floors* sobre el índice subyacente, pero no opciones exóticas o no convencionales.

La segunda generación supera en complejidad a la anterior. Sus características son las siguientes: 1) las fechas de liquidación del índice de referencia y del PFE no coinciden; 2) el interés pagado por el activo financiero es función de la combinación de varios índices de referencia; 3) la inclusión de opciones exóticas en algunos PFE; 4) el índice, o índices, utilizados como referencia no tienen por qué estar denominados en la misma moneda que los cupones pagados, y 5) elevadas cotas de apalancamiento.

La tercera generación está formada por los denominados bonos con categorías cruzadas, y es la respuesta que surge en los años noventa del siglo pasado a la demanda de los inversores que solicitaban que los PFE proporcionasen unos rendimientos que no estuvieran basados en índices del mercado interno de renta fija. Así se crearon estructuras apoyadas en índices del mercado de renta variable o de otros instrumentos distintos de renta fija.

La cuarta generación aparece a partir de 1995, y es entonces cuando se comienza a hablar de «financiación estructurada» y del «mercado de la financiación estructurada». El objetivo que persiguen es básicamente el mismo que el de los clásicos PFE: adaptar los flujos de caja a las preferencias de riesgo de los inversores, pero ahora incluyen todos los instrumentos financieros sofisticados de transferencia de riesgos. Los dos productos financieros más famosos de esta generación son los CDS (*credit default swaps*) y los CDO (*collateral debt obligations*).

Las primeras generaciones de PFE son relativamente fáciles de comprender y valorar. Por el contrario, la última ha visto aumentada su complejidad y, consecuentemente, la valoración y cobertura de los riesgos a que esté expuesta. Productos estructurados como los CDO y los CDS han estado en primera plana desde el comienzo de la crisis financiera, y en el caso de los CDS se mantienen en ella como instrumento alternativo generado por el mercado de valoración del riesgo de insolvencia de los emisores.

## **EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL. FINANCIACIÓN, TRANSPARENCIA Y EFICIENCIA**

**Antonio J. Zoido Martínez**

El mercado de valores español, parte fundamental del sistema financiero, es hoy un amplio conjunto de sistemas de negociación, instituciones, instrumentos, intermediarios, sistemas técnicos, operativos y de organización que no pueden ya entenderse fuera de su

contexto europeo y global, que han alcanzado un nivel de desarrollo y complejidad muy importante y que cumplen de manera eficiente y satisfactoria su papel.

Los mercados de valores son uno de los ámbitos en los que la transformación cultural, social y económica que España ha protagonizado en los últimos veinticinco años se ha hecho más visible e intensa.

El último grave cambio legislativo vivido por los mercados de valores españoles se produce como consecuencia de la aplicación de la Directiva comunitaria de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), a partir de la cual emerge un nuevo entorno regulatorio de la negociación de valores e instrumentos financieros que se caracteriza por la apertura a una mayor competencia y por la aparición de figuras de nueva creación, como los sistemas multilaterales de negociación.

Actualmente, se consideran mercados secundarios oficiales de valores las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF) y el Mercado de Renta Fija (AIAF). Existen, además, otros mercados específicos, como el Mercado para Valores Latinoamericanos (LATIBEX) o el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). En el ámbito corporativo, Bolsas y Mercados Españoles (BME) gestiona los principales mercados de valores regulados en España, así como otros sistemas multilaterales de negociación.

Dentro del conjunto de factores que han impulsado el rápido desarrollo de los mercados de valores, destaca el papel que han asumido los inversores no residentes y las familias españolas como demandantes finales de valores negociados en mercados.

El artículo analiza, a continuación, el desarrollo de la Bolsa española en los últimos veinticinco años, caracterizado por su elevado crecimiento en todas sus magnitudes absolutas y relativas. Así, el índice general, cuya base es 100 al cierre del año 1985, terminó por encima del nivel de los 1.241 puntos en 2009, doce veces más. Referencia especial, en este periodo, merecen las privatizaciones de empresas públicas, que modificaron significativamente el marco del sistema financiero español.

Asimismo, la puesta en marcha del Mercado Continuo supuso un gran salto, asegurando un único punto de liquidez por valor en tiempo real.

Otro de los pilares sobre los que se ha asentado la transformación de la Bolsa es la intermediación, con la aparición de las sociedades y agencias de valores.

Los mercados de deuda pública, deuda corporativa, futuros y opciones, así como los sistemas de compensación, liquidación y registro, son objeto de cuidada atención.

El artículo finaliza señalando los retos a que deberá enfrentarse el mercado de valores español: básicamente, compañías e instituciones deberán no sólo mantener su posición, sino también ser capaces de asumir un papel crecientemente activo en un marco de competencia global, dadas la fortaleza y la solidez adquiridas en las últimas décadas.

