



IEAF

Instituto Español de Analistas Financieros

50

aniversario
1965-2015

50 años de análisis financiero en España



**FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS**

© Instituto Español de Analistas Financieros
© Fundación de Estudios Financieros
Avenida de Brasil, 17 3º A y B - 28020 Madrid

ISBN: 978-84-606-9442-7
Depósito Legal: M-21847-2015
Edita: Fundación de Estudios Financieros
Impresión: Reimpventa, S.L.

**Introducción**

D. Juan Carlos Ureta. Presidente del IEAF y de la FEF 5

El estado de la formación financiera en España: los retos para mejorar la educación financiera de los ciudadanos

D. Luis M. Linde. Gobernador del Banco de España 9

La regulación del análisis financiero y las recomendaciones de inversión en España

Dña. Elvira Rodríguez. Presidenta de la CNMV 29

Crecimiento económico y evolución de la disciplina de análisis financiero en España: 50 años de progreso

D. César Alierta. Ex-Presidente del IEAF y de la FEF 55

Los mercados de capitales en España: 1965-2015. Factor de impulso al desarrollo de la economía.

D. Antonio Zoido. Presidente de BME 69

Las entidades financieras en España. Un sistema en evolución al servicio de la sociedad

D. José M^a Roldán. Presidente de la AEB y Alfonso Caro, AEB 83

Ética y Práctica Profesional de los analistas financieros

D. Luis Iturbe. Ex Presidente del IEAF y D. Ramiro Martínez Pardo. Presidente de la Comisión de Ética y Práctica Profesional del IEAF 101

El futuro: La función del analista financiero en la sociedad global.

D. Ignacio Gómez Montejo. Miembro de la Junta Directiva del IEAF y Presidente del Comité Técnico de Análisis de «InResearch» 115

El nacimiento de la primera organización profesional de financieros en España: Historia del IEAF y de la FEF

D. Mariano Rabadán. Ex presidente del IEAF y Presidente Fundación INVERCO 135

ANEXOS:

Galería histórica del IEAF (fotos y documentos) 143

Relación cronológica de Juntas Directivas del IEAF 155



INTRODUCCIÓN

UN RECONOCIMIENTO DEL PASADO, UNA VISIÓN HACIA EL FUTURO

Juan Carlos Ureta
Presidente del Instituto Español de Analistas Financieros

Este libro es un reconocimiento y, en cierto modo, también un homenaje a cincuenta años de trabajo de los analistas financieros españoles. Un trabajo diario y silencioso al servicio de nuestra sociedad, al servicio de nuestra economía, y al servicio de nuestro crecimiento y progreso.

Con frecuencia la función de los analistas financieros, su contribución a la sociedad, son desconocidas para el gran público. Son muchas las personas que no saben lo que hace un analista financiero y son muchas también las que asocian la labor de los analistas financieros con los aspectos más externos de nuestra actividad, como son los siempre llamativos movimientos de los mercados financieros, el deseo desaforado de beneficios a cualquier precio que normalmente se vincula con todo lo que lleve la etiqueta de «financiero», o los episodios recurrentes de euforia o crisis de los mercados, que tanta atención mediática suscitan. Es por ello nuestra obligación, como analistas, explicar a la sociedad nuestro trabajo y el 50 Aniversario del Instituto es una buena ocasión para hacerlo.

En las sociedades actuales el análisis financiero afecta de forma muy directa a la vida de los ciudadanos, porque está íntimamente entrelazado con la llamada economía real. Nunca antes en la historia ha sido tan importante como ahora recordar, cuantas veces sea necesario, que las finanzas están al servicio de la economía real y solo tienen sentido y razón de ser si sirven a la economía real. Esta es una premisa de la que siempre



hemos partido en el Instituto a la hora de definir nuestras prioridades y nuestras funciones.

En el mundo del siglo XXI, que es ya un mundo global y digital, y que cada vez será más global y más digital, los procesos de asignación y utilización de los siempre escasos recursos disponibles son vitales y condicionan no solo el progreso y el crecimiento económicos sino también, de forma mucho más directa, la calidad de vida de las personas. Y esos procesos pasan inevitablemente por el filtro del análisis financiero, que, en su esencia, no es sino el conjunto de herramientas que persiguen una asignación eficiente de los recursos en función de su utilidad.

John Maynard Keynes dijo que, sin saberlo, todos somos tributarios de las ideas de algún gran economista muerto y que las ideas de los economistas son más poderosas de lo que suele pensarse, ya sean correctas o incorrectas. De igual forma podemos decir que, tal vez sin saberlo, las sociedades y las economías modernas funcionan con la ayuda de ese trabajo invisible, pero muy real, de miles de analistas financieros que cada día, en las empresas, en los mercados, en los organismos públicos, orientan las decisiones sobre la canalización de los recursos hacia los usos más productivos. La compleja sociedad del siglo XXI descansa, más que nunca, sobre unas estructuras de decisión en las que los analistas cumplen un papel determinante.

Cuando Rafael Termes fundó, en 1965, el Instituto de Analistas, lo hizo bajo la convicción de que un análisis financiero de calidad era imprescindible para que el ciclo de desarrollo económico que entonces empezaba en España se asentase sobre bases firmes. Los trabajos que recoge este libro muestran como esa idea era cierta, y como los analistas han contribuido a lo que sin duda ha sido una de las grandes historias de éxito de las últimas cinco décadas, la historia de nuestro país, España. Un país que a lo largo de esos años ha experimentado una transformación positiva que le ha convertido en una referencia en Europa. Hoy España es competitiva a nivel global, tiene empresas líderes en sectores tan diversos como las telecomunicaciones, el textil, la banca, la energía, la construcción, o el turismo, se basa en una clase media asentada y estable, y cuenta con unos cuadros directivos de primerísimo nivel y con una capacidad de crecimiento todavía por desarrollar. A todo ello ha contribuido, sin duda, el buen análisis financiero.

Cincuenta años después, la idea de Rafael Termes no solo sigue siendo válida, sino que adquiere una dimensión mucho mayor a la luz de los retos a los que nuestro país y el mundo en general se enfrentan en este inicio del siglo XXI. Hemos visto muchos cambios en estos cincuenta años, entre otros la transición política y la integración de España



en la Unión Europea y en el euro, pero me atrevo a decir que nos esperan cambios aun mayores en el futuro. Nuestro cincuenta aniversario se celebra en un momento en el que asistimos a transformaciones muy profundas en la sociedad, en la economía y en los mercados financieros. La emergencia de nuevos actores globales, la transformación tecnológica hacia la sociedad digital, la superación de los mercados locales, la multipolaridad, la escala que han adquirido los mercados, o la larga secuela de la crisis en ciertos segmentos de la población, son factores disruptivos que inciden también en nuestro trabajo como analistas y lo condicionan.

Hoy la función de los analistas es más amplia y nuestra responsabilidad es mayor. Ya no solo somos una pieza básica en la asignación de recursos financieros, sino que también debemos pronunciarnos sobre aspectos que, si bien están relacionados con el clásico análisis fundamental de valor, van más allá, y conectan con la vigilancia de la estabilidad financiera, la vigilancia de un correcto uso de sus recursos por parte de los Gobiernos y poderes públicos, la calidad del gobierno de las empresas (*governance*) y las buenas prácticas del sector bancario y de los mercados de capitales.

Los mercados financieros no han parado de crecer en estos cincuenta años y todo indica que seguirán creciendo. Millones de personas, no solo de alto patrimonio, sino también medianos y pequeños ahorradores, invierten en esos mercados en un deseo de participar en el crecimiento económico y de compartir sus frutos. Los activos financieros en los que las familias invierten sus ahorros y en los que las empresas colocan su tesorería disponible y a la vez se financian emitiendo capital o deuda, tienen hoy un volumen bastante superior al PIB mundial, y creciente. El desapalancamiento de los balances bancarios transfiere una gran parte del ahorro desde esos balances a los mercados de activos y de forma paralela desplaza también una parte de la financiación de las empresas y los Tesoros a los mercados de activos.

De que esos mercados funcionen bien o mal depende algo tan importante como las jubilaciones de la gente y el suministro de un flujo continuo de capital, sin cortocircuitos, a la banca, a las empresas y a los Gobiernos. El desarrollo de las economías emergentes, que es hoy no solo una obligación moral para todos, sino además una condición «sine qua non» para que el mundo siga creciendo, depende también de los mercados de capitales.

De esta forma el compromiso de los analistas, su responsabilidad, es también un compromiso con la estabilidad financiera y con la pedagogía y la educación financiera de los ahorradores.



Para responder a estos nuevos retos los analistas necesitamos completar el clásico e imprescindible arsenal del que disponíamos, muy centrado en el análisis «fundamental», con otras herramientas. Herramientas como la llamada ESG, que permite valorar la atención medioambiental, la responsabilidad social de las empresas y el buen gobierno o como la comprensión crítica y analítica de los procesos de decisión política, en su sentido más elevado de «*policy making*». Es preciso un análisis de flujos de los mercados y un entendimiento adecuado del valor de la comunicación en una sociedad tan compleja y a la vez tan atractiva y llena de retos como es la sociedad del siglo XXI.

De esta forma, al tradicional análisis de los «fundamentales» se incorporan otros ángulos, otros puntos de vista, necesarios hoy en día para valorar hacia donde debemos canalizar los recursos. Junto a las consideraciones cuantitativas vamos a ir incorporando, cada vez más, otras de tipo cualitativo.

Desde esta perspectiva y desde estas reflexiones hemos querido enfocar el libro conmemorativo del 50 aniversario del IEAF y para ello hemos solicitado la colaboración de importantes representantes institucionales y empresariales, así como de relevantes miembros de nuestro colectivo de analistas, que han aportado su visión en los distintos capítulos en los que finalmente queda estructurado el trabajo.

Quisiera trasladar nuestro más sincero agradecimiento a dichos colaboradores, responsables institucionales, personas y profesionales de primer nivel, que han accedido gustosamente a escribir entre todos el recuerdo del pasado y la visión de futuro en este libro que hemos llamado «50 años de análisis financiero en España».

Espero muy sinceramente que a través de los capítulos que siguen a continuación el lector pueda aprovechar las brillantes aportaciones de nuestros colaboradores, tanto en la faceta de visión histórica de los temas tratados cómo en términos de criterio e ideas de cara al futuro.

El IEAF se enorgullece de haber sido un jugador destacado de la evolución del mundo financiero español en los últimos 50 años. Trabajamos para ser la voz de la profesión ante las distintas instancias e instituciones, para trasladar a la sociedad nuestra visión sobre temas de interés general y para ofrecer un marco de desarrollo a nuestro país en un mundo que, en los próximos 50 años, experimentará, sin duda, transformaciones tanto o más significativas que las vividas desde que a mediados de la década de los sesenta del pasado siglo se fundó el Instituto Español de Analistas Financieros.



EL ESTADO DE LA FORMACIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA: LOS RETOS PARA MEJORAR LA EDUCACIÓN FINANCIERA DE LOS CIUDADANOS

Luis M. Linde
Gobernador del Banco de España

1. LA NECESIDAD DE LA EDUCACIÓN FINANCIERA

En los últimos años se ha acentuado la necesidad de un nivel adecuado de educación financiera. Sea cual sea su nivel de renta, de educación, su estrato social o su situación laboral, los ciudadanos han asumido mayores responsabilidades en la toma de decisiones respecto a su presente y a su futuro financiero, así como en la gestión de los riesgos asociados.

En la actualidad, los organismos internacionales y multilaterales conscientes de esta realidad se están vinculando al reto de mejorar la cultura financiera,, tanto para el beneficio de la población como para mejorar la sostenibilidad del sistema financiero.

Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (en adelante, OCDE¹), la educación financiera es *«el proceso por el que los inversores y consumidores financieros mejoran su comprensión de los productos financieros, conceptos y riesgos y, a través de la información, la enseñanza y/o el asesoramiento objetivo, desarrollan las habilidades y confianza precisas para adquirir mayor conciencia de los riesgos y oportunidades financieras, tomar decisiones informadas, saber dónde acudir para pedir ayuda y tomar cualquier acción eficaz para mejora su bienestar financiero»*.

¹ Principios y buenas prácticas para la concienciación y la educación financieras. OCDE. Julio de 2005.



Estas circunstancias también han sido destacadas por el Joint Forum², que publicó en 2008 un documento que identifica los factores subyacentes al aumento de los riesgos que gestionan los particulares³: Entre otros se citan los siguientes:

- El cambio en las condiciones de mercado. En un contexto de tipos de interés nominales bajos, la búsqueda de rentabilidad y el incremento de la complejidad de los productos financieros han causado que, en ocasiones, los inversores minoristas no siempre sean plenamente conscientes de los riesgos inherentes a sus inversiones.
- La innovación financiera ha aumentado el abanico de productos ofrecidos en los distintos ámbitos (seguros, productos bancarios y de inversión). En ocasiones, productos de similares características de riesgo se han vendido a los clientes minoristas indistintamente y con cierto grado de confusión en los tres sectores.
- El incremento de la competencia entre entidades financieras que venden productos financieros a clientes minoristas.
- El aumento de la venta transfronteriza de servicios y productos financieros durante los últimos años.

Los factores que señalan el Joint Forum y la OCDE explican en parte el aumento de la demanda y de la oferta de productos financieros dirigidos a los inversores minoristas, así como su creciente complejidad. Consecuente con este diagnóstico, las medidas destinadas a reforzar la protección del consumidor financiero adquieren una relevancia prioritaria. En este sentido, son numerosas las iniciativas regulatorias y supervisoras que se han tomado en los últimos años tanto en el ámbito de cada jurisdicción nacional como a escala internacional⁴.

En todo caso, conviene recordar que la formación de los consumidores financieros sigue siendo, en general, escasa, lo que les hace especialmente vulnerables en presencia de

² El Joint Forum, agrupa a los tres organismos internacionales de supervisores financieros sectoriales (IOSCO, el Consejo de Supervisión Bancaria de Basilea y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros)

³ The Joint Forum, *Customer Suitability in the retail sale of financial products and services*, abril de 2008.

⁴ En este sentido destacan los trabajos de foros globales tan variados como el Financial Stability Board, el G20, la propia OCDE y, ya en el ámbito europeo, las tres autoridades, EBA, ESMA e EIOPA, que forman parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera.



prácticas de venta inadecuadas y, en cualquier caso, incrementa los riesgos de que adopten decisiones no totalmente convenientes. Este déficit de formación se hace especialmente relevante en conjunción con la creciente complejidad del mercado financiero. De ahí la necesidad de que, en paralelo a los avances regulatorios en la protección al consumidor, se impulsen también mejoras más generales en el ámbito de la educación financiera de los ciudadanos.

Sin cuestionar, por supuesto, la crucial importancia de las herramientas de supervisión y regulación, existe un acuerdo generalizado en que la educación financiera y, en determinadas zonas geográficas, la inclusión financiera, están entre las vías más eficaces para alcanzar niveles de protección adecuados. Se trata no solo de transmitir conocimientos (educación financiera), sino también de lograr un juicio informado (alfabetización financiera) con el fin de conseguir, en un contexto real, la toma de decisiones correctas a la hora de gestionar la economía personal (capacitación financiera).

2. LAS ESTRATEGIAS NACIONALES DE EDUCACIÓN FINANCIERA

La circunstancia de que los consumidores tienen en general una cultura financiera insuficiente ha quedado patente en numerosos estudios internacionales⁵. Conscientes de este problema, la OCDE, el Fondo Monetario Internacional, IOSCO y la Comisión Europea⁶, entre otros organismos, han recomendado a sus miembros que impulsen programas de formación financiera dirigidos a toda la población o a segmentos específicos de la misma.

⁵ Improving Financial Literacy. Analysis of Issues and Policies. OECD. 2005; Braunstein & Welch, 2002; Mandell, 2008.

⁶ La Comisión Europea publicó sus ocho principios básicos para unos planes de educación financiera de alta calidad, en el documento- COM(2007) 808 final. Las expresiones institucionales de ámbito europeo más significativas han sido la puesta en marcha de una amplia sección sobre educación financiera en el marco del proyecto de educación para el consumo *Development of On Line Consumer Education Tools for Adults* (DOLCETA) y la creación por la Comisión en octubre de 2008 del *Expert Group on Financial Education* (EGFE), que se reunieron periódicamente hasta diciembre de 2010 con el propósito de analizar las diferentes estrategias de desarrollo de los programas de educación financiera, alentando la cooperación público-privada para favorecer una mejor implantación. Actualmente el proyecto DOLCETA ha sido orientado a otro denominado «Consumer Classroom», que tiene como objetivo brindar información a los profesores de centros escolares.



Entre 2008 y 2009, la OCDE, a través de su red INFE⁷, realizó una encuesta entre los países miembros, incluida España, para valorar las interrelaciones existentes entre la crisis y la educación financiera. En sus respuestas, numerosos países exponían algunos comportamientos derivados de la falta de capacitación financiera, en gran medida causados por los retos que el entorno de crisis financiera planteaba a las economías individuales y familiares. A pesar de las diferencias culturales y socio-económicas entre los Estados, se constató que gran parte de los problemas relacionados con la alfabetización financiera son similares y que pueden tener un impacto negativo en el crecimiento económico de los países.

Ante esta situación, bastante generalizada, de insuficiencia de cultura financiera, los gobiernos han respondido y están respondiendo mediante el desarrollo de estrategias nacionales de educación financiera. Uno de los primeros países en desarrollar una estrategia nacional, en 2003, fue el Reino Unido. Le siguieron Estados Unidos, Nueva Zelanda, Australia y Canadá y, actualmente, al menos 45 países, entre ellos España, están diseñando o han implementado estrategias nacionales de educación financiera.

La importancia de implementar estrategias nacionales de educación financiera ha quedado plasmada en la aprobación por parte de la red INFE, vinculada a la OCDE a través del Comité de Mercados Financieros y del Comité de Seguros y Fondos de Pensiones, de unos principios aplicables a las estrategias nacionales de educación financiera⁸. Asimismo, en 2012, bajo la presidencia mexicana, el G-20 manifestó su apoyo a los Principios de alto nivel para las estrategias nacionales de educación financiera, reconociendo la importancia y relevancia del trabajo realizado por la OCDE y la INFE en este ámbito, apoyo que ha quedado explícitamente recogido en las declaraciones finales de las cumbres desarrolladas bajo las posteriores presidencias rusa (2013) y australiana (2014).

Estos principios constituyen una guía fundamental a la hora de desarrollar las estrategias nacionales de educación financiera de manera eficiente. En esencia recomiendan que las autoridades públicas al máximo nivel (ministerios de finanzas, economía y de educación, bancos centrales y supervisores y reguladores financieros) se involucren en tales estrategias. Asimismo los principios de alto nivel destacan como objetivos de dichas estrategias nacionales de educación financiera los siguientes:

⁷ International Financial Education Net

⁸ Véase *OCDE/INFE high level principles on national strategies for financial education*



- Desarrollar un marco ajustado a las circunstancias socioeconómicas y culturales de cada país de cada país, dado que no hay un modelo único para el desarrollo de una estrategia nacional de educación financiera.
- Identificar los agentes sociales que pueden cooperar y coordinar las diferentes actuaciones, que también podrán ser dispares en función de las anteriores circunstancias.
- Fomentar programas eficientes que eviten la duplicidad de esfuerzos.
- Crear conciencia de la importancia de la cultura financiera como habilidad fundamental de los ciudadanos.
- Incorporar la educación financiera como objetivo de los gobiernos y legisladores.

En el caso español, y sin perjuicio de la existencia de iniciativas aisladas en el ámbito privado, el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de acuerdo con las recomendaciones internacionales y dentro de la estrategia global del Gobierno en el ámbito de la educación financiera, decidieron asumir el compromiso de contribuir a la mejora de la cultura financiera de los ciudadanos. De esta suerte, en mayo de 2008, tras la firma de un Convenio de Colaboración por parte de ambos organismos⁹, se publicó el Plan Nacional de Educación Financiera 2008-2012.

Este Convenio contemplaba la colaboración con otros organismos e instituciones. En este sentido se llegó a acuerdos con la entonces Dirección General del Tesoro y Política Financiera, actual Secretaría General, y con la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), dada su doble condición de expertos y reguladores en materias financieras y de aseguramiento.

En junio de 2013 el Banco de España y la CNMV renovaron el compromiso asumido en 2008 y publicaron un Plan de Actividades para el periodo 2013-2017. En todo caso el Plan de Educación Financiera daba y da continuidad a otras acciones de formación

⁹ La educación financiera es uno de los pilares esenciales, junto con la regulación y la supervisión, para dar cumplimiento a las funciones de Banco de España y de la CNMV. De acuerdo con la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la CNMV tiene atribuida, entre otras funciones, la de velar «por la protección de los inversores». El artículo 7 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del Banco de España, establece la función de «velar por la estabilidad del sistema financiero», siendo la estabilidad uno de los mecanismos más poderosos para garantizar los derechos de los usuarios de los servicios bancarios.



básica en materia de conducta de mercado, transparencia informativa, buenas prácticas, información a consumidores, educación financiera, resolución de conflictos y otras similares.

En este sentido, el Banco de España tiene a disposición de los consumidores de productos y usuarios de servicios bancarios el Portal del Cliente Bancario¹⁰. Además ofrece un Aula virtual¹¹ para jóvenes, y convoca regularmente un concurso nacional, denominado Generación euro, dirigido a alumnos de bachillerato o de grado medio de Formación Profesional interesados en la economía y que deseen aprender sobre la política monetaria.

Por su parte, la CNMV, desde hace varios años, viene desarrollando actividades específicas de formación dirigidas a los inversores y a la ciudadanía en su conjunto. Un elemento central de estas actividades es la publicación de las denominadas «fichas y guías del inversor». Los inversores pueden encontrar material formativo e informativo de su interés en la Sección del Inversor, dentro del sitio web de la CNMV, donde también pueden formular consultas, reclamaciones y recibir información y orientación en aspectos relativos a los servicios de inversión.

Aunque más adelante se volverá sobre el Plan de Educación Financiera para explicar con mayor detalle sus objetivos y características, interesa ahora hacer un disgresión y valorar los resultados del último Informe PISA, publicado en 2014, que ilustra el grado de conocimiento financiero de los escolares españoles en su condición de futuros demandantes de servicios y productos financieros, y lo compara con el existente en otros países.

3. PISA 2012: COMPETENCIA FINANCIERA

El estudio PISA¹² es una evaluación trienal aplicada a jóvenes de 15 años. España ha participado desde su comienzo en el año 2000. Es el estudio de evaluación del rendimiento de los estudiantes al final de su educación obligatoria más amplio y riguroso en unos 70 países. Aunque su centro de atención son las competencias troncales (lin-

¹⁰ <http://www.bde.es/clientebanca/>

¹¹ <http://aulavirtual.bde.es/wav/html/home/index.html>

¹² <http://www.mecd.gob.es/dctm/inee/internacional/pisa2012-financiera/informe-espanol-pisa-financiera-07.07.14web.pdf?documentId=0901e72b81a25b3f>



güística, matemática y científica), 18 países –13 pertenecientes a la OCDE, entre ellos, España, y cinco países asociados– añadieron como opción en 2012 la evaluación de un nuevo componente: la competencia financiera (financial literacy). Así, se ha ofrecido por primera vez a los sistemas educativos, a los centros y a los profesores datos de partida interesantes y novedosos en esta área, considerada en el ámbito internacional como una vía importante para la educación de un ciudadano crítico y responsable.

Según señala el Ministerio de Educación, Cultura y Deportes, para el caso español el informe pretende conseguir un mejor entendimiento de la forma en que los jóvenes se enfrentan a los asuntos relacionados con las finanzas en la vida diaria, comparando las respuestas de los alumnos españoles con las de los demás países implicados en esta opción.

El análisis tiene en cuenta las tres variables del marco conceptual de la competencia financiera definidas por la OCDE: (i) contenidos –dinero y transacciones, planificación y gestión de las finanzas, riesgo y beneficio y panorama financiero–; (ii) procesos –identificación de la información financiera, análisis de la información en un contexto financiero, valoración de las cuestiones financieras y aplicación del conocimiento y de la comprensión financiera); y (iii) contextos –educativo y laboral, familiar, personal y social–.

El objetivo final del análisis es contribuir a mejorar el conocimiento de los responsables de la evaluación educativa, mejorar la capacidad de los docentes en la enseñanza de este área, al entender mejor los niveles de razonamiento y las disposiciones de sus estudiantes, y, finalmente, extender a las familias y al resto de la comunidad educativa la preocupación por la correcta educación financiera.

La principal conclusión del informe PISA es que los hábitos y actitudes de los jóvenes ante las finanzas y el dinero se relacionan, aunque de forma débil, con su nivel de competencia financiera. Así, aunque existen notables diferencias entre los países en la proporción de estudiantes de 15 años que tienen una cuenta abierta en una entidad bancaria –en media, aproximadamente seis de cada diez estudiantes la tienen–, en general los estudiantes que tienen una cuenta bancaria alcanzan una puntuación media significativamente más alta que aquellos que no disponen de ella, incluso descontando el importante efecto del nivel socioeconómico. Algo que, sin embargo, no ocurre en el caso de España, donde los estudiantes con cuenta bancaria abierta no tienen puntuaciones significativamente más altas que los estudiantes de su mismo nivel socioeconómico no bancarizados.



La influencia de los adultos –padres y otros familiares- también parece ser significativa. Se ha observado una relación positiva entre la proporción de adultos próximos que disponen de cuenta bancaria y el rendimiento de los estudiantes de 15 años. Asimismo se observa cierta relación positiva entre el resultado en las pruebas y la frecuencia con la que los alumnos dicen hablar de asuntos relacionados con el dinero, el gasto, el ahorro o la inversión. Y en España esta diferencia es mayor que en la media; la relación positiva se mantiene incluso tras ponderar estos resultados con el nivel socioeconómico y cultural de los examinados.

La percepción regular de ingresos procedentes de padres o familiares, la tradicional paga, se revela, asimismo, como un factor directamente relacionado con el nivel de competencia financiera de los escolares. En casi todos los países, también en España, más de ocho de cada diez estudiantes reciben este tipo de percepciones y, en media, éstos obtienen puntuaciones superiores. Sin embargo, curiosamente, los alumnos que obtienen ingresos por trabajo, ya sea en contraprestación de tareas domésticas o de pequeños encargos externos, alcanzan rendimientos inferiores en las pruebas. Resultado que los expertos atribuyen, con alta probabilidad, a la pérdida de tiempo de estudio que estas tareas pueden conllevar.

Las actitudes de perseverancia y satisfacción ante la solución de problemas se muestran como factores importantes en los resultados de la evaluación de la competencia financiera. Los alumnos que se identificaron con actitudes de constancia en la persecución de las metas propuestas y satisfacción ante la solución de problemas complejos obtienen puntuaciones superiores al resto y a la media nacional en todos los países del estudio. Los expertos concluyen que, como sucede en casi todos los aspectos de la vida, el fomento de las actitudes de constancia y superación de dificultades tiene repercusiones positivas en el rendimiento académico.

Con todo, las dos conclusiones más interesantes que pueden extraerse del informe PISA 2012 tienen que ver con la integración de la educación financiera en los currícula escolares. Un primer descubrimiento es que la formación reglada en materias de tipo económico o financiero dirigida a jóvenes de 15 años está mucho menos extendida en España que en el contexto de la OCDE: sólo el 15,8% de los alumnos españoles evaluados en PISA 2012 asisten a centros donde se imparte alguna materia relacionada con temas financieros, mientras que ese porcentaje es más del triple en el ámbito de la OCDE (51,8%). Es importante tener presente que los estudiantes que asisten a escuelas donde se imparte educación financiera obtienen mejores resultados que aquéllos que asisten a centros donde esta materia no está disponible. Conviene aclarar en este punto



que, tanto en España como en el resto de países evaluados, la educación financiera en las escuelas no se imparte prioritariamente en una asignatura específica, sino que se imparte de manera transversal.

La segunda conclusión relevante del estudio PISA tiene que ver con la formación de los profesores que imparten las materias de economía, finanzas y similares en los institutos y colegios. Aunque el informe no permite extraer conclusiones definitivas acerca del grado de formación inicial del profesorado y de si éste está o no relacionado con las materias citadas, sí que permite concluir que, en media, los docentes españoles participan menos que sus homólogos de otros países en cursos de formación en materias económicas.

No puede terminarse este apartado sin subrayar que el informe PISA aporta una información de alto valor para poder hacer un seguimiento de cómo las generaciones de adolescentes van evolucionando en sus conocimientos financieros, evolución que, muy probablemente, se replique en su condición de posteriores consumidores de productos y servicios financieros y permita, por tanto, extraer conclusiones cada vez más válidas para el conjunto de la ciudadanía. En este sentido es bienvenida la inclusión de la competencia financiera en la edición 2015 del estudio PISA, que ya es un hecho, y resulta altamente deseable que en la de 2018 se mantenga.

4. EL PLAN DE EDUCACIÓN FINANCIERA ESPAÑOL. PRESENTE Y FUTURO

El Plan de Educación Financiera firmado por el Banco de España y la CNMV se define con tres rasgos básicos:

- *Generalidad*: El Plan no excluye a ningún segmento de la población y cubre todos los productos y servicios financieros.
- *Cooperación*: Por su ámbito y características, el Plan supone la asunción de un compromiso público por parte de ambos supervisores financieros y exige una intensa cooperación entre ellos, estando abierto a la participación de otros agentes sociales e instituciones que puedan contribuir en esta tarea.
- *Continuidad*: Por la propia naturaleza de los objetivos, las actuaciones se deben mantener a lo largo del tiempo.



Estos principios se complementan con otros que también definen las iniciativas que se llevan a cabo en el ámbito del Plan:

- *Diversidad*: se debe llegar a cada segmento de población teniendo en cuenta sus características, necesidades y los canales de acceso adecuados a cada uno de ellos.
- *Conocimiento y accesibilidad*: se debe dar a todos los ciudadanos acceso a la información y a las herramientas necesarias que permitan el refuerzo de sus capacidades.
- *Medición y evaluación*: se deben llevar a cabo evaluaciones continuas de los trabajos para conocer su efectividad e identificar áreas de mejora.
- *Coordinación*: Las actuaciones en materia de educación financiera deben llevarse a cabo de manera coordinada, evitando el solapamiento de esfuerzos, con objeto de perseguir que dichas actuaciones sean eficaces y, al propio tiempo, eficientes en la utilización de los recursos disponibles.
- *Responsabilidad*: todas las autoridades y organismos públicos y privados comparten la responsabilidad de ejecutar el Plan y conseguir sus objetivos.

Durante estos últimos años se han llevado a cabo diversas iniciativas en el marco del Plan, con diferente alcance, y se han concretado numerosas acciones y proyectos dirigidos a un elevado número de ciudadanos. Estas actuaciones han supuesto la participación y colaboración de una amplia diversidad de instituciones y agentes sociales, tanto públicos como privados. Se puede concluir que se han sentado las bases para continuar desarrollando en el futuro gran parte de las acciones emprendidas.

A continuación se enumeran los ámbitos de actuación en los que el Plan de Educación Financiera ha centrado y centra sus esfuerzos y algunas reflexiones en torno a estas:

Diseño y lanzamiento de un portal de referencia en materia de educación financiera

En mayo de 2010 se abrió al público la web www.finanzasparatodos.es como primer hito visible del Plan de Educación Financiera, concebida para convertirse en portal de referencia para los ciudadanos en materia de educación financiera. Esta web, de enfoque práctico e interactivo, ofrece formación a personas de todos los niveles culturales,



sean cuales sean sus conocimientos previos sobre temas financieros. Entre otros contenidos, trata temas sobre «Cómo llegar a fin de mes». «La oferta de productos y servicios financieros», «La economía en las etapas de la vida», «Consejos para invertir», etc. La web ofrece contenidos formativos relacionados con el ámbito bancario, de valores y de seguros y fondos de pensiones, así como herramientas prácticas y calculadoras especialmente diseñadas para la gestión del presupuesto familiar y las finanzas domésticas.

Convenios de Colaboración

La educación financiera no se concibe sin la colaboración de todos los actores implicados: administraciones públicas, industria financiera, empresas, asociaciones de consumidores, el sistema educativo y, en general, el conjunto de la ciudadanía en tanto que es consumidora de productos financieros. Además, las instituciones promotoras del Plan no cuentan con capilaridad suficiente para llegar ni a todos los segmentos de la población, ni a todos los rincones de nuestro país. Por ello, se han firmado Convenios de Colaboración con diversas entidades e instituciones, que apoyan la educación financiera de manera activa desde su ámbito de actuación.

No obstante resulta necesario impulsar en el futuro los acuerdos de colaboración ya firmados, mediante la realización de nuevas acciones formativas dirigidas a colectivos de jóvenes, personas mayores e inmigrantes, pudiendo contar con la participación de la red de colaboradores del Plan.

Además, se hace preciso impulsar la firma de nuevos acuerdos de colaboración, con entidades o fundaciones dedicadas a la promoción de la cultura financiera entre los sectores más desfavorecidos de la sociedad, a la promoción de la cultura financiera de los inversores en general o con asociaciones educativas, cuya finalidad sea la promoción de la enseñanza de la educación financiera en los centros escolares.

Educación financiera en la escuela

En el ámbito escolar, la «educación financiera» hace referencia a la enseñanza de conocimientos, habilidades, comportamientos, valores y aptitudes que permitan a los estudiantes tomar decisiones financieras informadas y sensatas en su vida diaria, preparándoles para afrontar en una mejor posición los retos básicos de índole financiera con los que se encontrarán a lo largo de vida.



La enseñanza de la educación financiera en los jóvenes se presenta como una actividad prioritaria para el Plan de Educación Financiera. Por una parte, la capacidad de aprendizaje de los jóvenes es mayor y su exposición a creencias erróneas y hábitos poco adecuados, muy comunes en muchos adultos en este ámbito, son menores; por otra parte, los jóvenes de hoy son los consumidores de productos y servicios financieros de mañana y, por tanto, es el grupo poblacional donde la inversión en educación financiera tendrá un mayor periodo en el que rendir sus frutos.

Centrar el foco de la educación financiera en la juventud y en la escuela no es nuevo. La OCDE ya señalaba en el año 2005 que *«la educación financiera debe comenzar en la escuela. Los ciudadanos deberían recibir instrucción sobre temas financieros lo más jóvenes posible»*.¹³ La OCDE publicó el documento *Guidelines on Financial Education at School and Guidance on Learning Framework*¹⁴, que tiene como finalidad ayudar a los países a diseñar, desarrollar e implantar de forma eficiente sus programas de educación financiera en los centros de enseñanza.

También la Comisión Europea destaca la necesidad de recibir educación financiera desde edades tempranas y señala que *«los consumidores deben recibir educación financiera sobre asuntos financieros y económicos lo antes posible, empezando en la escuela. Las autoridades nacionales deben estudiar la posibilidad de que la educación financiera forme parte obligatoriamente de los planes de estudio»*.¹⁵

Las generaciones más jóvenes no solo se enfrentan a una mayor complejidad de los productos financieros, servicios y mercados sino que, una vez adultos, posiblemente afrontarán más riesgos financieros que sus padres, consecuencia, entre otros, de los retos financieros derivados de la planificación del ahorro para la jubilación y la cobertura de sus necesidades de salud.

Uno de los retos más importantes y prioritarios del Plan de Educación Financiera es, por tanto, la introducción de la educación financiera en la educación reglada. En este sentido, en septiembre de 2009, el Banco de España y la CNMV firmaron un Convenio de Colaboración con el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte con el objetivo de *«fomentar la educación financiera de los ciudadanos, mediante la extensión de su implantación en el sistema docente»*.

¹³ Buenas prácticas para la concienciación y educación financieras. OCDE. Julio de 2005.

¹⁴ <http://www.oecd.org/finance/financial-education/48493142.pdf>

¹⁵ Principio 3. Punto 5 de la Comunicación de la Comisión de 18 de diciembre de 2007 sobre «La educación financiera».



Bajo este Convenio, durante el curso 2010-2011 se desarrolló un Programa piloto de Educación Financiera en 3º curso de Enseñanza Secundaria Obligatoria (ESO), en el que participaron casi 3.000 alumnos y 70 profesores de 32 colegios pertenecientes a 14 Comunidades Autónomas, además de Ceuta y Melilla. Con carácter previo a la realización de la prueba piloto se llevó a cabo un trabajo de identificación de las necesidades formativas de los estudiantes según su grupo de edad, poniendo especial énfasis en los conceptos de ahorro, inversión y endeudamiento, así como en el desarrollo de competencias básicas relacionadas con los procesos de contratación de productos financieros. Asimismo, se definieron herramientas eficaces que suscitaran el interés y la motivación de los alumnos y del profesorado, tales como materiales en formato de videojuego o adaptables a otros soportes tecnológicos.

Como continuación a dicho Programa piloto, durante el curso 2012-2013, alrededor de 400 centros educativos y 21.500 alumnos de todas las Comunidades Autónomas y de Ceuta y Melilla han impartido educación financiera en las aulas. Las principales asociaciones educativas españolas¹⁶, con las que se firmaron Convenios de Colaboración, participaron también en el Programa, promovándolo entre sus colegios asociados y asesorando y atendiendo las consultas surgidas a lo largo de su desarrollo. El Programa del curso 2012-2013 fue evaluado a través de una prueba objetiva fundamentada en la metodología de PISA, llegándose a la conclusión de que los alumnos que participaron en el Programa obtuvieron niveles de desempeño superiores a los esperados en caso de no haber participado en el mismo.

Durante los cursos 2013-2014 y 2014-2015 se ha dado continuidad a las acciones emprendidas en los cursos anteriores, ampliando el ámbito de impartición de educación financiera dentro de los centros implicados mediante la inclusión de contenidos no sólo en el tercer curso de la ESO, sino también en el cuarto; los niveles de participación se han estabilizado en el nivel de 450-500 centros. La edición 2014-2015 está siendo de nuevo evaluada, con mayor rigor, con la finalidad de obtener datos estadísticamente precisos sobre el impacto de la impartición de educación financiera en sus receptores por comparación con grupos de alumnos y colegios donde no se ha impartido.

A lo largo de 2014 y 2015 el Plan también ha estado comprometido, en la medida en que las autoridades educativas lo han requerido, en los trabajos tendentes a la inclusión de la competencia financiera en el currículo escolar, aprovechando la oportunidad que

¹⁶ FERE-CECA, Acade, Uecoe, y Cece.



supuso la reforma educativa aprobada por el Gobierno. Estos trabajos han culminado con éxito y hoy ya es una realidad en los correspondientes reales decretos de enseñanza primaria y secundaria.

Adicionalmente el Plan se ha implicado en la formación del profesorado, desarrollando un curso on line que se ha puesto a disposición del INTEF, organismo que pertenece al Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

El Plan también tiene a disposición, tanto de docentes como de alumnos, una variedad de herramientas didácticas, incluyendo unas guías para los alumnos y los profesores y un portal de internet, Gepeese¹⁷, diseñado específicamente con este fin. Este portal contiene recursos y herramientas multimedia como juegos y talleres de actividades y sirve de apoyo al programa, al tener un alcance más amplio, ya que intenta orientar no solo a los jóvenes sino también a sus padres.

Educación financiera para la jubilación y en el ámbito del seguro

Numerosos estudios y encuestas han puesto de manifiesto la falta de conciencia entre la población sobre la importancia del ahorro para la jubilación. Una gran parte de la población no ahorra para ese momento y quien lo hace, no lo hace en la cuantía suficiente.

Las reformas que se están llevando a cabo en España, con el fin de garantizar la sostenibilidad financiera del sistema, van en la línea de trasladar mayor responsabilidad a los ciudadanos en materia de ahorro a largo plazo y pensiones. La baja tasa de natalidad y el aumento de la esperanza de vida, unidas a la época de crisis, hace necesario concienciar a los individuos para que complementen la pensión pública que recibirán una vez jubilados. Por otro lado, los riesgos que más preocupan a los ciudadanos están relacionados con situaciones que tienen consecuencias económicas negativas, como puede ser la pérdida del empleo, así como aquellas con consecuencias físicas, como las enfermedades. Adquieren más relevancia los riesgos que tienen consecuencias, además de económicas, emocionales, como son los accidentes, la educación y el futuro de los hijos. Por tanto, contribuir a la mejora de la cultura aseguradora de los ciudadanos y la percepción social del seguro es también beneficioso para quien desee llevar a cabo una planificación financiera y familiar adecuada.

¹⁷ www.gepeese.es



En el marco del Plan, se trabaja con el objetivo de fomentar la divulgación de contenidos específicos sobre planes de pensiones, ahorro para la jubilación, y seguros e instrumentos de previsión social y se impulsan y se llevan a cabo actividades dirigidas a la educación financiera en estos ámbitos.

Fomento de la red de colaboradores del Plan

El Banco de España y la CNMV han trabajado durante los últimos años con el objetivo de colaborar con entidades u organismos, públicos y privados, que ya disponen de materiales de divulgación y educación financiera de calidad y que tienen diseñados o incluso en funcionamiento proyectos e iniciativas que incorporan, como elemento central o destacado, la educación y orientación financiera a determinados colectivos. El objetivo es lograr la máxima efectividad, por lo que hay que conseguir que estos materiales, herramientas y proyectos alcancen la adecuada difusión.

Por tanto, para mejorar la infraestructura de la educación financiera se está llevando a cabo un proceso de identificación de los proyectos existentes a nivel nacional, de forma que se logre la máxima eficacia y se eviten duplicidades en los trabajos de difusión. Este proceso también sirve para intercambiar experiencias con otros organismos o instituciones que están aplicando programas efectivos, para en su caso, aplicarlos.

Para ello es fundamental la coordinación y la consulta continuada y, en la medida de lo posible, una puesta en común de recursos didácticos. Estos esfuerzos de coordinación y consulta tienen como finalidad:

- Un mayor alcance del público objetivo y, por tanto, mayor impacto de las iniciativas y de los mensajes.
- Un intercambio de prácticas exitosas o no exitosas: aprender unos de otros.
- Un intercambio de recursos, que maximizará su uso a un coste bajo.

Si bien la participación de entidades privadas o no gubernamentales es fundamental para promover y difundir la educación financiera y para la implementación de las estrategias nacionales de educación financiera (aporta recursos, experiencia, público objetivo e integran educación financiera-inclusión financiera), el hecho de que tengan intere-



ses comerciales hace que haya que enfrentarse a varios retos y riesgos. Entre otros, se encuentra la ausencia de coordinación entre las actividades llevadas a cabo por las entidades privadas y las promotoras de las estrategias nacionales de educación financiera, los conflictos de interés que se originan entre las actividades educativas y comerciales, el riesgo de centrar las actividades formativas en los clientes potencialmente más beneficiosos, la falta de evaluación de las iniciativas, etc.

En este sentido el Plan de Educación Financiera está trabajando en la adopción de unos principios o códigos de conducta que, bajo la pauta de los aprobados en el ámbito de la OCDE, minimicen los conflictos de interés de cualquier iniciativa o proyecto privado de educación financiera, y cuyas recomendaciones serán asumidas por él.

Consolidación de la marca finanzasparatodos

Durante el año 2011, con el objetivo de difundir y dar a conocer el Plan de Educación Financiera y el portal www.finanzasparatodos.es, se impulsó el fomento y la presencia del Plan en redes sociales y buscadores de Internet, se realizaron intervenciones en diversos medios de comunicación y se llevó a cabo una campaña publicitaria de alcance nacional. Los resultados de la acción publicitaria fueron muy positivos ya que aumentaron de manera significativa las visitas a la página web.

Actualmente, uno de los retos del Plan es el diseño de una estrategia sostenida, no puntual, de presencia social, que promueva el conocimiento, por parte del público, de la existencia y objetivos del Plan de Educación Financiera. Para que el proyecto Finanzasparatodos se convierta en el referente español para la educación financiera, es necesario que los ciudadanos sean conscientes de su existencia, de su utilidad y de la neutralidad de sus planteamientos, garantizada por el carácter público de los organismos que lo impulsan.

Para lograr estos objetivos, se utilizan los elementos de divulgación social necesarios para dar mayor cobertura, exposición y visibilidad a la imagen de marca Finanzasparatodos y a las acciones llevadas a cabo en el marco del Plan.

El objetivo es que más usuarios consulten o naveguen por la página web, con el resultado de que se produzca un incremento de los conocimientos o habilidades financieras de la población.



Otras actividades formativas

Al margen de las actuaciones anteriores, el Plan de Educación Financiera lleva a cabo numerosas actividades formativas e informativas. Entre estas acciones, cabe destacar las siguientes:

- (i) Elaboración de una colección de fichas impresas sobre «Consejos básicos de economía familiar», que se difundieron ampliamente mediante encartes en prensa y revistas y se pusieron a disposición de los consumidores financieros en lugares de acceso público, como en las sucursales de algunas entidades financieras colaboradoras, en las oficinas de consumo y en otros puntos específicos (caso de determinadas redes de locutorios).
- (ii) Labores divulgativas consistentes en la participación en multitud de encuentros y eventos de contenido social, tanto a nivel nacional (en ferias, seminarios y congresos) como en foros más profesionales, especializados en compartir experiencias e iniciativas a nivel internacional.

Investigación y evaluación

Para que se lleven a cabo adecuadas estrategias nacionales en el ámbito de la educación financiera, los expertos aconsejan identificar las necesidades reales de la población a través de análisis de los sectores poblacionales y de herramientas demoscópicas, y de encuestas nacionales.

Estas encuestas sobre cultura financiera ayudan a identificar las áreas de conocimiento que hay que reforzar y a establecer la base sobre la que medir la efectividad de los programas de educación financiera y la mejora, con el paso del tiempo, de los conocimientos y habilidades de la población.

Como ya se ha mencionado anteriormente, las encuestas llevadas a cabo en numerosos países de la OCDE concluyen, en todos los casos, que los niveles de cultura financiera son muy bajos. En España, hasta la fecha, se han realizado varios estudios por parte de asociaciones profesionales o de consumidores que revelan que el nivel de conocimiento financiero de la población española es todavía deficiente¹⁸.

¹⁸ Las encuestas llevadas a cabo por la Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros de España (ADICAE), en 2007, y las realizadas por el Observatorio INVERCO, de la Asociación de Instituciones de Inversión



Algunos estudios o encuestas internacionales que arrojan como resultado la falta de cultura financiera, también explican cómo se distribuye ésta dentro de la población. Destaca el estudio de Atkinson y Messy (2012)¹⁹, realizado con 14 países, que evidencia que (i) las mujeres tienen niveles más bajos de conocimiento que los hombres; (ii) los mejores resultados se dan entre personas de 35 a 60 años (los jóvenes aún tienen poca experiencia y los adultos mayores ven cómo la evolución del mercado los deja con conocimientos atrasados, además de presentar mayores limitaciones en habilidades cognitivas); (iii) los individuos con mayor nivel de ingresos demuestran mayores conocimientos; (iv) y, los individuos con mayor nivel educativo obtienen un mayor desempeño.

Lusardi (2008)²⁰ explica que las carencias de los ciudadanos en relación con el manejo de las finanzas tienen que ver con su reducida capacidad para realizar cálculos numéricos simples y con el desconocimiento de conceptos básicos tales como interés simple y compuesto, diferencia entre valores reales y nominales o diversificación de riesgos.

El Programa de Actividades 2013-2017 del Plan de Educación Financiera contempla la realización de una encuesta a nivel nacional que, cumpliendo los estándares recomendados por la OCDE, permitirán realizar en los próximos años un seguimiento de los progresos de la cultura financiera de la población adulta.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La evolución reciente de nuestra sociedad se caracteriza por una creciente complejidad de las relaciones financieras de los individuos y de las empresas, así como de los productos y servicios financieros que se ofrecen, lo que está poniendo de manifiesto la importancia de prestar atención a la educación financiera de los ciudadanos, consumidores y demandantes, actuales o potenciales, de tales productos y servicios.

Colectiva y Fondos de Pensiones y por la CEACCU (Confederación Española de Organizaciones de Amas de Casa, Consumidores y Usuarios), ambas en 2010, revelan que el nivel de conocimiento financiero de la población es bajo.

¹⁹ Atkinson, Adele, y Messy, Flore-Anne (2012). «Measuring Financial Literacy: Results of the OECD/International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study». OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions N° 15.

²⁰ Lusardi, Annamaria, (2008). «Financial Literacy: An essential tool for Informed Consumer Choice? Working paper, National Bureau of Economic Research.