## **EL MERCADO INTERBANCARIO DE DEPÓSITOS EN ESPAÑA. UNA ESTIMACIÓN DE SU TAMAÑO**

**Javier Alonso**

El mercado interbancario de depósitos, mercado interbancario por antonomasia, ha ido perdiendo relevancia en los últimos años como consecuencia de la crisis financiera, al haber propiciado que las entidades de crédito se hayan hecho mucho más sensibles al riesgo de contrapartida. Como consecuencia de ello, las entidades han susti-

tuido en gran medida la operativa interbancaria en depósitos por operativa interbancaria con operaciones dobles (simultáneas o *repos*).

Sin embargo, el mercado de depósitos sigue siendo importante para las entidades de crédito, ya que les permite redistribuir la liquidez entre ellas; igualmente, es un mercado muy relevante para la instrumentación de la política monetaria que realizan los bancos centrales.

En el pasado, existía una información completa de todas las operaciones realizadas en el mercado interbancario español en pesetas. Sin embargo, con la entrada del euro se ha perdido acceso a la información de una parte del mercado muy relevante, como es el caso de las operaciones transfronterizas, las realizadas entre bancos en España y bancos en el extranjero. No obstante, el Banco de España ha tratado de estimar para España el tamaño del mercado sumando a la actividad interna, sobre la que se dispone de información fidedigna, la actividad transfronteriza, que se estima mediante la utilización de un algoritmo de búsqueda en las estadísticas de los pagos realizados en el sistema de Target2.

Para la estimación realizada, se han seleccionado datos de operaciones a un día de depósito nacionales y transfronterizas entre febrero de 2008 y junio de 2010.

En cuanto a la participación por tipos de entidades, en términos generales, un mayor número de entidades españolas operan como prestamista que como prestatario. Durante el primer semestre de 2008, la práctica totalidad de bancos y cajas participaron en el bancario. Hacia el final de la muestra se observa un leve decrecimiento en el número de cajas participantes en el mercado.

En cuanto a las operaciones transfronterizas, sólo una pequeña parte de las entidades españolas participan en este mercado.

En lo que se refiere al número de operaciones, la mayoría corresponde al mercado nacional.

Los diagramas de flujos entre los sectores institucionales muestran que, al final de la muestra, tanto las cajas como los bancos grandes han sido receptores netos de fondos en algunos trimestres, si bien el tamaño de este mercado ya se había reducido drásticamente desde el último trimestre de 2008.

## LOS SEGUROS EN ESPAÑA

### Ignacio Eyries García de Vinuesa

En los inicios del siglo XX (1908) la actividad aseguradora española contó por primera vez con una legislación específica. Hasta esa fecha, las compañías de seguros tenían un fuerte componente local y limitado, y solían estar especializadas en un solo ramo. La ley de 1908 permitió el saneamiento de las empresas y las propulsó hacia la modernidad. La ley se fue modificando y evolucionando, hasta culminar en la actual legislación: el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto-legislativo 6/2004, de 29 de octubre, y la Ley 26/2006, de 17 de julio, de Mediación de Seguros y Reaseguros Privados, así como la Directiva 2002/92/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros, que establece las bases para la armonización de la actividad de mediación de seguros en la Unión Europea.

Los seguros están presentes en todos los ámbitos de la actividad social y económica. Para mostrar su peso específico, basta decir que la participación del sector en el PIB nacional es del 6 por 100. Como instrumento de fomento y captación del ahorro, los seguros y las pensiones acumularon en 2009 el 15,2 por 100 del ahorro financiero de las familias españolas. Asimismo, el patrimonio gestionado

a través de planes y fondos de pensiones ascendió en 2009 a 86.019 millones de euros.

En España hay más de quince millones de hogares asegurados y ocho millones de personas disponen de seguros de decesos o de vida con cobertura de fallecimiento.

La función social del seguro se ha hecho más patente en la actual situación de crisis, pues ha seguido creciendo (un 1,2 por 100 en 2009) y ha generado empleo, gracias al carácter anticíclico y estable propio de la actividad aseguradora, así como a los criterios de inversión conservadores seguidos por las compañías aseguradoras.

De cara al futuro, será decisivo el desarrollo e implantación del proyecto de la Unión Europea Solvencia II, que supondrá para el sector asegurador lo mismo que Basilea III para el bancario, y cuyo objetivo es mejorar el control, la medición de los riesgos y el aumento de las garantías a los asegurados.