El Banco de España y la CNMV asumieron en 2008 la responsabilidad de impulsar el primer proyecto de educación financiera con vocación generalista en nuestro país. El Plan tenía y tiene como objetivo mejorar la cultura financiera de la población, a fin de que los ciudadanos estén en condiciones de afrontar el nuevo contexto financiero con suficiente confianza. Se trata de una iniciativa enfocada a la generalidad de la población, sin exclusión de ninguno de sus segmentos, pues se entiende que todos los ciudadanos, de una u otra manera, deben enfrentarse a la gestión personal de sus recursos financieros. El Plan está asentado en tres pilares básicos:

- El primero es un **Portal de Educación Financiera** (www.finanzasparatodos.es) cuya pretensión es convertirse en el sitio de referencia para los ciudadanos en materia de educación financiera y complementar así las secciones de atención al público e información y las aulas virtuales que contienen las *webs* del Banco de España y de la CNMV.
- El segundo pilar del Plan es la colaboración con las autoridades educativas para la **inclusión de la educación financiera en el sistema docente**, en el entendimiento de que la actuación temprana es la más eficaz. En este sentido es destacable la firma de un Convenio de colaboración con el Ministerio de Educación para desarrollar un programa de Educación Financiera en tercer y cuarto curso de Enseñanza Secundaria Obligatoria, así como el logro de la inclusión de la competencia financiera en los currícula de primaria y secundaria.
- El tercer y último pilar es el fomento de convenios de colaboración con instituciones, públicas y privadas, y agentes sociales relacionados de una u otra manera con la educación financiera, para actuar en diferentes áreas a través de programas formativos, contribuciones al Portal *finanzasparatodos.es* y enlaces desde éste a sus páginas webs corporativas.

Nadie duda hoy de la importancia que la educación financiera ha ido adquiriendo en el actual entorno económico y social como elemento fundamental de la protección del consumidor financiero y de que es necesario seguir impulsándola desde los organismos públicos y privados, con la colaboración de todos los agentes e instituciones financieras.

En este sentido, las estrategias de educación financiera deben estar alineadas con los principios regulatorios y, especialmente, con los relativos a la transparencia, en el bien entendido de que, en lo relativo a la protección del consumidor, el objetivo a perseguir



es común. No obstante, hay que tener en cuenta que la educación financiera despliega sus efectos en el medio y largo plazo, que es cuando realmente consigue cambiar hábitos en los ciudadanos de modo que estos sean capaces de tomar decisiones financieras razonables y adaptadas a sus circunstancias.



LA REGULACIÓN DEL ANÁLISIS FINANCIERO Y LAS RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

Dña. Elvira Rodríguez
Presidenta de la CNMV

1. INTRODUCCIÓN

Las recomendaciones de inversión constituyen una información de gran valor por su incidencia en el proceso de formación de los precios y su contribución a la eficiencia de los mercados de valores. Por este motivo deben regirse por una serie de normas que garanticen su transparencia y objetividad.

La necesidad de disponer de una buena regulación en este campo es mayor, si cabe, porque el análisis financiero independiente y de calidad puede contribuir significativamente al crecimiento del mercado si proporciona una amplia cobertura en términos de valores y emisores. Esto es especialmente importante en un momento como el actual, en el que se echa de menos, especialmente en Europa, una mayor participación de los mercados en la financiación de las actividades empresariales, fuertemente dependiente de la financiación bancaria.

En este artículo se pretende resumir las líneas maestras de la regulación española en relación con el análisis financiero y las recomendaciones de inversión. También se da cuenta de algunos cambios que podrían afectar al análisis financiero como consecuencia de la reciente revisión de las grandes directivas europeas del mercado de valores, en particular de la Directiva de Abuso de Mercado y de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros.



Con carácter previo, en el apartado 2 se revisan las principales aportaciones de la literatura académica al estudio del impacto de los analistas financieros en los mercados y, sobre todo, del impacto de los cambios reguladores sobre el mercado, los inversores, los emisores y los propios analistas. Los resultados de estos trabajos son de interés, puesto que aportan evidencia, obtenida de modo riguroso, sobre los beneficios y costes de la regulación.

La descripción del marco normativo en vigor en nuestro país se realiza en el apartado 3. La regulación del análisis financiero está contenida, por una parte, en la normativa sobre abuso de mercado y, por otra, en las normas de conducta específicamente aplicables a las entidades proveedoras de servicios de inversión. En ambos casos, la normativa española emana fundamentalmente de la europea. Habida cuenta del destacado papel que desempeñan las entidades proveedoras de servicios de inversión en la provisión de análisis financiero, el primer punto de este apartado hace hincapié en la definición legal de esta actividad, que no debe confundirse con la del servicio de asesoramiento personalizado en materia de inversión, que también pueden prestar dichas entidades.

El apartado 3 concluye con una referencia al debate generado en torno a la remuneración *en paquete* de los servicios de análisis suministrados a los gestores de carteras por parte de intermediarios que también les proporcionan servicios de inversión, especialmente los de ejecución de órdenes. En su informe de asesoramiento a la Comisión Europea sobre el desarrollo mediante actos delegados de la nueva normativa sobre mercados de instrumentos financieros, emitido el pasado mes de diciembre, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) trata esta práctica, muy extendida en el ámbito de la gestión individualizada de carteras, pero también en el de la inversión colectiva, como un incentivo relacionado con la prestación de un servicio de inversión. La nueva normativa europea no permite, con carácter general, este tipo de incentivos cuando se prestan los servicios de gestión discrecional de carteras o de asesoramiento independiente en materia de inversión.

Finalmente, el apartado 4 destaca el papel de los folletos informativos como fuente de información para el análisis financiero en las emisiones de valores y en las ofertas públicas de venta. La normativa en esta materia, complementada por directrices emitidas por ESMA, asegura en el folleto una estructura y un contenido informativo que pueden ser muy útiles para los analistas financieros.

El artículo se cierra con un breve apartado de conclusiones.



2. EL ANÁLISIS FINANCIERO EN LA LITERATURA ACADÉMICA

La literatura financiera académica se ha ocupado extensamente de cómo los analistas, con sus informes y previsiones de resultados influyen en los mercados financieros aportando nueva información. En artículos como Crichfield et al. (1978); Givoy y Laknosishok (1979) o Stickel (1992), se encuentra evidencia de cómo las revisiones en las opiniones de los analistas sobre emisores, especialmente, si éstas eran negativas, tenían un reflejo en los precios de los valores de dichos emisores en forma de retornos anormales. La investigación académica también se ha ocupado ampliamente de analizar el efecto de las medidas reguladoras adoptadas en este campo, especialmente en Estados Unidos. Estas medidas han sido motivadas, básicamente, por dos tipos de problemas: la difusión a los analistas de información por parte de los emisores antes de hacerla pública para el mercado en su conjunto y los conflictos de interés, especialmente los suscitados en las entidades financieras que prestan servicios de análisis para sus inversores y realizan al mismo tiempo otras actividades por cuenta del emisor o por cuenta propia.

La regulación del análisis financiero destinada a evitar el problema de la información selectiva por parte de los emisores se inicia en Estados Unidos en el año 2000 con la publicación por parte de la Securities and Exchange Commission (SEC) de la denominada *Fair Disclosure Regulation* (FDR)¹. Antes de promulgarse esta regulación, gran parte de la información de que disponían los analistas provenía directamente de los directivos de las empresas emisoras y en muchas ocasiones era información reservada. Esta forma de proceder impedía que cualquier inversor pudiera participar en el mercado en igualdad de condiciones. La posibilidad de que los analistas disfrutasen de una ventaja informativa era vista por la SEC como un riesgo para la confianza del público en la integridad de los mercados de capitales. En el ámbito académico, Easley y O'Hara (2004) mostraron evidencia de que el mercado demandaba una mayor tasa de rendimiento para los valores de los emisores en los que ciertos inversores disponían de información privada, lo que venía a refrendar la posición de la SEC.

Esta regulación supuso la prohibición de desvelar información material de forma selectiva a ciertos inversores y analistas y estableció la obligación de que los emisores, siempre que desvelaran información material, lo hicieran de forma totalmente pública. Sin

¹ El 15 de agosto del año 2000, se adoptó la versión final de la FDR mediante el Exchange Act Realease 33-7881. La regulación entró efectivamente en vigor el 23 de octubre de 2000.



embargo, se les permitió seguir difundiendo información inmaterial de forma discrecional. El principal objetivo de la regulación era establecer un marco de igualdad de oportunidades para todos los inversores, pensando especialmente en los inversores minoristas. Sin embargo, algunos analistas señalaron que su implantación iba a suponer una reducción de la información total disponible en el mercado. Se argumentaba, como razón principal, que determinadas empresas, especialmente las de pequeño tamaño y las dedicadas al sector tecnológico, solo transmitirían información sensible si esta no era totalmente pública.

A raíz de la puesta en marcha de la FDR, diversos autores trataron de medir su efecto en el mercado. Así, el artículo de Bushee et. al. (2004) analizó como habían cambiado la volatilidad de los precios y el volumen contratado de las acciones cuyos emisores realizaban reuniones privadas con analistas con anterioridad a la promulgación de la norma y que, tras la regulación, pasaron a realizarlas de forma totalmente abierta. Sus resultados ponen de manifiesto un aumento de la volatilidad de las acciones y una disminución del volumen contratado. Estos autores atribuyeron estos cambios a un aumento en la información disponible para todos los tipos de inversores presentes en el mercado. Otros autores, como Chiyachantana et al. (2004), realizaron un análisis donde se estudiaba el comportamiento de los inversores minoristas y mayoristas antes y después de la puesta en marcha de la FDR. Estos autores concluyeron que, en comparación con la etapa pre-FDR, los segundos habían disminuido su participación en los momentos previos a los anuncios de resultados, mientras que los inversores minoristas la habían aumentado. Estos comportamientos los interpretaron como una señal de que la información era menos asimétrica en el mercado, lo que ayudaba a que los inversores minoristas pudieran participar en condiciones de mayor igualdad. Posteriormente, otros artículos como Ke et al. (2008) o Bhjaraj et al. (2012) muestran también evidencia de que la FDR habría ayudado a crear un mercado donde el acceso a la información se realiza en una mayor igualdad de oportunidades.

Otros autores analizaron los incentivos de las empresas a proveer al mercado con una mayor o menor cantidad de información una vez la FDR entró en vigor. Diversos artículos, entre ellos los de Ahmed y Schneible (2007) y Wang (2007), encontraron evidencia de que la cantidad de información que los emisores ponían a disposición del mercado dependía crucialmente de las características del propio emisor. Así, encontraron que los pequeños emisores y los emisores cuyo modelo de negocio presentaba un alto contenido tecnológico tendieron a limitar la difusión de información al mercado. En el caso de los emisores de pequeño tamaño, este resultado se asocia con el elevado coste de la provisión de información a todo el mercado. En cambio, para los emisores del sector tecnoló-



gico, la limitación se asocia, principalmente, con una elevada sensibilidad de la información y el deseo de evitar que ésta sea conocida por sus competidores.

Una tercera línea de investigación se centró en el impacto de la FDR en el comportamiento de los propios analistas. La regulación tuvo como primera implicación que los análisis tuvieran un menor acceso a información restringida. Este hecho fue estudiado en artículos como los de Irani y Karamanou (2003), Francis et al. (2006), Gomes et al. (2007) y Herrmann et al. (2008). Los resultados de estos trabajos no son totalmente concluyentes pero proporcionan evidencia de que se redujo la precisión de las previsiones sobre los resultados de los emisores y de que aumentó su dispersión. Además, ponen de relieve que disminuyó el número de emisores cubiertos por los analistas al haber aumentado el coste de seguimiento de cada emisor. La disminución fue especialmente significativa para los emisores de baja capitalización.

Por tanto, como se apunta en Koch et al. (2013), la introducción de la FDR ha supuesto la creación de un mercado donde los inversores disponen de acceso a la información provista por los emisores de una manera más igualitaria. Al mismo tiempo, podría haber dado lugar a un aumento del coste de capital para los emisores, especialmente para los de baja capitalización, debido a que los inversores habrían dispuesto de menos información sobre las compañías tras la regulación. La reducción de la información disponible provendría, a su vez, del encarecimiento tanto del coste de difundir información al mercado para las compañías como del recorte en el número de empresas cubiertas por parte de los analistas.

Como se ha señalado anteriormente, la FDR no prohíbe totalmente el contacto de los analistas con los representantes de los emisores. Estos contactos se pueden mantener siempre que sean informales y que en ellos los analistas no obtengan información material. En los últimos años, algunos autores, por ejemplo Green et al. (2014), han estudiado si este tipo de contactos permiten a los analistas realizar unas recomendaciones más informativas y unas predicciones sobre resultados más precisas. Estos autores encuentran evidencia de que los analistas que acuden a estas reuniones obtienen información que se puede considerar como valiosa, lo que se traduce en que pueden realizar previsiones sobre beneficios y recomendaciones más precisas. Estos últimos resultados podrían abrir el debate sobre la necesidad de extender la FDR a todo tipo de contacto entre emisores y analistas y no solo a aquellos en los que se transfiere información material.

En cuanto a los conflictos de interés motivados por la simultaneidad del análisis financiero con otras actividades en los intermediarios financieros, la literatura económica



también aporta evidencia empírica sobre su relevancia. Así, por ejemplo, Dugar y Nathan (1995), Lin y McNichols (1998) y Krigman et al. (2001), que analizaron el caso de entidades financieras que emitían opiniones y prestaban un servicio de aseguramiento en la colocación de emisiones de renta fija, pusieron de manifiesto que estas entidades tenían un incentivo a emitir opiniones muy favorables sobre las emisiones que ellas mismas aseguraban.

Los incentivos al conflicto de interés han llevado a que tanto la Unión Europea como los Estados Unidos adoptaran durante la pasada década diferentes formas de regulación que afectan al análisis financiero. En el primer caso la regulación se introdujo a través de la Directiva de Abuso de Mercado (MAD)² y de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)³. En el segundo caso, el impulso se produjo con el denominado *Global Analyst Research Settlement*, un acuerdo vinculante entre la SEC, la National Association of Securities Dealers (NASD) y la Bolsa de Nueva York (NYSE), por un lado, y los diez bancos de inversión más importantes de Estados Unidos, por otro, que cerró en abril de 2003 una actuación sancionadora. Además de comportar fuertes multas y compensaciones a los inversores, el acuerdo impuso a las entidades la obligación de implantar determinadas medidas para prevenir los conflictos de interés entre las actividades de análisis y banca de inversión, fomentar el análisis realizado por terceros independientes y promover la educación financiera. Los dos mercados norteamericanos de acciones más importantes adoptaron también regulaciones destinadas a prevenir este tipo de conflictos, especialmente en relación con las salidas a bolsa (NASD Rule 2711 y la NYSE Rule 472).

El objetivo principal, tanto de la regulación europea como de la norteamericana, es establecer un marco donde los conflictos de interés sean menos probables. Para ello obligaron a las entidades de crédito y bancos de inversión a separar mediante murallas chinas sus departamentos de banca y análisis. Además de eso, sus presupuestos estarían separados y los analistas del departamento de análisis no podrían participar en las reuniones con inversores realizadas por el departamento de banca.

La literatura académica ha estudiado profusamente las consecuencias de estos cambios regulatorios en Estados Unidos. En menor medida se han estudiado sus consecuencias

² Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

³ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.



en Europa. Así, Kadan et. al. (2009) realiza un exhaustivo análisis de esta literatura para el caso de Estados Unidos. En este artículo se señala como los conflictos de interés eran uno de los principales determinantes de las recomendaciones excesivamente optimistas de los analistas antes de la introducción de la regulación. Tras su puesta en marcha, se detecta como las recomendaciones tendieron a ser más neutrales. Los autores interpretan esta evidencia empírica como un síntoma de que la regulación ha sido efectiva a la hora de mitigar los conflictos de interés de los departamentos de análisis de las entidades financieras.

Resultados previos de otros autores habían apuntado en la misma línea. Así, en Barber et. al. (2006) también se obtiene evidencia empírica de que, tras la adopción del *Global Settlement*, las recomendaciones de los analistas dejaron de ser tan favorables para convertirse en más neutrales. La corrección de este sesgo ha tenido implicaciones importantes para los inversores. Aunque la existencia de un sesgo optimista era conocida, no todos los inversores lo tenían en cuenta a la hora de valorar las recomendaciones de los analistas. Autores, como Boni y Womack (2002), Malmendier y Shanthikumer (2007) o De Franco et al. (2007) mostraron como los inversores minoristas no ajustaban las recomendaciones de los analistas al sesgo existente. Esto permitía a los inversores institucionales, que sí ajustaban por el sesgo, extraer una renta extra proveniente de los inversores minoristas.

En un artículo reciente, Hofer y Oehler (2014) han estudiado si la introducción de la regulación europea (MAD y MiFID) ha paliado el conflicto de interés en las entidades financieras de la UE. Sus conclusiones apuntan a que, efectivamente, la regulación ha logrado mitigar en parte el problema, pero proponen extender la regulación para evitar en mayor medida los conflictos de interés.

3. LA REGULACIÓN ESPAÑOLA

3.1. La distinción entre análisis financiero y asesoramiento en materia de inversión

De acuerdo con el artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores (LMV), el análisis financiero es uno de los servicios auxiliares que pueden prestar las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito. En concreto, el punto 2. e) de este artículo define este servicio como la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instru-



mentos financieros y entiende que esta definición incluye «...cualquier información que, sin tener en cuenta las circunstancias personales concretas del cliente al que vaya destinada, recomiende o proponga una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre los emisores de instrumentos financieros, incluyendo cualquier dictamen sobre el valor o el precio actual o futuro de tales instrumentos, siempre que la información esté destinada a los canales de distribución o al público y que se cumplan las siguientes condiciones:

- i) *Que el informe de inversión se califique como tal, o como análisis financiero o cualquier término similar a estos, o bien, se presente como una explicación objetiva e independiente de aquellos emisores o instrumentos sobre los que efectúen recomendaciones.*
- ii) *Que, cuando la recomendación se haga por una empresa de servicios de inversión a un cliente no constituya asesoramiento en materia de inversión.»*

Resulta por tanto fundamental distinguir la figura del análisis financiero del asesoramiento en materia de inversión, que es un servicio de inversión que consiste en la presentación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión o de la entidad de crédito, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos⁴.

En relación con las diferencias entre ambos servicios, conviene destacar en primer lugar que el asesoramiento en materia de inversión es una actividad reservada: ninguna persona o entidad puede desarrollarla con carácter profesional o habitual sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos. Se entiende a estos efectos que concurre la característica de habitualidad cuando las actividades vayan acompañadas de actuaciones comerciales, publicitarias o de otro tipo, tendentes a crear relaciones de clientela, o se basen en la utilización de relaciones de clientela o interés de otro origen. Se entiende que concurre la característica de la profesionalidad cuando las actividades sean realizadas a clientes en general y de forma remunerada.

En consecuencia, solo las empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias de valores, sociedades gestoras de carteras y empresas de asesoramiento finan-

⁴ Artículo 63 1.g) de la LMV.



ciero), las entidades de crédito y las sociedades gestoras de IIC autorizadas pueden prestar este servicio.

En cambio, el análisis financiero no constituye una actividad reservada, por lo que otras entidades o personas podrán realizarla, además de las detalladas en el párrafo anterior. En cualquier caso, con independencia de que no sean entidades autorizadas para prestar servicios de inversión, están igualmente sujetas a las obligaciones legales a las que se hará referencia en el subapartado 3.2, que se derivan de la normativa sobre abuso de mercado.

En segundo lugar, las características fundamentales que las diferencian son el carácter personalizado del asesoramiento frente al general del análisis y el carácter necesariamente más específico de las recomendaciones bajo el ámbito del asesoramiento.

En efecto, el asesoramiento implica que las recomendaciones deben ser personales, es decir que se presenten como idóneas para una persona, basándose en una consideración de sus circunstancias personales y deberán consistir en una recomendación para realizar alguna operación concreta sobre un instrumento financiero específico. Por su parte, el análisis, como ya se ha puesto de manifiesto, no tiene en cuenta las circunstancias personales concretas del cliente y la información está destinada a los canales de distribución o al público. Adicionalmente, puede referirse a una estrategia de inversión sobre emisores financieros o constituir una opinión sobre el valor o el precio actual o futuro de algún instrumento financiero sin que deba referirse a una operación concreta sobre un producto específico.

3.2 Las recomendaciones en la normativa sobre abuso de mercado

En nuestro país, el marco normativo actual está definido por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) y su desarrollo en materia de abuso de mercado a través del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre (RD 1333/2005)⁵. A partir del 3 de julio de 2016, el marco regulador vendrá determinado por el Reglamento (UE) N° 596/2014 sobre el abuso de mercado (MAR)⁶, en cuyo desarrollo trabaja la Autoridad

⁵ Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

⁶ Reglamento (UE) N° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.



Europea de Valores y Mercados (ESMA), que el 15 de julio de 2014 sometió a consulta pública un documento a partir del cual se elaborarán los estándares técnicos relativos a las disposiciones del MAR en esta y otras materias⁷.

La LMV⁸ atribuye a todas las entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones de inversión una serie de obligaciones que cabe situar en dos coordenadas. Por una parte, en el ámbito de las normas de conducta, cuando precisa que «deberán comportarse de forma leal e imparcial», y por otra, en un ámbito más formal, cuando señala que deberán «dejar constancia en lugar destacado» de algunos posibles conflictos de interés.

El RD 1333/2005 acota el concepto de recomendación de inversión como «toda información destinada al público, relacionada con uno o varios valores o instrumentos financieros o con los emisores de éstos, incluido cualquier informe sobre el valor presente o futuro o sobre el precio de dichos instrumentos, que aconseje o sugiera una estrategia de inversión»⁹. Entendiendo por informes de este último tipo los siguientes: 1) los elaborados por analistas independientes, empresas de inversión, entidades de crédito u otras personas cuya actividad principal sea la elaboración de recomendaciones, así como por personas físicas que trabajen para cualquiera de los anteriores, que directa o indirectamente expresen una recomendación de inversión concreta sobre un instrumento financiero o un emisor y 2) los elaborados por personas diferentes a las anteriores que recomienden directamente una decisión de inversión concreta respecto a un instrumento financiero.

El Real Decreto establece dos regímenes generales, el primero referido a la elaboración de recomendaciones de inversión¹⁰, y el segundo a la difusión de recomendaciones elaboradas por terceros¹¹. El MAR no supone un cambio sustancial respecto a este enfoque¹². Sin embargo, mientras bajo la normativa actual los sujetos sometidos a estas obligaciones son las personas físicas o jurídicas que elaboren o difundan recomendaciones en el ejercicio de su profesión (en adelante, «personas relevantes»), el Reglamento

⁷ Consultation Paper. Draft Technical Standard on the Market Abuse Regulation. Disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2014-809_consultation_paper_on_mar_draft_technical_standards.pdf.

⁸ Artículo 83.2 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores.

⁹ Artículo 10 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.

¹⁰ Artículos 10-13 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.

¹¹ Artículos 14-16 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.

¹² Artículo 20 del Reglamento UE N° 596/2014.



amplía su alcance a las personas que, no actuando en el ejercicio de su profesión, realicen directamente recomendaciones de inversión. Ambos marcos reguladores excluyen de su ámbito subjetivo a los periodistas siempre que estén sujetos a una normativa equivalente, incluidos los códigos deontológicos, si bien el MAR hace explícitas dos excepciones: cuando con la publicación o difusión se obtenga un beneficio directo o indirecto o cuando exista una intención manipulativa¹³.

Las obligaciones que establece la regulación actual se gradúan en función de la naturaleza de la persona que elabora o difunde la recomendación. Así, se establecen unas obligaciones generales para todas las «*personas relevantes*», a las que se añaden otras para un subgrupo integrado por analistas independientes, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, cualquier otra persona cuyo principal trabajo sea la elaboración o difusión de recomendaciones de inversión o cualquier persona física que trabaje para ellos (en adelante, «*analistas financieros*»). Estas obligaciones añadidas se imponen a este colectivo siguiendo un enfoque de proporcionalidad sustentado en el riesgo que presenta su actividad para la integridad del mercado y la protección de los inversores. El documento a consulta de ESMA promueve el mismo criterio, pero aboga por incluir también en este subgrupo a aquellos expertos que, sin pertenecer a ninguno de los colectivos profesionales mencionados anteriormente, tienen experiencia financiera o son percibidos como tales por los participantes del mercado, y proponen reiteradamente recomendaciones de inversión. En cualquier caso, el fin que subyace en la imposición de estas obligaciones, que se citan en los párrafos siguientes sin un ánimo exhaustivo, es garantizar que las recomendaciones de inversión se presenten de un modo imparcial y que se revelen los intereses financieros y los conflictos de interés que podrían menoscabar su objetividad.

Con respecto al propósito de garantizar su presentación imparcial, el régimen de elaboración de recomendaciones de inversión exige a las «*personas relevantes*» observar una serie de requisitos de contenido¹⁴. Entre éstos se incluye la identificación de la persona responsable, la mención de la autoridad supervisora competente (cuando se trate de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de crédito) y una diferenciación clara entre los hechos y las interpretaciones, estimaciones u opiniones. Las recomendaciones deben ser fundadas y, en caso de que así se les requiera, las «*personas relevantes*» deberán estar en condiciones de explicarlas de modo razonable ante la CNMV. Los

¹³ Artículo 21 del Reglamento UE N° 596/2014.

¹⁴ Artículos 10 y 11 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.



«*analistas financieros*» están sujetos, además, a otras obligaciones¹⁵, entre las que se encuentran: precisar si la recomendación se ha revelado al emisor y corregido antes de su difusión; explicar el significado de cualquier recomendación; señalar su horizonte temporal y advertir sobre los riesgos, así como indicar la frecuencia prevista de actualización y la fecha de la primera recomendación.

Con la misma finalidad, en el régimen de difusión de recomendaciones elaboradas por terceros, las obligaciones generales exigen a quienes divulguen recomendaciones de terceros indicar la identidad de la persona responsable, señalar las modificaciones importantes realizadas sobre la recomendación original y, cuando la difusión tenga lugar mediante un resumen, asegurarse de que éste no sea engañoso¹⁶. Las normas adicionales obligan además, a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito que difundan recomendaciones de un tercero, a notificar a la autoridad supervisora competente y a aplicar las normas previstas en el régimen de elaboración de recomendaciones tanto cuando la recomendación original no hubiera sido difundida anteriormente, así como cuando ésta se modifica de manera importante¹⁷.

Con respecto al propósito de revelación de intereses financieros y conflictos de interés, el régimen de elaboración de recomendaciones de inversión introduce normas generales cuyo objetivo es evidenciar aquellos que puedan resultar razonablemente accesibles para las personas encargadas de elaborar la recomendación, así como los conocidos por las personas que podrían tener acceso a la recomendación antes de su difusión¹⁸. Entre los requisitos adicionales para el subgrupo de «*analistas financieros*» se encuentran además: la obligación de revelar las participaciones significativas y otros intereses financieros importantes con el emisor, si se trata de un creador de mercado o proveedor de liquidez de los instrumentos financieros del emisor y si ha sido entidad directora o codirectora en los 12 meses previos de cualquier oferta pública del emisor¹⁹.

Finalmente, en el caso de recomendaciones no escritas, la regulación actual dispone que hagan referencia al lugar en el que la información exigida estará disponible.

¹⁵ Artículo 11 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.

¹⁶ Artículos 14 y 15 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.

¹⁷ Artículo 16 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.

¹⁸ Artículo 12 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.

¹⁹ Artículo 13 del RD 1333/2005 de Abuso de Mercado.



3.3. Requisitos organizativos y normas de conducta en el ámbito de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito

Considerando las especificidades del servicio de análisis y su posible impacto en el mercado, esta actividad está sometida a requisitos específicos en lo que respecta a la gestión de los posibles conflictos de interés por parte de los proveedores de servicios de inversión.

La LMV, desde su modificación en el año 2002²⁰, señala que las entidades que presten servicios de inversión deben adoptar medidas que impidan el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones y se eviten conflictos de interés. Así, el punto 1 del artículo 83 de la LMV señala que estas entidades están sujetas, entre otras, a las siguientes obligaciones:

- a) Establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas. En particular, deberán constituirse en áreas separadas, al menos, cada uno de los departamentos que desarrollen las actividades de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis.
- b) Establecer barreras de información adecuadas entre cada área separada y el resto de la organización; y entre cada una de las áreas separadas.
- c) Definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada.

Por otra parte, el punto 2 del mismo artículo establece que todas las personas, entidades y grupos de entidades que realicen, publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados, deberán comportarse de forma leal e imparcial, dejando constancia en lugar destacado en sus informes, publicaciones o recomendaciones de las vinculaciones relevantes, incluidas las relaciones comerciales, y de la participación estable que la entidad o el grupo mantenga o vaya a mantener con la empresa objeto del análisis.

²⁰ Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.



La Comisión Europea consideró oportuno en su momento, reforzar las obligaciones de las empresas que prestan servicios de inversión en lo que respecta a la gestión de los conflictos de interés cuando elaboran o difunden informes de análisis. En línea con lo anterior, la Directiva 2006/73/CE, que desarrolla la MiFID en el ámbito de los requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión²¹, establece en su exposición de motivos, que las medidas y acuerdos adoptados por una empresa de inversión para gestionar los conflictos de interés, que puedan surgir de la elaboración y divulgación de material que se presente como informes de inversiones, deben ser adecuados para preservar la objetividad e independencia de los analistas financieros y de los informes de inversiones que elaboran. Estas medidas y acuerdos deben garantizar que los analistas financieros disfruten de un grado adecuado de independencia frente a los intereses de las personas cuyas responsabilidades o intereses empresariales quepa razonablemente considerar que entran en conflicto con los intereses de las personas entre las cuales se divulgan los informes de inversiones.

Asimismo, la directiva citada considera que los analistas financieros no deben intervenir en actividades distintas de la preparación de informes de inversiones, cuando ello sea incompatible con el mantenimiento de su objetividad. A estos efectos entiende que resulta normalmente incompatible con el mantenimiento de la objetividad de esas personas lo siguiente: la participación en actividades bancarias de inversión, tales como la prestación de servicios financieros a las empresas y la suscripción de emisiones, presentaciones con vistas al lanzamiento de nuevos negocios, o giras promocionales con fines de información sobre nuevas emisiones de instrumentos financieros, u otro tipo de actuaciones relacionadas con la comercialización de emisiones de valores.

Estos principios se concretan en diversos requisitos que fueron traspuestos al ordenamiento jurídico nacional a finales de 2007²² y que se resumen a continuación:

²¹ Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

²² La trasposición de estos principios se realizó a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y fue completada mediante el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.



- (i) Los analistas financieros no pueden realizar operaciones personales o negociar por cuenta de cualquier persona, en relación con los instrumentos financieros a los que se refiera el informe de inversiones, si tienen conocimiento de las fechas de difusión o del contenido probable del informe y esos datos no se han hecho públicos o no se han revelado a los clientes ni pueden inferirse fácilmente de la información disponible, hasta que los destinatarios del informe hayan tenido una posibilidad razonable de actuar al respecto.
- (ii) Los analistas financieros tampoco pueden realizar operaciones personales con los instrumentos financieros a que se refieren dichos informes, o con instrumentos financieros conexos de modo contrario a las recomendaciones vigentes, salvo en circunstancias excepcionales y con la aprobación previa por escrito de un miembro del servicio jurídico o del servicio encargado del cumplimiento normativo.
- (iii) Las entidades que prestan servicios de inversión y los analistas financieros, no pueden aceptar incentivos de aquellas personas que tengan un interés relevante en el objeto del informe en cuestión, ni podrán comprometerse con los emisores a elaborar informes favorables.
- (iv) Cuando el borrador del informe sobre inversiones contiene una recomendación o bien un objetivo de precio, no se permite que los emisores o cualquier otra persona revise el borrador antes de la difusión pública del informe, con cualquier finalidad, salvo la de comprobar que la empresa cumple con sus obligaciones legales.

3.4. Desarrollo de MiFID II: posición de ESMA sobre la remuneración *en paquete* del análisis financiero y otros servicios por parte de los gestores de carteras individuales y de los gestores de IIC

La actividad de análisis financiero puede verse afectada por algunas de las disposiciones que desarrollarán la nueva directiva de mercados de instrumentos financieros, esto es, la Directiva 2014/65/UE (conocida como MiFID II)²³, aprobada el pasado año y que empezará a ser aplicada a partir de enero de 2017. ESMA presentó a finales del pasado año su informe final de asesoramiento técnico a la Comisión Europea en relación con

²³ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.



el desarrollo de la Directiva mediante normativa de segundo nivel²⁴ y en la actualidad sigue trabajando en la elaboración de estándares técnicos.

Una de las cuestiones que ESMA desarrolla en su asesoramiento técnico a la Comisión y que ha generado un considerable debate en la industria, es el tratamiento del análisis cuando las entidades que prestan servicios de inversión, especialmente en el caso de la gestión discrecional de carteras lo reciben de intermediarios que también ejecutan órdenes por cuenta de clientes de aquellas y se remunera a través de las comisiones de ejecución (*bundling comissions*). Es decir, la entidad que presta el servicio de gestión discrecional de carteras a clientes acuerda una comisión de ejecución con un bróker que a su vez le presta el servicio de análisis y esta comisión engloba tanto el coste de ejecución como de análisis.

Esta práctica, que está bastante extendida en el mercado, resulta ciertamente poco transparente y pudiera promover una asignación ineficiente de los precios a los distintos servicios prestados, en tanto que el precio repercutido por la realización del análisis depende del volumen de transacciones realizadas y no tiene vinculación con el coste real del servicio.

ESMA ha abordado esta cuestión en el ámbito del tratamiento de los incentivos, entendiendo que el análisis objeto de la práctica descrita constituye un beneficio no monetario relacionado con la prestación de un servicio de inversión. Conviene recordar al efecto que la MiFID II prohíbe la percepción de incentivos cuando se prestan los servicios de gestión discrecional de carteras y asesoramiento independiente, salvo que se trate de beneficios no monetarios menores (entre los que no cabe encajar el tipo de análisis específico que aporta un valor diferenciado y que es al que se refiere la práctica descrita), y en el caso de otros servicios de inversión los incentivos están permitidos siempre que aumenten la calidad del servicio y no entorpezcan el deber de la entidad de actuar en interés del cliente.

En el proceso de consulta pública llevado a cabo por ESMA con carácter previo a la remisión de su asesoramiento técnico a la Comisión Europea, gran parte de la industria expresó su disconformidad y preocupación ante el enfoque seguido por ESMA. La industria entendía mayoritariamente que el análisis no puede calificarse como un incen-

²⁴ Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. Disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf.



tivo y, por tanto, no debe estar sometido a las restricciones que MiFID II impone a los mismos. Numerosos participantes manifestaron que esta cuestión debería abordarse desde el punto de vista de los conflictos de interés y que ya existen actualmente procedimientos en uso, aludiendo a los denominados *commission sharing agreements* (CSA)²⁵, que en su opinión permiten gestionar adecuadamente los conflictos derivados de la práctica que nos ocupa. Algunos participantes sugirieron que este tratamiento del análisis podría tener, además, consecuencias negativas no intencionadas. Las que se han mencionado de forma recurrente son:

- Si el gestor de carteras tiene que soportar el coste del análisis de terceros, directamente no querría (o no podría en el caso de entidades pequeñas) absorber el coste o repercutírselo al cliente, incrementando de esta forma la comisión de gestión. En su lugar eliminarían el gasto en análisis de terceros, lo que derivaría en decisiones de inversión más pobres para las carteras gestionadas. Por otra parte, implicaría una barrera para las gestoras pequeñas mientras que las entidades grandes tienen más capacidad para absorber el coste del análisis externo o para desarrollar análisis interno.
- Ligado a la asunción anterior de que los gestores reducirían drásticamente el gasto en análisis de terceros, se mencionaba también que la cobertura de los análisis se vería igualmente reducida, como consecuencia de que el negocio de los intermediarios más pequeños y de los analistas financieros independientes resultaría insostenible. Esto podría afectar especialmente a la cobertura de pequeñas y medianas empresas que verían reducido su acceso al mercado de capitales y cuyas acciones experimentarían una mayor volatilidad y falta de liquidez.
- También se mencionaba la asimetría con la industria no europea, que no estaría sujeta al nuevo régimen, lo que redundaría en perjuicio de la industria europea, que sería menos competitiva si se le requiriese separar el coste de análisis del de ejecución y reflejarlo de forma explícita.

En el proceso de consulta pública también se puso de manifiesto el diferente tratamiento de esta cuestión en el ámbito de la gestión de los fondos de inversión (armonizados y alternativos), en el que esta práctica está permitida.

²⁵ Un CSA es un acuerdo entre un gestor de carteras y un bróker por el cual el segundo retiene una determinada proporción de la comisión de ejecución para remunerar directamente a los proveedores de análisis según las instrucciones recibidas del primero. Estas instrucciones pueden derivarse de un contrato previo entre el gestor y los proveedores de análisis.



ESMA introdujo algunos cambios en su asesoramiento técnico final a la Comisión Europea respecto al documento sometido a consulta pública con el objetivo de tener en cuenta las preocupaciones y los comentarios recibidos.

El informe final mantiene la postura inicial de ESMA en cuanto que considera que el análisis que las entidades reciben de los intermediarios a través de los que realizan operaciones y que se paga como parte de las comisiones de ejecución constituye un incentivo no monetario. La consideración de esta práctica como un incentivo no es algo novedoso, puesto que tanto el antiguo Comité Europeo de Reguladores de Valores como la Comisión Europea habían adoptado este enfoque en el ámbito de MiFID I. No obstante, ESMA admite que, bajo ciertas condiciones que permitiesen separar los cargos por ejecución y por análisis e informar adecuadamente a los clientes, el análisis recibido de los brókeres no constituiría un incentivo. En cambio, no considera que los CSA, mencionados por la industria, consigan por sí mismos estos objetivos, dado que permiten que el coste de análisis siga vinculado al volumen de transacciones y no garantizan una adecuada asignación individualizada del mismo entre las carteras gestionadas.

Siguiendo estas líneas, el informe final de ESMA propone a la Comisión que el análisis no se considere un incentivo cuando la entidad que lo reciba lo pague:

- Directamente, con cargo a sus propios recursos (la entidad podría decidir si incrementa o no la comisión de gestión o de asesoramiento que cobra a sus clientes).
- A través de una cuenta de pago de análisis separada controlada por la entidad, siempre que se cumplan, entre otras, las condiciones siguientes:
 - (i) Que la cuenta se nutra solo de importes cargados a los clientes por análisis, basados en un presupuesto y que estos no estén ligados al volumen o importe de las operaciones. Además, la entidad debería acordar con cada cliente el cargo por análisis y la frecuencia del mismo.
 - (ii) Que la entidad establezca un presupuesto de análisis sometido a controles y supervisión de la alta dirección adecuados para garantizar que se usa en el mejor interés del cliente.
 - (iii) Que evalúe regularmente la calidad del análisis adquirido tomando en consideración criterios de calidad robustos y la contribución del análisis a la mejora de las decisiones de inversión; la entidad debería ser capaz de demostrar que realiza este tipo de valoración por escrito, a través de un documento de políti-



ca que debería entregar a sus clientes. También debería contemplar como asignar de la manera más justa que sea posible los costes del análisis entre sus clientes, teniendo en cuenta, en su caso, la diversidad de las estrategias aplicables a distintos tipos de carteras.

- (iv) Que proporcione información individualizada a los clientes tanto ex-ante (importe presupuestado para la adquisición de análisis y la previsión del importe a cargar a cada cliente) como ex-post (información anual del importe cargado por análisis de terceros).

La CNMV, al igual que el resto de los supervisores nacionales que dieron su apoyo al informe de asesoramiento realizado por ESMA, consideran que este enfoque, si finalmente es aceptado por la Comisión Europea, incentivará a los gestores a buscar valor para su inversión en análisis y propiciará una mejora de la calidad del mismo. Además, la desvinculación del volumen de las transacciones y la mayor transparencia favorecerán que el precio cargado por la provisión de este servicio resulte más ajustado.

Por último, considerando que estas recomendaciones afectan únicamente a la gestión individualizada de carteras de clientes, en cuanto se trata de un servicio de inversión sujeto a MiFID II, ESMA ha trasladado a la Comisión Europea la conveniencia de alinear el tratamiento de esta cuestión en la gestión colectiva (tanto para la gestión de fondos de inversión armonizados como alternativos), dado que se trata en esencia de actividades que presentan muchas similitudes. Se pretende con ello garantizar el mismo tratamiento a los distintos tipos de gestores de activos. Como se ha indicado, la práctica de remunerar el análisis recibido a través de las comisiones de ejecución también está ampliamente extendida en el ámbito de la gestión colectiva.

4. LOS FOLLETOS INFORMATIVOS COMO FUENTE DE INFORMACIÓN EN EL ANÁLISIS FINANCIERO

La publicación de la información necesaria para tomar decisiones de inversión en los mercados de valores promueve, junto con las normas de conducta, la protección de los inversores y una asignación eficiente de los recursos económicos. La información es un medio necesario para conseguir la confianza en los mercados y contribuye, por lo tanto, a su desarrollo y buen funcionamiento. Cuando se colocan valores entre el público o se admiten a negociación en un mercado regulado, el medio de proporcionar esta información es la publicación de un folleto informativo.



La norma europea de referencia en materia de folletos es la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 (Directiva de Folletos)²⁶ que armonizó los requisitos para su elaboración, aprobación y distribución cuando se ofrecen valores al público o se admiten a cotización en un mercado regulado situado en un Estado miembro de la Unión Europea. Dicha directiva se ha desarrollado mediante el Reglamento CE 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004²⁷, que define los requisitos mínimos de información en función del tipo de emisor y de los valores. ESMA actualizó en marzo de 2011 un documento previo de CESR con recomendaciones destinadas a promover una implantación consistente del Reglamento²⁸.

Los folletos informativos contienen información sobre los valores, el emisor y, en su caso, la oferta. La información relativa al emisor es útil para poder llevar a cabo análisis financiero, especialmente los apartados relativos a información financiera seleccionada; análisis operativo; recursos financieros; información financiera relativa al activo y el pasivo del emisor, posición financiera y pérdidas y ganancias, estados pro-forma, en su caso; declaraciones sobre el capital circulante y sobre capitalización y endeudamiento.

El apartado ‘Información financiera seleccionada’ debe resumir la información financiera histórica clave para cada período cubierto en el folleto, incluida la información intermedia. Los datos concretos que seleccione el emisor dependerán de sus circunstancias específicas, tales como su área de actividad, sector industrial, principales magnitudes de sus estados financieros, tipo de valor a emitir, etc. Esta información debe ser clara, relevante y capaz de poder ser reconciliada con los estados financieros.

En ‘Análisis operativo y financiero’ debe describirse la situación financiera del emisor, los cambios de esa situación financiera y los resultados de las operaciones, incluyendo las causas de los cambios importantes respecto al año anterior, todo ello de manera que

²⁶ Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

²⁷ Reglamento (CE) N° 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004 relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

²⁸ ESMA/2011/81, 23 de marzo de 2011: ESMA update of the CESR recommendations. The consistent implementation of Commission Regulation (EC) No 809/2004 implementing the Prospectus Directive. Disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/11_81.pdf.



la información sea lo suficientemente comprensiva como para tener una visión de conjunto de la actividad del emisor. También incluirá los resultados de explotación, facilitando información relativa a factores significativos, incluidos los acontecimientos inusuales o infrecuentes o los nuevos avances que afecten de manera significativa a los ingresos del emisor por operaciones e indicando en qué medida han resultado afectados los ingresos. De esta forma, la información incluida en este apartado debería permitir al inversor evaluar la rentabilidad histórica del emisor a través de un análisis de la evolución y el rendimiento de los negocios del emisor y de su situación financiera.

El apartado ‘Recursos financieros’ ofrece amplia información para facilitar el análisis financiero de la compañía, ya que debe incluir información relativa a los recursos financieros del emisor a corto y largo plazo, explicar las fuentes, importes y descripción de los flujos de tesorería, las condiciones de los préstamos y la estructura de financiación del emisor. También debe informar sobre cualquier restricción relativa al uso de los recursos de capital que, directa o indirectamente, haya afectado o pudiera afectar de manera importante a las operaciones del emisor y explicar las fuentes previstas para disponer de los fondos necesarios para cumplir los compromisos de inversiones futuras.

Asimismo, en este epígrafe, el emisor, además de explicar sus recursos de capital y liquidez, debería aportar ratios relevantes respecto a la cobertura de intereses y la relación entre la deuda y el capital de la compañía. Por otro lado, deberían explicarse la política de tesorería y financiación adoptada por el emisor, así como los objetivos marcados, lo que implica proporcionar, a su vez, otras explicaciones: cómo se controlan las actividades de tesorería, cuál la moneda en que se mantienen los excesos de tesorería, si los préstamos son a tipo fijo o variable y el uso de instrumentos financieros para coberturas.

Otro de los apartados obviamente relevantes en cuanto a la información analítica sobre el emisor es el de ‘Información financiera histórica’. Así, por ejemplo, en el caso de los folletos de acciones, este apartado cubre los últimos tres años de la compañía e incluye el balance, la cuenta de resultados, los cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de tesorería, así como las políticas contables utilizadas y las notas explicativas extraídas de los estados financieros anuales consolidados. También debe incluir una declaración de que la información financiera histórica ha sido auditada.

Si el emisor ha publicado información financiera trimestral o semestral con posterioridad a sus últimos estados financieros anuales auditados, esta información financiera intermedia deberá también incluirse en el folleto, indicando si la misma ha sido o no



revisada o auditada, y deberá incluir estados comparativos relativos al mismo período del ejercicio anterior.

Siempre que el folleto incluya datos financieros que no se hayan extraído directamente de los estados financieros auditados del emisor, éste deberá señalar cual es la fuente de los datos y declarar que éstos no han sido auditados. Actualmente, las autoridades de valores de la UE están trabajando en el marco de ESMA para que aquellos emisores que decidan proporcionar ratios operativos adicionales para facilitar el análisis financiero lo hagan de manera que esa información sea apropiada y útil para la toma de decisiones de los inversores. Esto significa que cuando un emisor ofrezca, por ejemplo, datos sobre su EBITDA o su deuda neta deberá definir sus componentes y las bases de su cálculo, así como cualquier hipótesis o supuesto asumido. También deberá ofrecer una conciliación entre los conceptos reflejados en los estados financieros y esos ratios operativos adicionales.

Los folletos también pueden incluir un apartado de información financiera pro-forma, sólo a efectos ilustrativos, cuando el emisor posea un historial financiero complejo o haya adquirido un compromiso financiero importante. En algunos casos la información financiera histórica no abarca el conjunto de la actividad del emisor durante los tres años requeridos para los folletos de acciones, por ejemplo, porque haya realizado una adquisición importante que aún no esté recogida en sus propios estados financieros o porque el emisor sea una sociedad de reciente constitución formada por la agrupación de varios negocios o sociedades pre-existentes.

La parte del folleto de acciones relativa a los valores también prevé la inclusión de información financiera relevante para completar el análisis de la inversión, como son las declaraciones sobre el capital circulante y sobre capitalización y endeudamiento. Así, el emisor debe incluir una declaración sobre si, en su opinión, el capital circulante es suficiente para atender los requisitos del emisor de los siguientes doce meses o, si no lo es, cómo se propone obtener el capital circulante adicional que necesita en base a supuestos razonables. También deberá proporcionar una declaración sobre la capitalización y el endeudamiento consolidado de la compañía, distinguiendo entre deuda garantizada y no garantizada, asegurada y no asegurada, relativa a una fecha no anterior a más noventa días de la fecha del folleto. Dicha información deberá completarse con el detalle de la deuda financiera neta.

Además de los requisitos de información anteriores, que se derivan de la legislación de la UE, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, requiere en algunos casos la



inclusión en los folletos informativos de información adicional sobre la valoración de las condiciones de la emisión. Así, en las colocaciones de renta fija dirigidas a inversores minoristas que tengan la consideración de oferta pública, cualquiera que sea la entidad emisora, en ausencia de un tramo profesional, la CNMV establece en sus guías que se ha de publicar, al menos, un informe de experto independiente que se pronuncie sobre si las condiciones de la emisión son equiparables a las que se demandarían por los inversores profesionales para una emisión similar dirigida al mercado profesional.

Finalmente, es importante mencionar la función que cumple el resumen de los folletos informativos. La Directiva 2010/73/UE, que revisa la Directiva de Folletos²⁹, introdujo nuevas disposiciones sobre el formato del resumen y su contenido, especificando la llamada información fundamental que debe incluirse siempre en el resumen. El Reglamento Delegado UE/486/2012 de la Comisión³⁰ ha desarrollado dichos preceptos, estandarizando el formato del resumen para facilitar la comparación de productos similares y detallando el contenido que deben incluir los resúmenes según los distintos tipos de folleto.