Cuatro cuestiones más son tratadas en este artículo: 1) la necesaria reforma del sistema de pensiones; 2) la importante aportación que el sector habrá de realizar para hacer posible y eficaz la actuación en favor de las personas dependientes por razón de sus discapacidades; 3) la aplicación de las nuevas tecnologías a las relaciones con los clientes, y 4) la necesaria diversificación del sector tanto en canales de distribución como en ámbitos de negocio.

En definitiva, el sector asegurador debe continuar siendo motor de crecimiento, de creación de riqueza y de generación de empleo en la economía española, pero, a la vez, debe asumir y potenciar el protagonismo que le corresponde en la sociedad como garante de su seguridad, su progreso y su calidad de vida.

## LA REGULACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA

### José María Roldán Alegre

En este artículo se repasan los cambios acaecidos en materia de regulación bancaria en España durante los últimos treinta años. Como característica fundamental del periodo, puede subrayarse la combinación de cambio y tradición.

El cambio ha venido básicamente impulsado por la creciente importancia del entorno exterior en la formulación de las políticas nacionales y por la progresiva pérdida de autonomía en la definición de éstas. El acceso a la Comunidad Económica Europea, la construcción del Mercado Financiero Único, la puesta en marcha del euro y el proceso de globalización financiera llevó a la asunción de aproximaciones regulatorias de carácter transaccional.

En relación con la solvencia de las entidades, la regulación de recursos propios trata de asegurar que las entidades sean capaces de superar periodos especialmente duros en términos de crecimiento y riesgos, evitando las externalidades negativas que produce la quiebra de un banco.

Aunque ésta sea la justificación fundamental de la regulación de la solvencia, pueden existir otras vías para mitigar esas externalidades, limitando, por ejemplo, los tipos de interés del activo y del pasivo. No obstante, la exigencia de recursos propios suficientes ha sido la opción que se ha elegido en las últimas décadas.

Inicialmente, la regulación conocida como Basilea I era muy sencilla, con discriminaciones del riesgo que se limitaban a algunas ponderaciones en función de las características institucionales de los prestatarios. Por su parte, Basilea II vino a introducir una mayor discriminación sobre las distintas fuentes de riesgo. El acuerdo de Basilea II extendió el incipiente reconocimiento de los modelos inter-

nos de las entidades desde el riesgo de cartera de negociación hacia el de cartera crediticia. Son los modelos IRB, que permitían a las entidades computar en base a sus datos internos sobre mora, y sobre quebranto en caso de mora, los requerimientos de capital por carteras.

La crisis financiera de 2007-2008 supuso un golpe definitivo para el nuevo régimen de solvencia, de modo que Basilea III representa una vuelta a lo tradicional, a Basilea I antes de la innovación financiera en materia de híbridos y de cartera de negociación y al conservadurismo prudencial.

Por otra parte, la organización de la supervisión ha sido el campo de la regulación donde más evidente ha sido la creciente convergencia a los estándares de regulación internacional.

En el ámbito nacional, ha de destacarse que el Banco de España ha sido el supervisor prudencial del sector bancario durante los últimos treinta años. No obstante, ha de observarse que este esquema se encuentra hoy en minoría, con la mayoría de los países optando por el modelo holandés (un supervisor de solvencia para banca, valo-

res y seguros, y otro encargado de la supervisión de mercados y protección de inversores).

En el ámbito europeo, las últimas décadas han visto aumentar la cooperación desde el ámbito regulatorio hacia la coordinación de la supervisión: del Grupo de Contacto y el Comité Consultivo Bancario se ha pasado al Comité Europeo de Supervisores Bancarios, y de éste se pasará a la Autoridad Bancaria Europea.

Por último, en el ámbito internacional las peculiares características de la internacionalización de la banca española explican la creciente relevancia de la coordinación a escala global. Al igual que ocurre con el proceso europeo, este creciente compromiso de coordinación a escala global impondrá crecientes restricciones al ejercicio de la función de regulación y supervisión.

Como conclusión, puede afirmarse que, si bien el modelo español de regulación y supervisión bancaria ha aunado cambio y preservación de elementos singulares, las perspectivas futuras se tornan inciertas, con un creciente empuje y peso de la coordinación internacional en materia de regulación y supervisión.



**E**l sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO trata de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

- ➔ Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- ➔ La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- ➔ El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- ➔ La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- ➔ La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

*Pedidos e información:*

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS  
 Caballero de Gracia, 28  
 28013 Madrid  
 Teléfono: 91 596 54 81  
 Fax: 91 596 57 96  
 suscrip@funcas.es  
 www.funcas.es

P.V.P.: 11 € (IVA incluido)

ISSN 2254-3430



9 1778411 329560