6. CONCLUSIONES

El análisis financiero contribuye al buen funcionamiento del mercado si se realiza de forma objetiva y rigurosa. La disponibilidad de una adecuada cobertura de análisis de este tipo resulta, además, indispensable para el crecimiento del mercado, puesto que favorece la participación en el mismo de los inversores. De ahí la necesidad de que esta actividad esté sujeta a unas reglas que promuevan la confianza de los inversores.

La regulación del análisis financiero experimentó un marcado impulso durante los primeros años del siglo XXI para dar respuesta, principalmente, a dos tipos de problemas: la difusión selectiva de información al mercado por parte de los emisores y los conflic-

²⁹ Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

³⁰ Reglamento Delegado (UE) N o 486/2012 de la Comisión de 30 de marzo de 2012 por el que se modifica el Reglamento (CE) n o 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información.



tos de interés en el seno de las entidades financieras. En el primer caso se trataba de limitar las posibles ventajas informativas que pudieran derivarse para algunos participantes del mercado por el suministro de información no pública a los analistas antes de hacerlo al mercado en su conjunto, una práctica habitual con anterioridad a su prohibición. En el segundo caso, se pretendía reducir el uso sesgado de los servicios de análisis de las entidades financieras para obtener ventajas que perjudicasen a los inversores en relación con otras actividades de estas entidades, como el aseguramiento o la colocación de valores.

El actual marco regulador del análisis financiero en España, que se deriva fundamentalmente de la normativa europea, aborda ambos objetivos. La regulación descansa, con carácter general, en la legislación preventiva del abuso de mercado que contiene especialidades aplicables a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito. Las actividades de análisis de estas entidades también se ven afectadas por otras obligaciones específicas contenidas en las normas de conducta aplicables a los proveedores de servicios de inversión.

Tras las revisiones recientes de la normativa europea en materia de abuso de mercado y proveedores de servicios de inversión, el desarrollo de las nuevas normas puede afectar a las actividades de análisis en algunos aspectos. En el caso del nuevo Reglamento de Abuso de Mercado no se prevé un impacto sustancial, puesto que no se modifica el enfoque de la normativa actualmente en vigor. Su cambio más importante es la inclusión entre las personas sujetas a sus obligaciones de aquellas que, no actuando en el ejercicio de su profesión, efectúen de modo directo recomendaciones de inversión.

Sin embargo, el desarrollo de la MiFID II podría tener un efecto notable sobre la remuneración del análisis que reciben de otros intermediarios las entidades que prestan servicios de gestión discrecional de carteras. Constituye una práctica habitual en la actualidad que estas retribuciones se engloben en las comisiones satisfechas por la prestación de otros servicios, sobre todo a través de las comisiones por ejecución de órdenes, sin que se distingan los conceptos de cargo. En su informe de asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre el desarrollo de MiFID II, ESMA recomienda considerar esta práctica como un incentivo y, de aceptarse este criterio, quedaría prohibida puesto que la nueva directiva no la permite. La CNMV entiende que este enfoque garantiza una mayor transparencia y puede incentivar a los gestores a buscar una mayor calidad en el análisis que adquieren, todo ello en beneficio de sus clientes. ESMA ha propuesto a la Comisión Europea extender este enfoque al ámbito de la inversión colectiva, donde la práctica del empaquetamiento de las comisiones también es habitual.



BIBLIOGRAFÍA

- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M. y Trueman, B. (2006). «Buys, holds, and sells: the distribution of investment banks' stock ratings and the implications for the profitability of analysts' recommendations». *Journal of Accounting and Economics*, vol 41, pp 87-117.
- Bhojraj, S.R., Cho, Y.J. y Yehuda, N. (2012). «Mutual fund family size and mutual fund performance: the role of regulatory changes». *Journal of Accounting Research*, vol 50, pp 647-684.
- Boni, L. y Womack, K. (2002). «Solving the sell-side research problem: insights from buy-side professionals». Working paper of the University of New Mexico and Tuck School of Business.
- Bushee, B., Matsumoto D. y Miller G. (2004). «Managerial and investor responses to disclosure regulation: the case of FD and conference calls». *The Accounting Review*, vol 79, pp 617-643.
- Chiyachantana, C., Taechapiroontong, J.N. y Wood R. (2004). «The impact of Regulation Fair Disclosure on information asymmetry and trading: and intraday analysis». *The Financial Review*, vol 39, pp 549-577.
- Crichfield, T, Dyckman T. y Lakonishok, J. (1978). «An evaluation of security analysts' forecasts». *The Accounting Review*, vol 53, pp 651-668.
- De Franco, G, Lu, H., y Vasvari, F.P. (2007). «Wealth transfer effects of analysts' misleading behavior». *Journal of Accounting Research*, vol 45, pp 71-110.
- Dugar, A. y Nathan, S. (1995). «The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investments recommendations». *Contemporary Accounting Research*, vol 12, pp 131-160.
- Easley, D. y O'Hara M. (2004). «Information and the cost of capital». *Journal of Finance*, vol 59, pp 1553-1583.
- Francis, J., Nanda, D. y Wang, X. (2006). «Re-examining the effects of regulation fair disclosure using foreign listed firms to control for concurrent shocks.» *Journal of Accounting and Economics*, vol 41, pp 271-292.
- Givoy, D. y Lakonishok, J. (1979). «The information content of financial analysts' forecasts of earnings». *Journal of Accounting and Economics*, vol 1, pp 165-185.
- Gomes, A., Gorton, G. y Madureira L. (2007). «SEC regulation fair disclosure, information, and the cost of capital». *Journal of Corporate Finance*, vol 13, pp 300-334.
- Green, T., Jame, R., Markov, S. y Subasi, M. (2014). «Access to management and the informativeness of analyst research». *Journal of Financial Economics*, vol 114, pp 239-255.
- Herrmann, D., Hope, O. y Thomas, W. (2008). «International diversification and forecast optimism: the effect of FD». *Accounting Horizons*, vol 22, pp 179-197.



- Hofer, A. y Oehler, A. (2014). «Analyst recommendations and regulation: scopes for European policy makers to enhance investor protection». Disponible en SSRN.
- Irani, A. y Karamanou I. (2003). «Regulation fair disclosure, analyst following, and analyst forecast dispersion». *Accounting Horizons*, vol 17, pp 15-29.
- Kadan, O., Madureira L., Wang R. y Zach T. (2009). «Conflicts of interest and stock recommendations: the effects of the Global Settlement and related regulations. *Review of Financial Studies*, vol 22, pp 4189-4217.
- Ke, B., Petroni, K. y Yu, Y. (2008). «The effect of Regulation FD on transient institutional investors' trading behavior». *Journal of Accounting Research*, vol 46, pp 853-883.
- Koch, A., Lefanowicz, C. y Robinson J. (2013). «Regulation FD: a review and synthesis of the academic literature». *Accounting Horizons*, vol 27, pp 619-646.
- Krigman, L., Shaw, W. y Womack, K. (2001). «Why do firms switch underwriters? *Journal of Financial Economics*, vol 60, pp 245-284.
- Lin, H.W. y McNichols, M. (1998). «Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations». *Journal of Accounting and Economics*, vol 25, pp 101-127.
- Malmendier, U. y Shanthikumar, D. (2007). «Are small investors naive about incentives? *Journal of Financial Economics*, vol 85, pp 457-489.
- Stickel, S. (1992). «Reputation and performance among security analysts». *The Journal of Finance*, vol 47, pp 1811-1836.



CRECIMIENTO ECONÓMICO Y EVOLUCIÓN DE LA DISCIPLINA DE ANÁLISIS FINANCIERO EN ESPAÑA: 50 AÑOS DE PROGRESO

César Alierta

Ex Presidente del IEAF y de la FEF

INTRODUCCIÓN

El año 1965 es recordado por algunos como el año de la llegada del UHF a la televisión española o por los primeros paseos espaciales, por otros por la muerte del estadista Winston Churchill o la guerra del Vietnam. Yo quisiera recordarlo en este artículo por el nacimiento del Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y aprovechar esta invitación para hacer un breve recorrido por la historia económico-financiera de España en estos 50 años que conmemoramos desde su nacimiento.

Me gustaría mencionar a modo de prólogo que la **ciencia económica** como tal se introduce en España con retraso frente al resto de países occidentales, pese al avanzado pensamiento económico de la Escuela de Salamanca en el siglo XVI o el desarrollo de las Sociedades de Amigos del País desde el siglo XVIII. Así, la primera facultad data de 1943, años después de la publicación en 1936 del primer trabajo econométrico en España, contando con la participación destacada de 4 nombres que quisiera recordar: José M^a Zumalacárregui, Valentín Andrés Alvarez, Heinrich F. von Stackelberg y José Castañeda Chornet. A ellos debemos la introducción del pensamiento neoclásico marginalista, los primeros trabajos de ciencia económica y la claridad en principios fundamentales tales como la relevancia del mercado en la asignación de recursos, el perjuicio del proteccionismo integral, los peligros de la inflación y las leyes en la economía y de la economía. Por tanto, su clarividencia y armazón analítico evitaron el sesgo his-



toricista tan de moda años después en la recién creada Facultad de Ciencias Políticas y Económicas.

Ahora bien, qué distinto ver el panorama académico actual con más de 75 centros de enseñanza superior en Economía, una demanda anual de más de 100.000 alumnos de esta disciplina, un número de egresados que se ha multiplicado por más de 100 respecto las primeras promociones o comprobar que actualmente más del 50% de los directivos de las principales compañías españolas han estudiado dicha ciencia social, más del doble que hace 40 años.

Quiero comenzar este recorrido remarcando 6 fechas fundamentales en el acontecer económico de nuestro país en estos últimos 50 años: el año 1953, firma de los acuerdos con Norteamérica, mediante los cuales abandonamos nuestra neutralidad en los conflictos en Europa y comenzamos la integración en los organismos internacionales; el año 1959 con los acuerdos de estabilización, el año 1970 donde se firma el acuerdo preferencial con las Comunidades Europeas, los Pactos de la Moncloa de 1977, el año 1986 de ingreso efectivo en la Comunidad Económica Europea y finalmente la participación desde el inicio en el nacimiento de la Eurozona en 1998. En general, estos acuerdos permitieron acabar con el nacionalismo, el proteccionismo comercial (especialmente en metalurgia, carbón, textil y trigo) y las tendencias libertarias anarquistas. Y sin duda, en todas esas fechas relevantes un factor común: una interpretación colectiva.

Comencemos por 1959, ya que con el Plan de Estabilización concluyó el **giro esencial** que ya se había iniciado en 1953 con los Pactos con Norteamérica. Por primera vez desde Cánovas del Castillo, nuestra economía se abrió claramente al exterior, al mismo tiempo que comenzaba la rectificación de una serie de medidas económicas heterodoxas que habían conducido a fortísimas crisis de balanza de pagos y elevadas tasas de inflación sostenidas durante mucho tiempo. Sin duda, a este escenario exitoso de liberación económica tendría que unirse la democracia más adelante, lo pudiéramos interpretar como que la Transición tiene sus raíces en el Plan de Estabilización.

En ese momento se tuvieron en cuenta varias claves que a partir de ese momento cuentan como variables fundamentales en el diseño de política económica: la apertura económica, la no monetización de la deuda pública, una disciplina fiscal y un Estado del Bienestar generoso pero adecuado al tamaño de nuestra Hacienda. No quiero dejar de mencionar nombres ilustres en esta transición, como Ullastres, Fuentes Quintana, Navarro Rubio, Castiella, Luis Angel Rojo o Fabián Estapé que continuaron la labor trazada en su día por los Sardá, Perpiñá Grau, Fernández



Villaverde, Flores de Lesmus, Azcárate, Larraz o Figuerola, por nombrar sólo algunos personajes ilustres.

LA CONVERGENCIA ECONÓMICA ACELERADA

Es esta «**cultura de la estabilidad**» la que subyacerá desde ese momento en importantes etapas de nuestra reciente historia económica: los Pactos de la Moncloa en 1977, el período 1982-88 del cambio político en España, o el largo periodo de bonanza que ha transcurrido entre 1995-2007. Períodos que fueron validando algo que hace décadas hubiera sido considerado imposible: la combinación de una economía con un apreciable grado de prosperidad, una economía plenamente integrada en los mercados internacionales y ciclo económico europeo y como comentaba anteriormente, un alto grado de estabilidad política en la convergencia económica. Qué importante esto último, especialmente cuando uno mira atrás y comprueba que en España prácticamente desde el inicio del siglo XX hasta el la horrible Guerra Civil existió un Gobierno cada 6 meses, verdadera lacra cainita-belicista y sin duda carrera hacia nuestro holocausto colectivo posterior.

Es conveniente recordar igualmente que hace 100 años España tenía escasamente una renta media de alrededor del 55% de la que tenían en promedio los habitantes de Reino Unido, Francia y Alemania. Por tanto, la evolución económica de España con perspectiva debe considerarse positiva, siendo nuestro PIB per cápita actual un 85% de la UE-28 o del 78% frente a la zona Euro. En este sentido, remarcar que España ha conseguido en menos de 50 años un PIB per cápita similar al que Reino Unido tardó en alcanzar 118 años, EEUU 88 años o Alemania y Francia en torno a 65 años.

Así, dividiendo el siglo XX en las principales **etapas económicas**, vemos cómo el país pasó por un crecimiento medio real de renta per cápita del 1,1% entre 1901-1935, nada despreciable pese a los conflictos mundiales y muy en línea con la tasa registrada en el período entre Narváez y el fin de siglo XIX. Con el tajo de la Guerra Civil no se recuperaron los niveles de producción hasta finales de los años 40, sin atisbar la posibilidad de que España se incorporase nuevamente al curso central de la historia europea. La destrucción de infraestructuras y equipos, el hambre, la economía informal y las cartillas de racionamiento fueron el reflejo de un crecimiento real negativo en la renta por habitante hasta el año 1950, acelerado por el trastorno demográfico ocasionado y el vaciamiento de las reservas de oro.

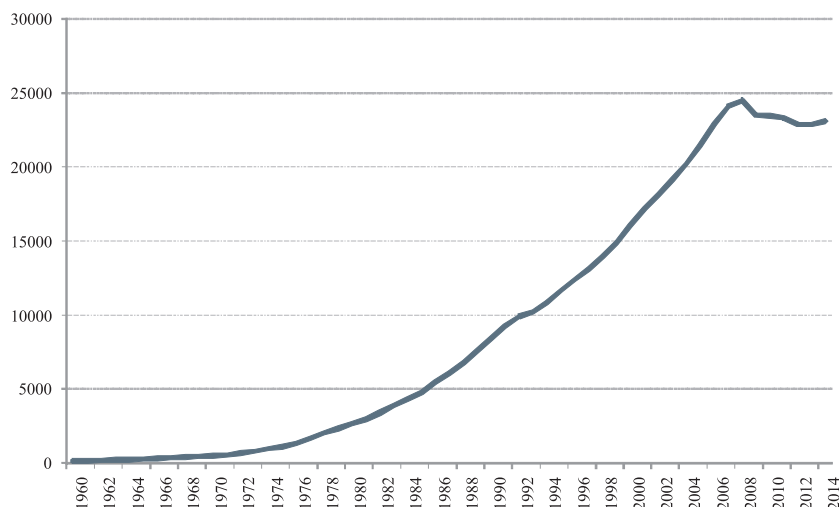
Así, con el ecuador de la centuria se abre un panorama económico muy distinto al anterior, iniciándose una exitosa industrialización, especialmente intensa en la década de los



años 60 que colocará a España en los primeros puestos de expansión económica europea. El crecimiento medio real de nuestra renta fue cercana al 5% entre 1950 y 1975, pese al fuerte aumento demográfico, lo que nos permitió cerrar sustancialmente nuestra brecha de desarrollo frente a Europa. Como comentábamos anteriormente, la eliminación de barreras y corsés, la disminución de la población activa agraria, la creciente urbanización, la acelerada industrialización y el despunte de lo que posteriormente será una acelerada senda de terciarización serán los puntales en los planes económicos y sociales.

La llegada de la democracia podemos considerarla como la última etapa económica que estamos repasando brevemente, caracterizada por nuestra participación plena en la escena internacional, culminada con la entrada primero en la Comunidad Europea y posteriormente con el inicio de la Moneda Única. Por tanto, una fase de europeización que ha rendido igualmente buenos frutos para la economía española, con un crecimiento medio real de la renta por habitante del 5% y que ha dejado atrás definitivamente el debate sobre el «menú programático de la modernización» o las disputas «escuela y despensa» que tanta tinta derramaron hace décadas.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL PIB PER CÁPITA EN ESPAÑA (Euros corrientes; fuentes Comisión Europea)



¿Qué **lecciones positivas** podemos extraer de esta tendencia favorable? En primer lugar, el papel fundamental de estabilidad que han otorgado las instituciones españolas;



en segundo, la voluntad de negociación colectiva que ha presidido casi todos los episodios clave de nuestra historia reciente. Ambos factores –estabilidad y confianza– han sido y seguirán siendo fundamentales para desarrollar la necesaria cultura empresarial, el emprendimiento y la captación de talento. Finalmente, la relevancia de la educación, apuesta muchas veces en la sombra, pero sin duda clave no sólo en cantidad sino en calidad para afrontar los retos que todavía tenemos delante.

Creo que lo anterior ha permitido quitarnos complejos en la escena internacional, valorar los logros colectivos y pensar en España no con pesimismo o como un problema anómalo, sino en positivo.

Ahora bien, es importante no perder de vista que esa **cultura de estabilidad evolutiva** no de forma lineal, sino por impulso-escalón, por lo que la apuesta decidida por una política económica razonable y reformista necesita de continuos cambios y evaluaciones de las políticas que perfeccionen su funcionamiento, especialmente en los factores productivos (capital físico y humano, tecnología), la organización de los mercados, la adecuación de las estrategias empresariales (internacionalización y tamaño de empresa) y la calidad del marco institucional. Si algo útil debemos extraer de la reciente crisis económica vivida es que las políticas económicas siguen siendo relevantes (la monetaria ampliando horizontes, la fiscal ganando margen de actuación cuando es posible y la de regulación financiera) y que en un mundo globalizado, se necesita la cooperación internacional para combatir los desequilibrios mundiales.

ESPAÑA HA SIDO Y SERÁ UN PAÍS MUY ATRACTIVO

Como comentábamos anteriormente, el desarrollo económico de los últimos cincuenta años ha ido acompañado de una creciente presencia de nuestro país en **esfera internacional**, hasta tal punto que hoy España es uno de los países más internacionalizados del mundo si sumamos el peso de los flujos comerciales y de la inversión real recibida y emitida al exterior sobre el PIB. Sólo Suiza, Suecia, Holanda y Reino Unido nos superan, estando España a la altura por ejemplo de Alemania en este indicador. En este contexto, las empresas españolas han conseguido posicionarse como líderes mundiales no sólo en sectores tradicionales como la industria del automóvil o el turismo, sino también en otros con un elevado contenido tecnológico e innovador.

Destacar por ejemplo la investigación y desarrollo de energías renovables, donde nuestras empresas se sitúan en las primeras posiciones a nivel mundial, habiendo sido pio-



neras en muchos campos (energía eólica, termosolar, hidráulica). En materia de tecnología e innovación, España destaca en sectores como telecomunicaciones (con el primer operador mundial de telecomunicaciones internacional integrado por número de accesos fuera de su mercado de origen), o aeronáutica (el segundo fabricante mundial de aviones militares de transporte, el 7º de satélites, y el 50% de los aviones del mundo incorporando tecnología española). En el ámbito sanitario, nuestras empresas e investigadores también ha sido capaces de realizar importantes aportaciones de carácter internacional. Hoy en día, no sólo somos líderes mundiales en trasplantes y donaciones de órganos, o en producción de hemoderivados, sino que además, también gozamos de reconocimiento internacional en los campos de la bioquímica y agrobiotecnología (donde España es líder europeo y tercero del mundo respectivamente).

Las infraestructuras son otro reflejo del elevado nivel internacional de nuestros ingenieros, siendo españolas seis de las diez empresas de desarrollo de infraestructuras más importantes del mundo. Y en sectores más tradicionales como la industria, España se ha consolidado como uno de los mayores productores de automóviles del mundo, siendo también uno de los principales fabricantes también en sectores menos conocidos como el de máquina-herramienta. Por último, contamos con empresas que son líderes mundiales en distribución de moda y en el sector agroalimentario (especialmente en aceite, cítricos, conservas de pescado, conservas de fruta y miel).

Por tanto, las empresas españolas son capaces de competir en los mercados internacionales. Fiel reflejo es que las **exportaciones** españolas son las que más han crecido en la zona Euro desde que se iniciara la reciente crisis y la cuota de mercado de las empresas españolas en los mercados mundiales se ha mantenido estable frente a la caída que han experimentado otros países avanzados por la competencia creciente de los países emergentes. No obstante, pese a todos los logros comentados, todavía existen algunos obstáculos por superar para continuar avanzando en un mundo donde el comercio internacional está basado en cadenas de valor cada vez más fragmentadas. Entre estos obstáculos se encuentra el reducido tamaño de nuestras empresas en comparación con el otros países (el número medio de trabajadores por empresa en España es menos de la mitad del correspondiente por ejemplo a Reino Unido o Alemania), dada la clara relación existente entre tamaño e internacionalización (la propensión a exportar de una empresa mediana o grande es prácticamente el doble que el de la pequeña y mediana empresa). A este respecto, existen estudios que concluyen que si España tuviera el tamaño medio empresarial de Alemania, sería en torno a un 15% más productiva¹. Por tanto, de cara al futuro, intensificar los esfuerzos

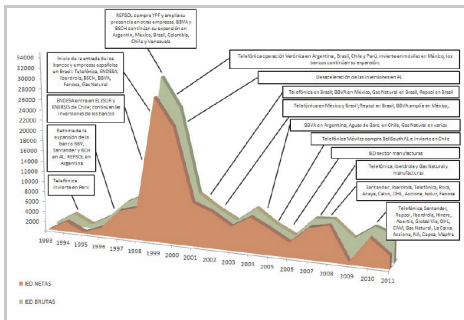
¹ Círculo de Empresarios (2013). La Empresa Mediana Española



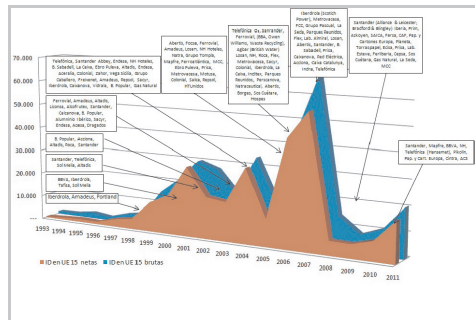
en el binomio tamaño empresarial-internacionalización constituye una de claves para aumentar la productividad de nuestra economía. Nuevamente, la reciente crisis ha puesto de manifiesto que las empresas internacionalizadas y exportadoras han resistido mejor la recesión económica, en producción y empleo, al tener mayores niveles de productividad y riesgos diversificados. Finalmente, mencionar las externalidades positivas que esta actividad internacional genera para la economía, especialmente en tecnología y contratación de bienes intermedios.

Mirando la **integración financiera**, el registro es igualmente espectacular desde la entrada en el proyecto europeo. Así, hoy en día la inversión directa de España en el exterior es de gran magnitud y equiparable a la inversión directa extranjera en España (aproximadamente equivalentes ambas al 50% del PIB), existiendo igualmente una inversión de cartera de España en el exterior que supone una cuarta parte de la invertida por extranjeros en nuestro país y otras inversiones que representan aproximadamente la mitad de los extranjeros en España. Esa oleada inversora internacional de nuestras empresas, siendo muy significativa, ha pasado por 2 etapas diferentes como destino. Una primera etapa (desde finales de los 80s hasta principios de 2000) donde casi el 65% se dirigió a América Latina, participando activamente en los procesos de privatización y terciarización de dichas economías, lo que ha permitido mantener un liderazgo en mercados atractivos bajo el denominador común de un activo invaluable: la lengua. Y una segunda etapa que se inicia en el cambio de siglo hasta hoy, donde casi el 65% de la inversión directa española se ha dirigido a países de la UE.

FLUJOS DEL IED DE ESPAÑA EN LATINOAMÉRICA



FLUJOS DE IED DE ESPAÑA EN LA UE-15



Fuente: Real Instituto Elcano, basado en estadísticas del Ministerio de Industria.



LA EVOLUCIÓN FINANCIERA

Estos 50 años han sido un largo camino financiero igualmente, a través de la creación y ampliación de mercados, de la liberalización de los precios, de la eliminación de intervenciones y de una creciente apertura al exterior que culminó con la liberalización plena de los movimientos de capitales en el marco de la creación del Mercado Interior Comunitario, que acabó conduciendo a la conformación del actual sistema bancario español; un camino que se vería ampliado con la transformación y el desarrollo de los mercados de valores, y reforzado y alentado por las innovaciones financieras; un camino que, desde luego, no ha sido sencillo ni lineal, porque tuvo que afrontar muchas dificultades que impusieron, en ocasiones, retrocesos transitorios superados con nuevos avances. Todo este proceso ha culminado en la recién creada Unión Bancaria Europea y los notables avances en el Mercado de Capitales, lo que sin duda suponen mejoras en la arquitectura financiera de la Moneda Única.

Quisiera destacar varios hitos en esta carrera. El primero, la creación de un **mercado monetario** en el que el Banco de España pudiera ejercer el control de la liquidez por procedimientos de mercado abierto. Para ello hubo que eliminar los viejos mecanismos de refinanciación automática de las entidades de crédito, reformar el coeficiente de caja, establecer nuevos instrumentos para la provisión de liquidez, crear el marco regulador y los medios técnicos adecuados para la negociación y formación de precios en el mercado interbancario. Esta puesta en marcha condujo a la progresiva **liberalización de los tipos de interés** de toda la gama de operaciones activas y pasivas e hizo patente la necesidad de eliminar los mecanismos de financiación privilegiada del sector público y su sustitución por unos **mercados de deuda** que permitiesen la financiación ortodoxa de los abultados déficit públicos. Así surge el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado en 1987, a partir del cual se han desarrollado los mercados de deuda anotada, que han alcanzado un grado muy elevado de eficacia y han suministrado una gran flexibilidad a la financiación del Tesoro. El creciente volumen de carteras de deuda pública en manos de instituciones generó la necesidad de facilitar operaciones de cobertura frente a estos riesgos impulsando la aparición de los **mercados organizados de derivados financieros** –futuros y opciones–, que, inicialmente, utilizaban la deuda pública negociable como único activo subyacente. Con ello se completaba la nervadura básica de los nuevos mercados financieros organizados, que han colocado a España en una situación muy competitiva dentro del espacio financiero europeo.



Obviamente este proceso de flexibilización del sistema financiero español no ha sido un fenómeno aislado, nacido del voluntarismo sino que se encuadra en un contexto general mucho más amplio, en el que los cambios en las ideas inspiradoras de las políticas económicas y los avances tecnológicos han llevado, en un lapso de tiempo bastante corto, desde unos sistemas financieros nacionales muy regulados y relativamente cerrados, a un sistema global caracterizado por muy bajos grados de regulación en los ámbitos nacionales y por una liberalización muy elevada en los movimientos de capitales a través de las fronteras. Pero al igual que veíamos en los apartados anteriores, el camino que teníamos por delante era más largo y más difícil que en la mayoría de los países desarrollados; y que lo hemos recorrido con clara decisión y con relativa rapidez.

Algunas evidencias de las dificultades a las que ha hecho falta hacer frente han sido las distintas **crisis bancarias** sufridas desde la llegada de la democracia a nuestro país. Destaca la crisis de finales de los años 70 y principios de los años 80. El aumento de la competencia en un contexto de elevados tipos de interés y la elevada inflación propiciada por las crisis del petróleo, se tradujo en un aumento de los costes de intermediación, que no todas las entidades fueron capaces de afrontar. A este hecho se le sumaba la escasa regulación y la insuficiente experiencia en la dirección de algunos bancos, que hizo que la crisis afectara a más de un 50% de las entidades del momento, acabando la mayoría de ellas absorbidas por otros bancos. Uno de los éxitos en la resolución de esta crisis bancaria fue la creación del Fondo de Garantía de Depósitos, instrumento que todavía sigue existiendo a día de hoy, y cuyo principal cometido ha sido el de cubrir las pérdidas de los depositantes en caso de quiebra de alguna entidad financiera, así como el saneamiento de las entidades con problemas. La segunda crisis de nuestro sistema bancario que, pese a concentrarse en una sola entidad –Banesto- fue sin duda la mayor crisis registrada hasta la fecha, al tratarse de uno de los grandes grupos de la banca tradicional. La solución a la crisis de Banesto se llevó a cabo de manera transparente, lo que permitió reducir el coste de su saneamiento que, pese a todo, ascendió a un 1,2% del PIB español.

Por último, la crisis actual de nuestro sistema bancario ha evidenciado diversos problemas -principalmente de falta de recursos propios para afrontar la pérdida de valor de los activos inmobiliarios, así como las dificultades de financiación de algunas cajas de ahorro- habiendo sido necesaria una profunda reestructuración del sistema. La creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en 2009 fue un paso muy importante, posibilitando los procesos de reestructuración de nuestras entidades, facilitando también la bancarización de las cajas de ahorros. El aumento de las exigencias de



capital en el marco de Basilea III y la adopción de medidas para el saneamiento de los activos inmobiliarios en balance durante los años 2011 y 2012, propiciaron la solicitud de en torno a 40.000 millones de euros de ayuda financiera al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Con el cierre formal de esta ayuda durante 2014 se ha puesto prácticamente fin a la reestructuración de la banca española. De hecho, según los últimos test de estrés del Banco Central Europeo (BCE) y la Autoridad Bancaria Europea (AEB), nuestro sector bancario cuenta a día de hoy con un exceso de capital superior a 56.000 millones de euros.

Algunas cifras que muestran la positiva evolución de nuestro sistema financiero durante los últimos años y que al igual que otras magnitudes que hemos ido repasando muestran que llegamos tarde pero que luego aceleramos significativamente. Así, la capitalización bursátil del IBEX 35 ha pasado del 16% del PIB en 1995 a casi el 50% actualmente; el aumento del ahorro vía Planes de Pensiones que superan, por primera vez en su historia, los 100.000 millones de patrimonio, lo que supone un 10% de nuestro PIB, frente al 0,1% que representaba en 1988 o al 2,9% en 1995 o finalmente el fuerte aumento de activos totales de las instituciones financieras monetarias, que han crecido una tasa anual compuesta del 7,3% desde el año 1989, inicio de la liberalización financiera comentada anteriormente.

LA MODERNIZACIÓN SOCIAL

Si como hemos visto el cambio económico y financiero ha sido sustancial, no menos llamativo ha sido el **cambio social**, extraordinariamente rápido, brusco, acelerado, global y multidimensional. Como el propio Raymond Carr señala, en España la modernización social se ha realizado en una generación, mientras que en Inglaterra por ejemplo tomó 150 años. Dos ejes han sido transversales y con notable influencia positiva: el primero, el notable esfuerzo en **formación educativa**. Así por ejemplo, hace 50 años el 12% de la población era analfabeta frente a menos del 2% actual, o quizás más llamativo aún, casi el 90% de la población activa contaba sólo con estudios primarios frente al 11% actual. El otro eje, ha sido pasar de una sociedad agraria (el 37% de la población ocupada hace 50 años) a otra industrial, para acabar convergiendo a la **terciarización económica** global actual (un 76% de los empleados en servicios). En ambos casos, a un ritmo acelerado muy superior al de nuestros principales socios europeos. Por tanto, al igual que en otros aspectos comentados anteriormente, estos procesos se inician con retraso pero se esprinta para converger.

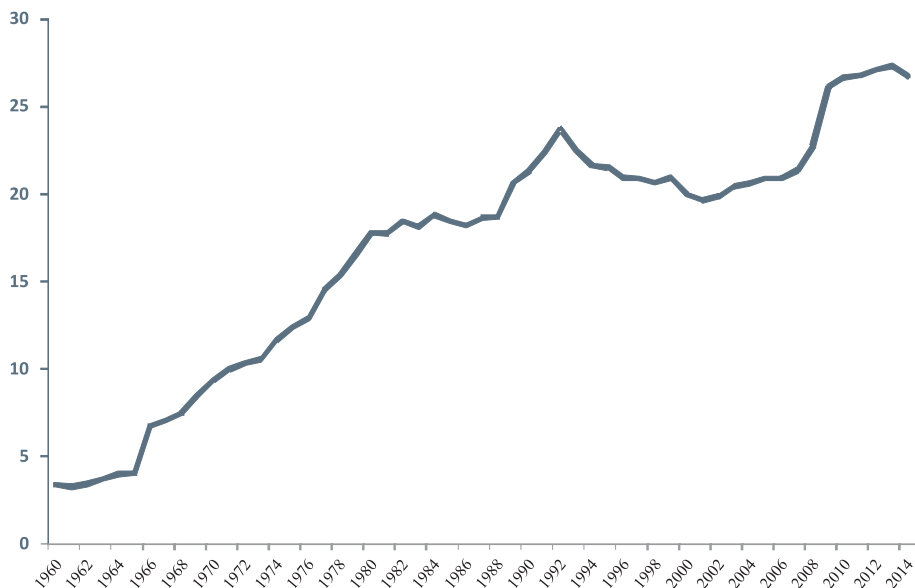


No conviene perder de vista tampoco que hoy en día casi un tercio de los españoles ha nacido después de la muerte de Franco, lo cual supone no sólo una nueva perspectiva sino también seguramente otras inquietudes. Este hecho demográfico natural queda opacado por algunas tendencias sociales muy llamativas acaecidas en España en estos últimos 50 años que quisiera igualmente mencionar:

- El fuerte aumento de la **inmigración**, pues en una década se ha producido lo que en otros países desarrollados llevó más de tres décadas, sin existir afortunadamente tensiones raciales significativas,
- El fuerte descenso de la tasa de **natalidad** hasta una de las más bajas del mundo (1,32 frente a 3,0 que existía 50 años atrás), en parte ligado al espectacular auge de la **participación de la mujer** en el mundo laboral y en la formación, especialmente en la educación superior y las Administraciones Públicas. Por tanto, una tasa de natalidad claramente por debajo de la tasa de reemplazamiento poblacional, sin duda clave para el mantenimiento poblacional de un país,
- **Descentralización administrativa** acelerada dentro de un gasto público notablemente creciente en su peso económico (desde menos del 20% del PIB hace 50 años hasta más del doble en la actualidad), en parte explicación del descenso brusco en la movilidad inter e intra regional en España, lo que favorece una «endogamia regional» que puede ser crítica en el futuro,
- La **universalización del Estado del Bienestar**, no sólo en Educación y Sanidad, sino en políticas activas y pasivas de mercado laboral, cobertura de pensiones y rentas mínimas de inserción. Lo anterior explica estar situados entre los países del mundo con mayor peso del gasto público social, al haber escalado éste desde los 70 Euros per cápita (aproximadamente el 4% del PIB) al inicio del Plan de Estabilización hasta los más de 6.000 Euros per cápita actuales, en torno al 26% del PIB. Me gustaría recordar que justo hace 50 años se debatían la ley de bases por la que se creaba un seguro social de reparto asimilable al modelo de Beveridge, abandonando los seguros sociales de raíz bismarckiana (vejez, invalidez, mutualismo laboral, seguro obligatorio de enfermedad y prestaciones de ayuda familiar).



EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL GASTO PÚBLICO SOCIAL (% del PIB; fuente Banco de España)



Otra forma de ver lo anterior, con sus luces y sombras, sería bien mediante los indicadores de **capital social**, entendiendo éste como la confianza, credibilidad, interacción y asociacionismo ciudadano, bien mediante los indicadores de **desarrollo humano**. Pues bien, al igual que en otros indicadores comentados, conforme a los últimos estudios realizados al respecto² vemos cómo en los últimos 50 años nuestro capital social se ha multiplicado por 4 o por 3, en función de que éste se mida en volumen o en términos per cápita y cómo nuestro desarrollo humano ha crecido más de un 15%. Por tanto, una senda nuevamente muy acelerada y positiva que pone de manifiesto que España tiene una sociedad más desarrollada, dinámica e interconectada de lo que muchas veces pensamos.

² «Estimación del Capital Social» (Francisco Pérez García, et al; Fundación BBVA); Índice de Desarrollo Humano en España (IVIE).



MIRANDO HACIA EL FUTURO

Si como hemos visto anteriormente la historia de convergencia económica ha sido favorable, pese a que nuestro PIB per cápita frente a nuestros principales socios ha oscilado entre el 60% y el 85%, cabe preguntarse qué extra necesitamos para cerrar definitivamente esta brecha en los próximos años, más teniendo en cuenta que nuestra economía se encuentra ya plenamente integrada en el ciclo económico europeo, incluso con un grado de apertura superior a la media que nos hace ser más sensibles a la dinámica económica mundial.

España debe aprovechar su **enclave geoestratégico** y la llegada potencial a más de 500 millones de consumidores, para apostar claramente por los *clusters* industriales que muestran potencial de crecimiento y un bagaje pasado exitoso de crecimiento en empleo y productividad pese a las oscilaciones cíclicas. Destacaríamos en este frente las actividades de maquinaria y herramienta, los sectores químicos, biotecnológico, alimentación y bebidas y automoción. Igualmente, se debe mantener una preferencia hacia los servicios con elevada productividad, como son el transporte, las comunicaciones, el almacenamiento, la información y comunicación, las finanzas o aquellos que suponen un factor diferenciador frente al resto del mundo: cultura y creatividad.

Como los últimos estudios del Consejo Empresarial para la Competitividad (CEC) han puesto de manifiesto³, **claves** han de ser contar con una mayor y mejor internacionalización empresarial, unas políticas y regulación de más calidad buscando un mayor tamaño de empresa, la necesidad de más inversión en I+D y obviamente mayor eficiencia en el funcionamiento de nuestro mercado laboral.

En este sentido, la **formación y empleabilidad del capital humano** seguirá siendo relevante. Para ello, hay que reformar la enseñanza desde los niveles más básicos que reduzca el fracaso escolar, mejore los resultados educativos y aumente las competencias de los jóvenes; impulsar la formación dual con mayor implicación de las empresas en este proceso; reforzar las políticas activas de empleo, centrándolas menos en los subsidios y más en la formación y el asesoramiento personal al parado; promocionar el emprendimiento cualificado por parte de los jóvenes, facilitando el acceso a la financiación; fomentar un empleo más estable, con efectos positivos en la adquisición de

³ En este sentido, ver por ejemplo su último informe anual «España 2018», disponible en www.consejoempresarialparalacompetitividad.es



competencias y su uso productivo y reforzar los sistemas de evaluación de los resultados, tanto en el ámbito educativo como en el de las políticas activas de empleo. El envejecimiento poblacional requiere aprovechar las oportunidades para garantizar el bienestar de una creciente población dependiente que recaerá sobre los hombros de cohortes de jóvenes cada vez más reducidas.

Me gustaría para cerrar este artículo esbozar algunas **enseñanzas útiles** que la participación activa en el IEAF me han permitido extraer. En primer lugar, que el sistema capitalista sigue siendo el mecanismo de producción y asignación de recursos más eficiente, pese a presentar fallos, ciclos económicos e inestabilidad financiera que necesitan de lo que hoy llamamos políticas macro prudenciales. En segundo lugar, que tan importante es qué produces como el cómo lo produces, tratando de alinear y conectar mejor la oferta y la demanda, con talento y capital financiero inteligente revalorizando las figuras del empresario y emprendedor. En tercer lugar, que el desarrollo económico de un país debe verse como una carrera de fondo, con ambiciones realistas y sentido común y muy importante, evaluando continuamente las políticas bajo los criterios de eficiencia y equidad, sin perder de vista lo importante que resulta la unidad y el liderazgo en dicho proceso. Y finalmente, es importante saber dónde queremos posicionar a España en valores clave como el bienestar, la sostenibilidad, la competitividad y la influencia, contando con ejes fundamentales como la transparencia, la punidad y muy especialmente la responsabilidad del deber.



LOS MERCADOS DE CAPITALES EN ESPAÑA: 1965-2015. FACTOR DE IMPULSO AL DESARROLLO DE LA ECONOMÍA

Antonio J. Zoido Martínez
Presidente de BME

Con la perspectiva histórica que da el paso del tiempo, la creación del Instituto Español de Analistas Financieros, hace ahora 50 años, no es fruto de la casualidad. Se enmarca en el inicio de la que probablemente es la etapa más intensa, compleja y, a la vez, fructífera de la historia de los sistemas financieros de la mayor parte de las economías mundiales. Cinco décadas que han traído consigo cambios de carácter estructural, marcados en no pocas ocasiones por situaciones coyunturales, que han ido conformando lo que actualmente es una economía mundial que ha alcanzado un grado de globalización e integración muy importante en el que la parte financiera es, para muchos autores, el paradigma de esa globalización.

Durante los últimos ocho años de este período de cincuenta, prácticamente toda la actividad financiera, bancaria y de mercados monetarios y de valores e instrumentos financieros, regulados y no regulados, se ha visto sometida a tensiones de liquidez y de valoración de una magnitud sin precedentes. Se ha puesto de manifiesto, con claridad, el importante papel que en las economías avanzadas y emergentes cumplen los sistemas financieros y, en particular, los mercados regulados de capitales y valores a la hora de proporcionar información sobre los precios de los activos y proveer liquidez en condiciones normales y extremas. La economía mundial, tal y como la conocemos actualmente, con sus defectos y virtudes, tiene en los mercados y sistemas financieros uno de los elementos que conforman su propia esencia.



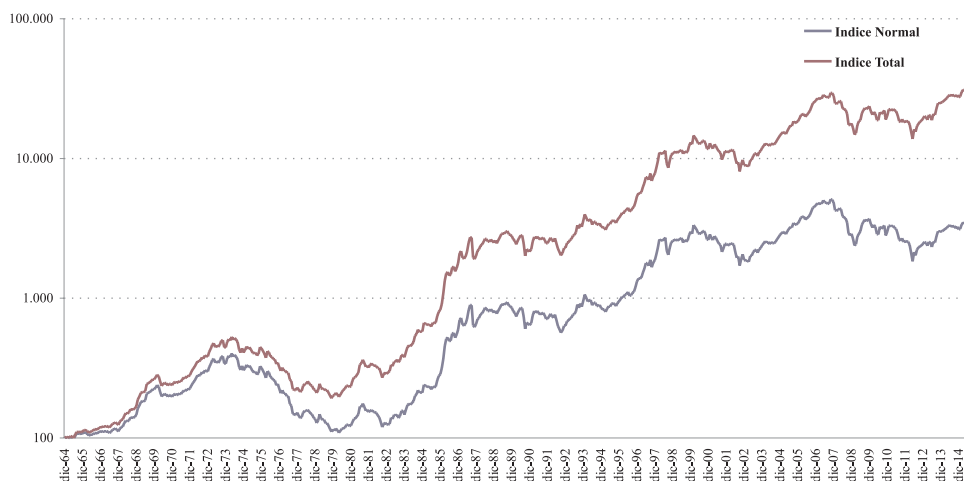
España es, en los últimos 50 años, un magnífico ejemplo de país en el que los cambios han afectado a todos los ámbitos: políticos, sociales y económicos. El mercado de capitales, parte esencial del sistema financiero, es uno de los ámbitos en los cuales la transformación se ha hecho más visible e intensa. Progresivamente, el mercado de capitales se ha convertido 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 transparencia, liquidez y eficacia.

En 1964, el PIB español en términos corrientes transformado a euros alcanzaba los 7.000 millones de euros; 50 años después, en 2014, se ha multiplicado por 150 hasta superar el billón de euros. En términos reales, la producción de la economía española se ha multiplicado por algo más de 5,5 veces, lo que supone una tasa de crecimiento anual acumulativo ligeramente por encima de 3,5%, a todas luces muy satisfactoria. Por su parte, el crecimiento de los mercados de capitales es todavía más llamativo: la capitalización o valor de mercado conjunto de la Renta Variable y de la Renta Fija admitida a cotización en 1964 transformada a euros se acercaba a los 3.100 millones y 50 años después, en 2014, se había multiplicado por 800. En cuanto a la negociación de acciones, se ha multiplicado en el período por más de 20.000, hasta superar en 2014 los 880.000 millones de euros.

Las cifras son suficientemente elocuentes para ilustrar el enorme salto en dimensión experimentado por un mercado de capitales, el español, que se configura hoy como 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. Sistemas y plataformas tecnológicas 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 través de instrumentos y títulos desmaterializados que mayoritariamente se negocian a través de mercados regulados.



50 AÑOS DE EVOLUCIÓN DE LA BOLSA EN ESPAÑA Índice Normal y Total de la Bolsa de Madrid(1) 1965 - 2015 (Base 100= Diciembre 1964). Escala logarítmica



(1) El Índice Normal es un índice de precios de las acciones cotizadas que forman parte del mismo
El Índice Total incorpora además la rentabilidad por dividendos y otras operaciones financieras

La estructura actual, diseñada para soportar volúmenes de transacciones crecientes, ha alcanzado un grado tan importante de flexibilidad que le permite adaptarse y afrontar con garantías los rápidos cambios regulatorios y tecnológicos que se producen en los sistemas económicos y financieros mundiales. Especialmente, a partir de la crisis que comenzó en el verano de 2007 y que dejará huella como uno de los períodos más negativos de la historia.

FACTORES INTERNACIONALES CAMBIAN LOS MERCADOS DE CAPITALES

Los primeros pasos de IEAF coinciden a mitad de los años 60 del siglo XX con la primera oleada de factores de carácter internacional cada vez más poderosos que comenzaban a transformar los mercados de capitales ejerciendo una gran presión sobre los responsables de las políticas económicas y financieras y sobre las instituciones tradicionales (1).

Esa primera oleada global de movimientos transformadores estaba impulsada por el desarrollo económico y tecnológico, el avance de los grandes inversores institucionales y la expansión de las empresas de servicios de inversión. Estos factores, que han continuado en gran medida hasta nuestros días, transformarían los productos, la demanda, los costes y, en conjunto, el tamaño de los sistemas y la industria financiera.



También a partir de la primera mitad de los años 60, las principales Bolsas mundiales, instituciones emblemáticas con trayectoria centenaria en muchos casos pero todavía con un marcado sesgo nacional y un tamaño reducido en términos de contratación y capitalización, comenzaban a perseguir intereses y objetivos comunes y se asociaban en la Federación Mundial de Bolsas de Valores (WFE) (2) para aunar esfuerzos en un escenario cada vez más exigente en materia de desarrollo tecnológico, apertura internacional y crecientes necesidades de financiación por parte de las cotizadas.

Posteriormente, la primera oleada transformadora dio paso a otras dos: las reformas llevadas a cabo en los Estados Unidos que modificaron la operativa, la apertura y el atractivo de los mercados norteamericanos y supusieron un ejemplo de cambio institucional para el resto de países y, ya con posterioridad, las reformas de las legislaciones europeas que regulaban la negociación en los mercados de capitales.

PRIMEROS CAMBIOS EN LOS MERCADOS DE CAPITALS ESPAÑOLES

En la España de los años 60, el primero de los impulsos transformadores comenzaba a dejar sentir sus efectos de forma progresiva en sus mercados de capitales, todavía de reducida dimensión, pero con un destacado crecimiento producto del fuerte aumento del Producto Interior Bruto acaecido durante esa década a partir de una mayor apertura a los mercados exteriores y en particular, hacia la Comunidad Económica Europea (CEE). En el ámbito bancario se produce también un fuerte crecimiento de la actividad con gran número de Bancos y Cajas de Ahorros experimentando un papel muy activo en la captación de ahorro privado. La Bolsa comenzaba a penetrar en la actividad económica del país de la mano del crecimiento del número de accionistas y la popularidad, sobre todo a principios de los años 70, de las acciones de algunas empresas emblemáticas, como, por ejemplo, Telefónica.

También durante la segunda mitad de los años 60, el aumento de la renta y el ahorro de los españoles impulsó los primeros pasos de la inversión colectiva, con la implementación del desarrollo legislativo que daba paso a fondos y sociedades de inversión. El número de sociedades y fondos fue enseguida importante y los capitales de dichas sociedades abundantes, de tal manera que contribuyeron apreciablemente al aumento de la contratación y capitalización del mercado de acciones español.

En 1967 se publicó un nuevo reglamento de Bolsa en el que se contemplaba no solo el funcionamiento del Colegio de Agentes, sino la admisión, permanencia, sistemas de



contratación, de información y funcionamiento básico de la Bolsa. Unos años después, en 1975, se puso en funcionamiento el llamado Nuevo Sistema de Liquidación Bursátil, de gran importancia para el desarrollo posterior del mercado, mediante el cual los títulos se hacían fungibles. El sistema financiero español vive, en suma, un proceso de homologación con los sistemas de los países más avanzados y 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. Relevante durante los primeros años 80 es el impulso a la transparencia de mercado: hechos relevantes y operaciones financieras de las compañías cotizadas comenzaron a difundirse de manera más exhaustiva y puntual. 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.

Mientras se sucedían cambios de carácter estructural en los mercados de capitales españoles, el contexto político, social y económico vivía momentos de extraordinaria convulsión. En los 70 el mundo se enfrentaba a la primera crisis del petróleo y España, golpeada por la crisis, trataba de articular una difícil transición política desde un régimen autoritario a una democracia moderna. La Bolsa española encadenaba fuertes pérdidas como reflejo de la delicada situación económica y política y la actividad del mercado de acciones se redujo intensamente. El freno al deterioro de la situación económica comienza a vislumbrarse a partir de la firma en 1977 de los llamados «Pactos de la Moncloa», que significaron la puesta en marcha de una política económica consensuada y estabilizadora.

Los años 80 significan para España el progresivo fortalecimiento de la democracia y la consolidación de su modelo de desarrollo como una economía de libre mercado y abierta al exterior. Las transformaciones económicas y sociales culminan en enero de 1986 con la incorporación a la Comunidad Económica Europea. A partir de 1983 el mercado de capitales español recobró impulso y actividad de la mano de una incipiente inversión extranjera que preludiaba la etapa de modernización y desarrollo del mercado financiero español que vendría a continuación (3).

LA GRAN TRANSFORMACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

Con bases políticas, económicas y sociales cada vez más sólidas y las fuerzas internacionales ejerciendo cada vez más presión sobre los responsables políticos, el terreno estaba



preparado para la gran transformación del mercado de capitales español, que se produce a ritmo vertiginoso a partir de la última parte de los años 80. En un periodo relativamente corto (1987-1992) se configura una estructura completamente nueva. 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 (MEFF) (4). En 1991 es reconocido como mercado de valores el Mercado de Renta Fija privada (AIAF).

La década de los 90, 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 capitales 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 de las Bolsas y su propia cotización.

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 complementarios (5).

Las Bolsas desmutualizadas y cotizadas en los mercados de valores vienen operando de manera muy positiva desde hace años. La Bolsa española, ya integrada desde 2002 en el holding de empresas Bolsas y Mercados Españoles (BME), comienza a cotizar hace casi una década, en julio de 2006.

PILARES SÓLIDOS DEL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

Entre los factores que han apoyado el desarrollo de los mercados de capitales españoles y a la vez constituyen sólidos pilares del mismo, destacan tres a la hora de explicar su situación actual.



En primer lugar, es relevante el papel asumido por los inversores no residentes y las familias españolas como demandantes finales de valores negociados en mercados. Ambos grupos han determinado el desarrollo del mercado de capitales español en los últimos 30 años.

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 se decantan progresivamente por la inversión en valores en detrimento de la financiación bancaria. Progresivamente, la financiación exterior se orienta hacia la Renta Fija a medio y largo plazo hasta volúmenes que alcanzan los 117.000 millones de euros al cierre de 1997 y continúan creciendo hasta los más de 730.500 millones de euros al cierre de 2014.

Dentro del ámbito de la Renta Fija, las crecientes necesidades de financiación del sector público han tenido una gran relevancia en los últimos treinta años. Los inversores no residentes han sido, en este sentido, grandes suministradores de financiación para cubrir el déficit público español. 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 y a superar los efectos de la crisis de deuda soberana en Europa en los años 2012 a 2014.

Con las acciones se reproduce un fenómeno de similar intensidad: los inversores no residentes poseían en 1992 acciones de empresas españolas cotizadas por valor de 20.861 millones de euros y alcanzaban en 2014 los 278.000 millones, trece veces más.

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.

En esta tendencia destaca, sobre todo, el desplazamiento tanto hacia fórmulas de inversión colectiva, fondos de inversión, pensiones y seguros de vida, como hacia la 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% de los activos financieros totales de las familias españo-



las, a finales de 2014 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 se acercaba al 60% de los activos financieros, casi el doble.

Los nuevos hábitos financieros de las familias traen consecuencias beneficiosas para el sistema financiero en su conjunto: además de impulsar la cultura financiera, consolidan importantes volúmenes de ahorro institucional cuyo destino natural son los mercados de valores, que se ven impulsados en liquidez y eficiencia, y cambian las formas de remuneración del ahorro de las familias, que se hacen paulatinamente más sofisticadas.

En segundo lugar, hay que destacar el protagonismo de las empresas como emisores. A lo largo de las últimas tres 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 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 la mayoría de los 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 y sostenible a largo plazo.

El mérito de haber atraído ahorro y accionistas no residentes es de las propias compañías con planes de expansión consistentes y una gestión bien orientada, pero también de los mercados de capitales 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 empresas en las multinacionales que hoy son.

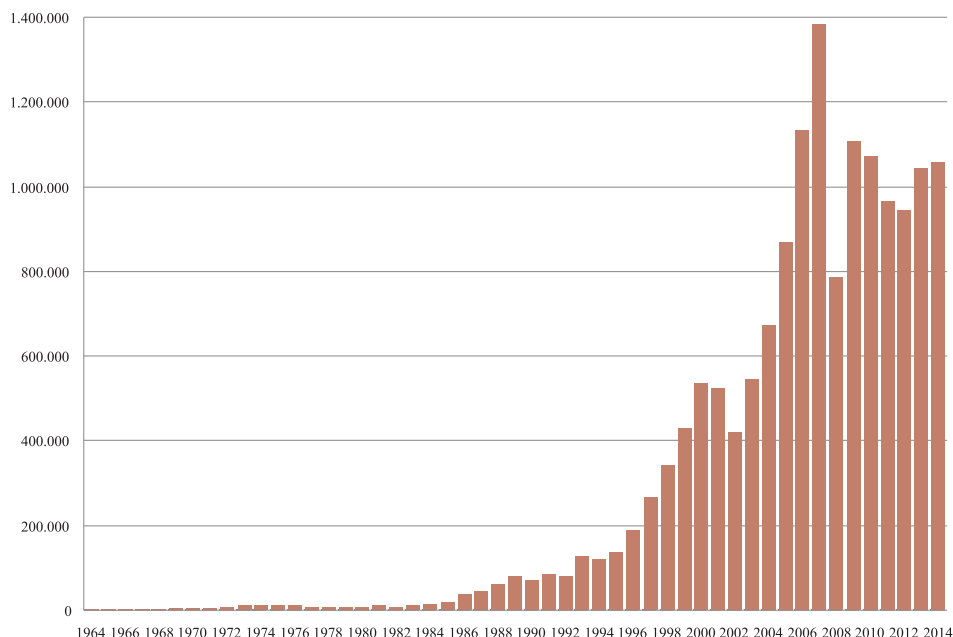
Y, en tercer lugar, destaca la tecnología, que se ha convertido en un factor de vital importancia en el desarrollo de los mercados de valores. Con especial intensidad en los últimos veinticinco años, las Bolsas y el conjunto de mercados de capitales españoles han realizado cuantiosas inversiones en tecnología, 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, 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 (6).



UNA REFERENCIA A LA BOLSA ESPAÑOLA TRAS SU REFORMA

Dentro del conjunto de mercados de capitales, 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 y los mercados de valores. Si tomamos como período de análisis los últimos 30 años, desde la entrada de España en la Comunidad Económica Europea y a punto de iniciarse la gran reforma del mercado, 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.

**CAPITALIZACIÓN DE LA RENTA VARIABLE EN LA BOLSA ESPAÑOLA
1964-2014. Datos en millones de euros al cierre del año**





El indicador más 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 de 1.042 puntos en el año 2014, diez veces más que hace tres décadas. Si tomamos en consideración no solo los precios sino también la rentabilidad por dividendos, el Índice Total de la Bolsa de Madrid, también con base 100 al cierre de 1985, cerraba 2014 en 3.386 puntos, casi 34 veces más.

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 883.000 en 2014, setenta veces más, lo que representa una tasa media de crecimiento anual acumulativo superior al 16%, alrededor de 10 puntos anuales por encima del PIB nominal. 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 ser de casi 1,1 billones de euros al cierre de 2014, veintiocho veces más, y tiene una tasa media de crecimiento anual acumulativo cercana al 13%, el doble que la anotada por el PIB.

Las compañías cotizadas han tenido un protagonismo esencial en este proceso. Entre 1986 y el año 2014 han tenido lugar en el mercado bursátil español 276 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 que supera los 100.000 millones de euros. De ellos, algo más de 50.000 millones corresponden a ofertas para salida a Bolsa de empresas privadas, 27.000 millones son privatizaciones sucesivas, 18.000 millones ofertas públicas sucesivas de empresas ya cotizadas y 4.000 millones de privatizaciones con salida a Bolsa (7).

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 OPVs 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. Estas han modificado significativamente tanto el marco de la economía como del siste-



ma financiero español y, especialmente, el de los mercados de capitales. Entre sus consecuencias positivas para la economía 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 la Administración Pública, 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, profundidad y eficiencia de los mercados de valores que influyen positivamente en los precios, reduciendo el coste de la financiación para el conjunto de las empresas.

Relevancia especial a la hora de glosar el comportamiento de la Bolsa española en las últimas décadas tiene el IBEX 35®, 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 (8).

LOS RETOS DEL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

El futuro de los mercados de capitales regulados como institución de referencia de la economía de mercado se anticipa brillante en todo el mundo. Durante los años siguientes a la crisis que comenzó en 2007, 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.

Los próximos años van a estar marcados, especialmente en Europa y en España en particular, por la necesidad de impulsar el cambio en el modelo de financiación tradicional, con más peso hacia los mercados de capitales. Es esta una tendencia que se ha generalizado a nivel mundial y también a nivel europeo. El Gobierno español va dando pasos apoyando las alternativas existentes y creando nuevos mecanismos. La agenda para el fortalecimiento del sector industrial en España de cara a 2020 propone aumentar el peso de la financiación no convencional y considera esencial el apoyo de mecanismos de mercado de capitales como el MARF y el MAB.

El actual ejecutivo de la Comisión Europea, elegido en 2014, también ha lanzado el proyecto «*Capital Markets Union*» para impulsar el crecimiento y el empleo en la región.



Se trata de paliar las deficiencias del modelo actual y crear las condiciones necesarias para un desarrollo inteligente, sostenible e integrador y que la economía europea consiga una diversificación más amplia y efectiva de las fuentes de financiación. Las palabras del presidente Junker resultan esclarecedoras: *«Debemos complementar las nuevas reglas europeas para los bancos con una Unión de Mercados de Capitales. Para mejorar la financiación de nuestra economía debemos desarrollar e integrar los mercados de capitales. Se reducirá el coste de obtener capital, sobre todo para las Pymes, y ayudará a reducir la elevada dependencia de la financiación bancaria. Aumentará así el atractivo de Europa como lugar para invertir»* (9).

El mercado de capitales español tiene hoy tamaño, profundidad, eficiencia y nivel tecnológico para cumplir con su cometido en el ámbito de la economía española, europea y mundial y adaptarse a las nuevas regulaciones, a una mayor competencia, mayor diversificación de productos y nuevas estructuras corporativas. Y tendrá un papel relevante a la hora de afrontar la necesaria mejora de la competitividad de nuestra economía. Ya se está convirtiendo, y lo hará todavía más 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.

Dentro de la necesaria reordenación de los mecanismos proveedores de financiación de la economía, los mercados de capitales seguirán ganando peso y, en esta línea, volver a 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 solo 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.

Y finalmente, otro aspecto esencial es el cambio de estructura empresarial. Las pequeñas compañías deben aumentar su tamaño para ser más productivas, competitivas y mejorar su acceso a la financiación y, para eso la presencia en mercados es un instrumento que debe ser puesto en valor. El trabajo publicado en 2015 por la Fundación de Estudios Financieros, institución hermana del IEAF, titulado *«Los Retos de la Financiación Empresarial»* es una excelente reflexión sobre el futuro de la financiación empresarial en España (10).

Un futuro donde la Bolsa española y el IEAF, dos instituciones con fuerte arraigo y reconocido prestigio, nacional e internacional, seguirán aportando valor, seguridad y



calidad al sistema financiero como lo han hecho ininterrumpidamente durante los últimos 50 años.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS SELECCIONADAS

- (1). THATCHER, M. (2007). «Internationalisation and Economic Institutions: Comparing European Experiences». Oxford University Press.
- (2). AA.VV. (2010). World Federation of Exchanges, CEPS & Harris, L. (ed). «Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth». Oxford University Press.
- (3). BME (2006). «La Bolsa de Madrid cumple 175 años». N° Monográfico. Revista BOLSA, nº 157.
- (4). BASAÑEZ, J.M.; SARSA, D. (2006). «La creación del mercado de derivados financieros». Bolsas y Mercados Españoles. Colección Estudios e Investigación. BOLSA DE MADRID (2001). «De la reforma a la integración de mercados. N° 100 Monográfico. Revista Bolsa de Madrid. Junio-Julio 2001.
- (5). GARCIA COTO, D.; GONZALEZ QUINTANA, V. (2007) «Las Bolsas de Valores se transforman: de la desmutualización a la cotización» en Curso de Bolsa y Mercados Financieros, SANCHEZ FERNANDEZ VALDERRAMA (Dir). Editorial Ariel, 4ª edición.
- (6). ZOIDO, A. (2010). «El Mercado de Valores Español: financiación, transparencia y eficiencia». Perspectivas del Sistema Financiero. Especial N° 100. Funcas.
- (7). GARCIA COTO, D.; SANCHEZ, A.; BEIRAS, J. (2010). «Las salidas a Bolsa como eje de transformación económica y social». Revista BOLSA (Edición digital) <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revistaOnline/index.htm>
- (8). AA.VV. (2003) «Ibex 35». Monografía completa. Perspectivas del Sistema Financiero, nº 79. Funcas.
- (9). JUNKER, J.C. (2014). European Parliament. July 15th.
- (10). AA.VV. (2015). REQUEIJO, J. (Dir). «Los retos de la financiación del sector empresarial». Fundación de Estudios Financieros y Círculo de Empresarios.



LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN ESPAÑA. UN SISTEMA EN EVOLUCIÓN AL SERVICIO DE LA SOCIEDAD

José María Roldán
Presidente de la AEB

Alfonso Caro
Asesor de la AEB

La publicación por el Instituto Español de Analistas Financieros del libro conmemorativo de su 50 aniversario constituye una magnífica oportunidad para reflexionar sobre algunos aspectos y acontecimientos básicos de la evolución del sistema financiero español y recordar los importantes cambios que ha experimentado a lo largo de estas últimas décadas. No es el propósito de este artículo describir la transformación detallada del sistema financiero español durante este periodo, algo que escapa del propósito de esta publicación y, probablemente, de la capacidad de los autores. Sí se pretende señalar, mediante una simple comparación del tipo de «dónde estábamos, donde estamos», cuánto han cambiado las cosas en estos años.

Efectivamente, como tendremos oportunidad de comprobar a lo largo de las líneas que siguen, el panorama de nuestro sistema bancario es hoy sustancialmente distinto del que tenía en los años 1960-70, tanto en términos de estructura, como de operativa y regulación, aunque su contribución al funcionamiento y financiación de la economía nacional, y prestación de servicios a la sociedad, siga manteniendo sus características esenciales.

EL SISTEMA BANCARIO Y LA ECONOMÍA

Aunque es evidente que el sistema financiero ha tenido y tiene un peso fundamental en la economía, parece conveniente comenzar por recordar algunas cifras básicas de su importancia.



En este sentido resulta oportuno señalar que en el año 1965, es decir remontándonos al inicio del periodo de 50 años que inspira este libro, el total del activo del sistema bancario se situaba en 7.600 millones de euros, lo que representaba un 90 % del PIB, de los que correspondían el 61.7% a los bancos, el 19.8% a las cajas de ahorros y el 18.4% al ICO.

A finales del año 2014, esta cifra se ha multiplicado por más de 380, se ha situado en 2.913.000 millones de euros y supone un 275% del PIB, lo que evidencia que la participación del sistema bancario en nuestra economía ha experimentado un espectacular crecimiento. La distribución de las distintas entidades en el total del activo también ha experimentado considerables variaciones ya que, a dicha fecha, el 55.4% corresponde a los bancos, el 35.9% a los bancos procedentes de la transformación de las antiguas cajas de ahorros, el 3% al ICO y el resto a otras entidades.

Esta evolución ha ido acompañada, además, de un cambio sustancial de los bancos en la actividad empresarial ya que, frente al papel relevante que tenían hace unas décadas en la composición accionarial de las más importantes sociedades del sector industrial, de la construcción o de servicios, la mayoría de las entidades ha abandonado hace tiempo estas posiciones y se ha concentrado en su actividad típica de concesión de créditos y de prestación de servicios bancarios y financieros.

El modelo bancario español se ha ido así confirmando como un sistema orientado fundamentalmente a la financiación y prestación de servicios a la clientela, tanto a nivel de empresas como de clientes particulares, que busca la satisfacción de las necesidades de éstos, y con ello de la sociedad en general, con una oferta diversificada de productos bancarios y financieros, así como un eficiente sistema de pagos.

ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DEL SECTOR BANCARIO

La estructura tradicional del sistema bancario español hasta la última parte del siglo veinte estaba integrada por cuatro tipos de entidades con características bien diferenciadas.

Por una parte estaba la banca oficial, de titularidad pública, que a través del Instituto de Crédito Oficial y de entidades especializadas (Banco de Crédito Industrial, Banco Hipotecario de España, Banco de Crédito Local, Banco de Crédito a la Construcción y Banco Exterior de España) proporcionaba crédito a sectores que se consideraban necesitados de un reforzamiento de la financiación prestada por el resto del sector financiero.



En segundo lugar se encontraba la banca privada, que durante muchos años constituyó la parte más importante del sistema (en el año 1965 los bancos privados proporcionaban el 71.2% del total del crédito del sistema y mantenían el 63.1% de los depósitos) y que desarrollaba una actividad tradicional de financiación, con particular orientación al mundo empresarial, y de prestación de servicios a todo tipo de clientela.

Por su parte, las cajas de ahorros (cuya participación en el sistema en el mismo año de referencia era del 11.6% del crédito y del 26.1% de los depósitos) estaban orientadas fundamentalmente a los pequeños ahorradores y a la financiación hipotecaria, con una presencia geográfica limitada al área de su sede social.

Y, por último, estaban las cajas rurales y cooperativas de crédito, con reducido peso en el sistema y dedicadas básicamente al ámbito rural.

La presencia de la banca extranjera era, por otra parte, muy reducida ya que se limitaba a cuatro entidades establecidas en España desde muchos años atrás y que respondía a razones históricas (Banco de Londres y América del Sur, Crédit Lyonnais, Société Générale de Banque en Espagne y Banca Nazionale del Lavoro).

Esta situación fue evolucionando progresivamente como consecuencia de decisiones de los poderes públicos, tanto estratégicas como regulatorias, y de forma paralela al proceso de transformación y liberalización de la economía y la sociedad españolas tras la reinstauración de la democracia en nuestro país.

Éstas condujeron, por ejemplo, a la fusión de los bancos oficiales, en la que destacó la creación de Argentaria y su posterior privatización; a la liberalización del régimen de las operaciones de las cajas de ahorros, que en el año 1977 se equiparó al de los bancos privados al mismo tiempo que se incrementaban sus posibilidades de expansión geográfica; y, entre otros aspectos, a la apertura del sistema bancario español en el año 1978 a la instalación de bancos extranjeros, lo que constituyó un importante factor dinamizador.

En este prolongado proceso se produjo también un intento de especialización de los bancos de nueva creación en bancos industriales y comerciales, que finalmente no prosperó, volviéndose al modelo de banca mixta o universal.

Como factor importante de la reestructuración del sector resulta inevitable hacer también referencia a la crisis bancaria iniciada en el año 1977 que afectó a más de 50 ban-



cos y supuso la desaparición y absorción de buena parte de ellos, y en el contexto de la cual se produjo la creación en 1977 del Fondo de Garantía de Depósitos, que fue acompañado de la constitución de la Corporación Bancaria como instrumento de gestión de los bancos en crisis.

Estos antecedentes históricos han tenido su culminación en un proceso mucho más reciente, y por ello más conocido, de concentración del sector bancario y de transformación de la naturaleza de algunas de las entidades que integraban el sistema bancario español.

Aunque en la banca privada existían importantes antecedentes de fusión de entidades (basta recordar la de los bancos Bilbao-Vizcaya-Argenteria o la integración en un solo banco de los cuatro, Santander-Central-Hispano-Banesto, que constituyeron el sistema 4B) este proceso últimamente ha sido especialmente importante en el sector de las cajas de ahorros en el que, además, se ha producido el cambio de su modelo societario y su transformación en bancos.

En el marco de la crisis de estos últimos años son así destacables las operaciones de adquisición y fusión con otras entidades bancarias emprendidas por diversas entidades, que dibujan un mapa bancario con importantes cambios, en el que se incluye también una reducción del número de oficinas, ciertamente excesivo, que en todo caso sigue asegurando una amplia y eficiente cobertura del servicio bancario para la integridad de los ciudadanos.

Pero si ha sido importante la evolución de la estructura del sistema bancario español y, como veremos posteriormente, del entorno regulatorio en que se ha desenvuelto la actividad de los bancos, desde el punto de vista cualitativo y de impacto en su negocio probablemente uno de los hechos más relevantes de las últimas décadas en el desarrollo del sistema bancario español haya sido la expansión internacional de algunas de sus entidades.

La actividad de los bancos españoles, que tradicionalmente había estado concentrada en el entorno doméstico con la apertura tan solo de algunas sucursales en las áreas fronterizas y de un cierto número de oficinas de representación, cambió radicalmente con la política de adquisición de entidades en el exterior que emprendieron los dos bancos de mayor dimensión, inicialmente en Latinoamérica donde han llegado a alcanzar un porcentaje muy importante de participación en algunos sistemas bancarios. Esta política se ha continuado después con operaciones de adquisición de importantes entidades en Europa y Norteamérica.



Todo ello ha conducido a que en las cuentas de resultados de estas entidades la actividad internacional y su peso en los beneficios a nivel del grupo hayan alcanzado en la actualidad un porcentaje que, en algunos casos, supera notablemente el de su actividad en España.

LA REGULACIÓN DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

Los cambios en la estructura del sistema bancario han ido acompañados también de modificaciones importantes en la regulación de la actuación de las entidades bancarias, lo que ha influido decisivamente a lo largo de los años en las características y condiciones de las operaciones de las distintas entidades de crédito.

Hasta bien avanzada la segunda mitad del siglo veinte la actuación de los bancos estuvo sometida a una regulación muy restrictiva, en la que existían muchos aspectos que hoy nos sorprenden y resultan anacrónicos.

Sin pretender, desde luego, realizar un examen de la muy larga y compleja evolución que ha sufrido la regulación bancaria desde los años 60 hasta hoy, merece la pena hacer referencia a ciertos aspectos de aquélla que ponen de relieve el enorme cambio experimentado por algunas de las condiciones en que se desenvuelve la actividad de los bancos tanto en su vertiente corporativa como operativa.

En la primera se sitúan, por ejemplo, la regulación del reparto de dividendos bancarios, que estuvo limitado por ley a un porcentaje del 6% del capital y reservas hasta que en el año 1981 se estableció el principio de libre distribución; el sometimiento a autorización previa de las operaciones de ampliación de capital de los bancos, que se mantuvo hasta mediados de los años setenta, así como de las absorciones o fusiones bancarias; las restricciones prácticamente totales a la apertura de oficinas; o la imposibilidad de autorización de la creación de nuevos bancos.

En el cambio de este escenario, conocido como «statu quo» bancario, fue fundamental la Ley de bases de ordenación del crédito y la banca de 14 de abril de 1962 que inició la liberalización del sector bancario.

Con la Ley de 1962 se abre la posibilidad de creación de nuevos bancos, se promueve la especialización de éstos y se comienza a liberalizar la apertura de nuevas oficinas ya que, aun dentro de un régimen estricto, los denominados «planes de expansión» aprobados en los años sesenta fueron autorizando la creación de sucursales.



Otro aspecto del gobierno de los bancos sometido a regulación fue el régimen de incompatibilidades en el desempeño de cargos de administración en otras entidades bancarias y de limitación del número de cargos a ocupar en cualquier tipo de sociedad, norma que ha perdurado hasta prácticamente nuestros días.

También las **condiciones de las operaciones** de los bancos han experimentado un cambio muy sustancial, tras la liberalización de un régimen regulatorio que condicionaba de forma muy importante la estructura del balance y los tipos de operaciones que podían desarrollarse y las condiciones de éstas. Así, a título de ejemplo, cabe recordar que, aunque hoy parezca sorprendente, entre las operaciones de la actividad habitual de los bancos privados no se encontraba tradicionalmente la concesión de préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas y que incluso tenían prácticamente prohibida la realización de estas operaciones ya que, hasta la aprobación de una Orden de finales de 1969, las operaciones con garantía hipotecaria sólo podían realizarse como superposición de garantía de otros créditos, requiriéndose autorización previa para su realización con otras finalidades. Fue también en esa misma fecha cuando se levantaron restricciones similares que existían, con carácter general, para la concesión de créditos a plazo superior a 18 meses, que también necesitaban autorización previa.

También las cajas de ahorros tenían restricciones importantes en su operativa, ya que sólo a finales de los años setenta fueron autorizadas a realizar las mismas operaciones y servicios que los bancos.

Por su parte, el establecimiento de la banca extranjera promovió la introducción en nuestro sistema bancario de los créditos a interés variable, hasta entonces no ofertados por el sector.

En la regulación de las operaciones de los bancos debe destacarse también la importancia que revistieron durante muchos años los **coeficientes obligatorios** que debían ser cumplidos por los bancos y que afectaban a su capacidad de inversión y al destino de ésta.

Entre ellos figuraba el coeficiente de caja que era el porcentaje de los depósitos que el banco debía mantener en caja, en cuentas en Banco de España o como crédito disponible en éste, y que el Banco de España podía fijar entre un 5 y un 9%. Además, como complemento de este coeficiente, existieron determinados depósitos obligatorios, alguno de los cuales tenía como finalidad el fomento de la financiación a medio y largo plazo por lo que podía liberarse mediante la concesión de créditos a plazo no inferior a tres años.



De mayor significación fueron sin duda los coeficientes de inversión, cuyo objetivo era garantizar que un determinado porcentaje de los recursos de cada banco se destinaran a adquisición de fondos públicos o a créditos a sectores de interés preferente para la economía nacional, y que por ello se otorgaba en condiciones privilegiadas. Entre ellos se situaban los créditos a la exportación, los créditos para financiar la compra venta de bienes de equipo, o los créditos a la construcción de viviendas sociales. El importe del coeficiente de inversión se situaba en torno al 20% de sus recursos ajenos para los bancos y en porcentajes mucho más elevados para las cajas de ahorros.

Otro condicionamiento a la libertad de colocación de los recursos de los bancos lo constituían las limitaciones a la inversión en títulos de renta variable, que dependían de la naturaleza del banco y que para los bancos mixtos o comerciales se situaba en la suma de su capital y reservas.

Un aspecto relevante de la regulación de las operaciones bancarias hasta comienzos de los años ochenta lo fue también el **régimen de aplicación de tipos de interés**, tanto de las operaciones activas como pasivas, que durante muchos años estuvieron fijados por una norma legal, o referenciados al tipo de redescuento del Banco de España, o limitados en su cuantía máxima. La liberalización de tipos de interés que se inició en el año 1981 no alcanzó sin embargo a las operaciones de pasivo, que mantuvieron tipos máximos hasta el plazo de seis meses, con una limitación para las cuentas corrientes del 1 % que dio lugar a la práctica, más o menos extendida, del pago de «extratipos». En cualquier caso, no debemos olvidar que en los mismísimos Estados Unidos, existía una regulación («Regulation Q») dentro de la ley Glass-Steagall de 1933, que prohibía la remuneración de los depósitos a la vista y que sólo fue definitivamente derogada en 2010 mediante la ley Dodd-Frank (si bien había sido sucesivamente suavizada desde principios de los ochenta).

Una regulación similar existió sobre las tarifas de comisiones de las operaciones y servicios bancarios cuya estructura, y carácter máximo en ocasiones, estuvo fijada por órdenes ministeriales, por lo que los bancos debían sujetarse necesariamente a tales condiciones.

La evolución posterior de esta regulación, y su derogación, ha conducido a una situación radicalmente distinta en la que existe plena libertad para los bancos para fijar los términos, plazos y condiciones de sus operaciones y servicios, con prácticamente el único requisito de la publicidad y comunicación de los mismos.



La **transparencia de las operaciones y servicios bancarios** también es un ámbito en el que se han producido cambios fundamentales respecto del inicio del periodo a que se refieren estos comentarios. Aunque ya con anterioridad existían algunas obligaciones de información sobre los tipos de interés y condiciones aplicadas, es realmente a partir de la Ley de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito del año 1988 y de sus normas de desarrollo cuando se establece una regulación enormemente detallada de las obligaciones de los bancos, no sólo de información sobre el coste o rendimiento de las operaciones y de sus condiciones, sino incluso sobre la estructura de los contratos y el contenido de algunas de sus cláusulas.

En algunos casos, como es el de la transparencia de los préstamos hipotecarios, esta normativa se anticipó notablemente en el tiempo a normas europeas equivalentes. Nos referimos, en concreto, al derecho de los consumidores al cambio de su hipoteca a otra entidad mediante la subrogación de ésta en la posición del acreedor original, posibilidad recogida en la norma española desde mediados de los noventa que la reciente Directiva europea sobre crédito hipotecario no ha llegado a incorporar.

Un proceso similar ha tenido lugar en el ámbito de los mercados y de las operaciones de valores en el que, con la aprobación en 1988 de la Ley del Mercado de Valores, se inicia un proceso regulatorio destinado a dotar de mayores garantías a los inversores, tanto a través de medidas relacionadas con las condiciones de emisión de los valores como del establecimiento de unas rigurosas normas de conducta aplicables a cualquier entidad que preste servicios de inversión, que incluyen estrictas normas de diligencia, información y transparencia en la comercialización de productos de inversión y de instrumentos financieros relacionados con ellos.

Dentro de este sistema de transparencia y protección de los consumidores de servicios bancarios y de inversión se sitúa también el sistema instituido para hacer frente a las quejas o reclamaciones de los clientes, como alternativa a la intervención judicial, que ha llevado a que todas las entidades bancarias cuenten con un servicio de atención a la clientela o defensor del cliente para resolver aquéllas en una primera instancia, y a la existencia de los Servicios de Reclamaciones del Banco de España y CNMV, cuya función es conocer los casos a los que no hayan dado solución las propias entidades.

En este entorno regulatorio y de protección del consumidor no puede omitirse una referencia al importante papel que han asumido las autoridades europeas de reciente creación en el ámbito de banca, servicios de inversión y seguros (EBA, ESMA, EIOPA) con



la emisión de directrices que desarrollan y complementan la normativa emanada de los órganos de la Unión Europea.

EL SISTEMA DE PAGOS

En la valoración del papel que ha correspondido a nuestro sistema bancario en el último medio siglo no puede omitirse una mención importante a la evolución de nuestro sistema de pagos. Probablemente los servicios de medios de pago que la banca presta a sus clientes no son suficientemente conocidos y apreciados por la sociedad, quizás porque se da por supuesto que su funcionamiento debe ser rápido y eficiente, además de prácticamente sin coste.

Sin embargo ni siempre ha sido así, ni lo es en todas partes. Para llegar a la situación en que se encuentra el sistema de pagos en España, que figura entre los mejores del mundo (y no es una exageración), ha sido necesario un largo camino y un gran esfuerzo tecnológico y de inversión de las entidades bancarias que han sido las que, en alguna fase con la contribución del Banco de España, han desarrollado los medios de pago de los que hoy disfrutamos, tanto en su vertiente tradicional (cheques, transferencias, recibos domiciliados...) como de los más recientes instrumentos de pago (tarjetas, pago por móvil, etc.).

Por lo que se refiere a los medios de pago tradicionales cabe destacar que fue el sector bancario el que, para atender mejor las necesidades de sus clientes, tomó la iniciativa para estandarizar documentos como los cheques o recibos con objeto de permitir su tratamiento normalizado en las relaciones interbancarias, como base para su futura compensación electrónica.

A mediados de los años setenta del pasado siglo el intercambio de operaciones entre entidades se hacía todavía físicamente en papel en las Cámaras de Compensación lo que originaba que el abono de cheques o transferencias se hiciera en plazos que llegaban hasta un mes que hoy, por supuesto, serían considerados inaceptables. De la misma manera los recibos por la prestación de servicios eran emitidos en papel por las compañías e incluso cobrados físicamente.

El desarrollo del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, promovido conjuntamente por el Banco de España y las entidades de crédito en 1987, ha permitido llegar hoy a una situación en la que todas las operaciones se realizan por medios telemáticos,



con plena supresión de los soportes físicos para todos los intervinientes (incluidos los pequeños emisores de recibos) y con plazos de ejecución mínimos, que para algunas operaciones están en vías de reducirse aun más con la introducción de transferencias de ejecución inmediata. Puede parecer algo obvio la introducción de este sistema, pero en Estados Unidos sólo en 2003 se promulgó una ley que permitía el tratamiento electrónico de los cheques («Check 21 Act»).

Pero, si ha sido importante la evolución de los medios de pago tradicionales, aún lo ha sido más el desarrollo de los «nuevos» instrumentos de pago como las tarjetas, que parece que nos han acompañado desde siempre en nuestra actividad diaria, aunque tengan una vida relativamente corta. En este sentido merece la pena recordar que los sistemas de pago con tarjeta (4B y VISA) se crearon sólo a finales de los años setenta (la primera tarjeta de crédito que se emitió en España lo fue en 1978) y que fue en la siguiente década cuando comenzaron a popularizarse las tarjetas de crédito y débito y a instalarse con más o menos amplitud los cajeros automáticos así como, posteriormente, los terminales de punto de venta en comercios.

Hasta entonces, y durante algunos años después, el medio de pago habitual y prácticamente único era el efectivo que tenía que ser retirado de las ventanillas de caja de los bancos. Esta situación contrasta evidentemente con la realidad actual en la que existen decenas de miles de cajeros a disposición de los clientes y en la que prácticamente cualquier compra o suministro puede pagarse con una tarjeta bancaria, lo que no es una situación generalizada en otros países.

En todo caso, el mundo de los nuevos medios de pago y del resto de transacciones bancarias, ha experimentado otro avance espectacular con la banca electrónica por internet, inimaginable no hace muchos años y sobre la que se depositan enormes expectativas. Los futuros desarrollos de la banca digital originarán, sin duda, cambios muy relevantes en el modo de relación entre bancos y clientes, aunque previsiblemente los procedimientos y estructuras bancarias tradicionales seguirán coexistiendo, al menos en el corto y medio plazo.

Entre los servicios que la banca presta a la sociedad existe otro ámbito poco reconocido, pero también muy importante, como es el de su colaboración con las administraciones públicas en la gestión y recaudación de los ingresos tributarios y de la seguridad social.

Esta actuación, que ha requerido también de un gran esfuerzo de estandarización y de mecanización por parte de las entidades, permite que los organismos de recauda-



ción estatales, autonómicos y municipales dispongan de una amplísima red de puntos de ingreso sin coste alguno, lo que también constituye un evidente beneficio para los contribuyentes al facilitarles el cumplimiento de sus obligaciones fiscales y con la seguridad social. Se trata, además, de un servicio por el que las entidades de crédito, en la actualidad, no reciben prácticamente ninguna contraprestación ya que, con el actual nivel de tipos de interés, la disponibilidad de los fondos recaudados durante algunos días, que era el sistema establecido, carece hoy de relevancia financiera.

ENTORNO SUPERVISOR/REGULACIÓN PRUDENCIAL

Un repaso de los principales aspectos de la evolución del sistema bancario español no puede dejar de incluirse una referencia, aunque sea necesariamente breve, a los cambios experimentados por nuestro sistema de supervisión y por la regulación adoptada para garantizar la solvencia de las entidades de crédito.

En este ámbito resulta inexcusable reconocer el trascendental papel desarrollado por el Banco de España en la gestión diaria de la supervisión, así como la amplitud de las normas por él dictadas en el ámbito contable para la formación de los balances y cuentas de resultados; sobre la política que debe ser seguida por las entidades en el análisis, calificación y valoración de los riesgos y la previsión de fallidos; o en materia de dotación de provisiones para insolvencia, en la que se han anticipado fórmulas que luego han sido tomadas como modelo por otros sistemas.

Dentro de esta tarea supervisora del Banco de España ha sido también esencial la elaboración de los numerosos modelos y estados de información que los bancos han debido proporcionar con carácter reservado sobre muy distintos aspectos de su actividad. Por su parte, la publicación periódica de los balances individuales y consolidados de todas las entidades de crédito, así como de sus cuentas de resultados, responsabilidad legalmente atribuida a la AEB y demás asociaciones de entidades de crédito, constituye un instrumento que, desde hace muchos años, permite el conocimiento general de las principales partidas y cifras de su actividad.

La actuación del Banco de España ha sido también fundamental en el desarrollo y transformación del Fondo de Garantía de Depósitos, así como en la actuación de éste para afrontar las dificultades experimentadas por algunas entidades en crisis mediante la aportación de ayudas financieras. En una fase más reciente, el Banco de España ha con-



tribuido a la puesta en marcha del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, creado para hacer frente a la crisis bancaria surgida a partir del año 2007.

La asunción por el Banco Central Europeo, o más precisamente por el Mecanismo Único de Supervisión, de competencias supervisoras sobre las principales entidades de crédito, si bien no elimina el papel que el Banco de España asume en este proceso, sí supondrá sin duda un cambio tanto en los procedimientos de inspección presencial como en la política supervisora que hasta ahora se venía aplicando.

En un contexto de profundo cambio se sitúa también la evolución de la regulación prudencial de las entidades de crédito. Tras la progresiva liberalización del sistema bancario iniciada por la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca de 1962, y los importantes cambios normativos que representaron las reformas introducidas en el verano de 1974, desde el comienzo de los años 80 se inicia un nuevo periodo de regulación bancaria, cuyo inicio lo marca la Ley 3/1980 de Órganos Rectores del Banco de España que supuso un paso importante en la independencia del Banco y la confirmación, tras su nacionalización en 1962, de sus competencias para ejercer la disciplina e inspección de las entidades de crédito, entre otras.

La orientación de la regulación bancaria experimenta en todo caso un claro y lógico cambio como resultado de la crisis bancaria de los años 70-80. En la primera parte de este periodo la disposición de mayor significación fue la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, que hizo un especial énfasis en las medidas para garantizar la solvencia de las entidades de crédito poniendo en relación sus recursos propios con sus operaciones de riesgo. La Ley también culmina el proceso para la libre apertura de oficinas bancarias.

A partir de la entrada de España en la Comunidad Económica Europea en el año 1985, se inicia una nueva fase, en la que destacan la aprobación de la Ley 26/1988 de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito y de la Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España, aunque en ella la independencia legislativa comienza a estar cada vez más condicionada y orientada por la normativa adoptada en el ámbito comunitario europeo.

La reciente *Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito*, que ha derogado la mayor parte de las disposiciones básicas hasta entonces vigentes, transpone a nuestro derecho la *Directiva 2013/36/UE relativa al acceso a la activi-*



dad y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito, y desarrolla las previsiones del Reglamento (UE) 575/2013 sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que han pasado a convertirse así en la normativa básica de nuestro sistema bancario.

En esta última fase de la regulación bancaria deben destacarse también las normas destinadas a instituir un nuevo régimen armonizado para abordar las situaciones de crisis e insolvencia de las entidades de crédito, cuando éstas se produzcan, mediante fórmulas que eviten la apelación a los recursos públicos. Entre ellas destaca, a nivel europeo, la *Directiva 2014/59/UE por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*, que se ha completado con la creación del Mecanismo Único de Resolución, y cuya transposición a nuestro ordenamiento se encuentra en curso mediante la tramitación de un proyecto de Ley.

Los mecanismos utilizados, tanto en la normativa de solvencia como en la de resolución, recogen procedimientos e instrumentos innovadores y complejos (como la obligación de los bancos de confeccionar planes de recuperación de su propio negocio en caso de dificultades, los «recovery plans» o «living wills») cuyo desarrollo en algunos casos se encuentra aún en marcha.

Estas iniciativas regulatorias, y los mecanismos creados para hacerlas efectivas (Mecanismo Único de Supervisión y Mecanismo Único de Resolución), suponen un paso fundamental de la creación de la Unión Bancaria Europea, que se completará, esperamos, en el futuro con un sistema único de Garantía de Depósitos.

EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS BANCOS

Resulta obligado, por último, hacer unas mínimas consideraciones sobre el sistema de gobierno corporativo de las entidades de crédito. Durante muchos años prácticamente las únicas normas de gobierno corporativo específicas de los bancos fueron las introducidas en una fecha tan lejana como el año 1968 en que se estableció un régimen de incompatibilidades y limitación del número máximo de cargos en consejos de administración y en otros bancos que podían desempeñar los administradores de los bancos.

Esta situación ha evolucionado lógicamente a lo largo de los últimos años en los que, con independencia de los sucesivos códigos de buen gobierno para las sociedades coti-



zadas, que en su caso son de aplicación a los bancos que reúnen esta condición, han sido adoptadas numerosas disposiciones en materia de gobierno corporativo de las entidades de crédito, impulsadas por las autoridades globales y europeas, y entre las que se incluyen normas específicas sobre remuneraciones.

Entre ellas, además de las recogidas en la Ley del Mercado de Valores, deben destacarse las contenidas en la mencionada Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito, y en sus disposiciones de desarrollo, que establece los procedimientos de gobierno corporativo de que deben dotarse los bancos para garantizar una gestión sana y prudente de la entidad.

A estos efectos, la Ley recoge los principios que deben regir la política de remuneraciones de las personas cuya actividad incide en el perfil de riesgo de la entidad; prevé la existencia obligatoria de un comité de remuneraciones y de un comité de nombramientos; responsabiliza directamente al consejo de administración de la gestión de riesgos, con el apoyo de un comité o unidad de riesgos; y renueva el régimen de idoneidad e incompatibilidades de los altos cargos de las entidades bancarias.

La promoción de un buen gobierno corporativo de las entidades de crédito ha sido considerada clave por las distintas autoridades, habida cuenta de que son precisamente los fallos en éste lo que explican la crisis. En el caso español, el diagnóstico sobre el papel jugado por las deficientes estructuras de gobierno corporativo ha llevado a la transformación de la configuración societaria de una parte muy significativa de nuestro sistema financiero. Además, ya en sus inicios el Banco Central Europeo y el MUS han manifestado su intención de prestar una especial atención y un control muy próximo a las cuestiones de gobierno corporativo.

La progresiva importancia del buen gobierno corporativo ha ido acompañada también de un cierto cambio en los perfiles de los miembros de los consejos de administración de los bancos y de sus altos cargos, con una «expertise» crecientemente financiera y profesional, que además se ha ido acentuando a lo largo del tiempo.

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Con independencia de los aspectos regulatorios, existen otros en los que la actividad de los bancos también ha experimentado profundos cambios en las últimas décadas.



Entre ellos destaca un creciente compromiso de los bancos con la sociedad, o lo que es lo mismo una mayor sensibilidad sobre su responsabilidad social corporativa, que se traduce en una diversidad de acciones tanto en su ámbito tradicional de actuación como en otros ajenos a la estricta actividad bancaria.

Por una parte existe una evidente contribución del sector bancario a la actividad económica de la sociedad a través de la financiación de iniciativas empresariales y de negocios o de la adquisición de viviendas, de la prestación de servicios eficientes, y de la garantía de seguridad de los depósitos de sus clientes, todo lo cual pese a la reciente crisis bancaria ha podido seguir siendo desarrollado por los bancos miembros de la Asociación Española de Banca, sin acudir a ningún tipo de ayudas públicas y, por tanto, sin aportaciones de los contribuyentes.

En este contexto resulta también destacable la actuación de los bancos para minorar los efectos de la crisis económica en las familias con dificultades para el pago de sus préstamos hipotecarios, para lo cual han suscrito un Código de Buenas Prácticas para la reestructuración de la deuda hipotecaria sobre la vivienda habitual, que incorpora importantes compromisos financieros; han paralizado los desahucios a clientes incluidos en grupos de población de riesgo; y han creado un Fondo Social de Vivienda al que han aportado seis mil viviendas destinadas a ser alquiladas en condiciones muy ventajosas a las familias afectadas por ejecuciones hipotecarias.

También es particularmente destacable el nivel de accesibilidad de los ciudadanos a los servicios bancarios, aspecto en el que España, a pesar de una cierta reducción del número de oficinas bancarias, ocupa un lugar preferente ya que el grado de inclusión financiera, en comparación con otras economías, alcanza un porcentaje muy alto que incluye a la gran mayoría de la población.

Otra positiva contribución del sector bancario la constituye el número de empleos tanto directos como indirectos que proporciona, en condiciones además especialmente ventajosas de salario medio y de beneficios sociales, así como de estabilidad. La política de recursos humanos de los bancos presta una especial atención a la igualdad de género y proporciona numerosas oportunidades de trabajo a las personas con discapacidad, y lleva también a que, cuando resulta necesario, la negociación de los ajustes de plantillas se realice siempre a través del diálogo y acuerdo con la representación de los trabajadores.

Una aportación adicional de los bancos lo constituye su intensa actuación para prevenir el blanqueo de capitales, y evitar con ellos actividades ilícitas que constituyen un ries-



go importante para la sociedad en su conjunto, lo que requiere esfuerzos muy importantes de inversión, tecnológicos y de personal.

El compromiso social de los bancos se manifiesta, además, en un conjunto muy diverso de acciones desarrolladas de forma directa, o en colaboración con otras organizaciones, para promover proyectos de desarrollo económico o actuaciones en los campos del arte, la cultura, la educación o la integración de colectivos en dificultad, a todo lo cual dedican importantes recursos.

El desarrollo y financiación de estas iniciativas, y la participación en ellas de un número importante de empleados de los bancos en acciones sociales de voluntariado impulsadas por las propias entidades, constituye un ámbito quizás no suficientemente conocido de la actuación de los bancos españoles.

En este entorno se sitúa también el apoyo a colectivos en dificultades mediante microcréditos; o la oferta de productos y servicios que facilitan la gestión de las ONG como donaciones por internet, mensajería instantánea o tarjetas de prepago para captar fondos.

Entre las actividades de colaboración con la sociedad se sitúan también los proyectos con universidades y los planes de educación financiera que han implantado diversos bancos, tanto a nivel individual como de forma conjunta a través de la AEB, con el fin de mejorar el conocimiento y comprensión de los clientes de los productos y servicios financieros y de permitirles, con ello, efectuar una elección adecuada de los que mejor se adaptan a su perfil financiero y necesidades, y gestionar su economía familiar diaria.

En este contexto los bancos españoles participan también en diversas iniciativas internacionales en materia de responsabilidad social corporativa y han suscrito acuerdos o pactos dirigidos a procurar que los asuntos sociales y medio ambientales estén presentes en la financiación de proyectos de inversión, y a que el sector privado esté comprometido con los derechos humanos y laborales, con el medio ambiente y con la lucha contra la corrupción. Todo ello requiere integrar criterios de sostenibilidad y de transparencia en la gestión de las entidades bancarias.

CONCLUSIONES

Como ya se indicaba al comienzo del artículo, el propósito del mismo dista mucho de ofrecer una visión completa de los tremendos cambios experimentados por el sistema



financiero español. Sí creemos, sin embargo, que algunos de los ejemplos mencionados ilustran claramente los grandes progresos realizados, a veces oscurecidos por las crisis recurrentes que ha sufrido la economía española y su sistema financiero.

Tras los próximos cincuenta años, cuando se celebre el centenario del Instituto, la correspondiente publicación será, sin duda, interesante, habida cuenta de los retos asociados con la revolución digital y la construcción de la Unión Bancaria. ¿Escribiremos el artículo en un teclado todavía? ¿lo escribiremos en castellano? ¿lo escribiremos en Madrid, o quizás en Frankfurt? Estas cuestiones, sin duda, darían para otro artículo, o quizás para una novela de ciencia ficción. Dejémoslo aquí, pues.



ÉTICA Y PRÁCTICA PROFESIONAL DE LOS ANALISTAS FINANCIEROS

Luis Iturbe

Ex Presidente del IEAF

Ramiro Martínez-Pardo

Presidente de la Comisión de Ética y Práctica Profesional del IEAF

INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores son cada vez más complejos y al mismo tiempo están cada vez más próximos a los inversores. Los avances tecnológicos, la posibilidad de acceso casi instantáneo a mercados remotos y, en definitiva, la globalización de la industria de los valores ha popularizado la inversión. Pero también ha aumentado los riesgos.

La sofisticación de los productos y la gran cantidad de información que las nuevas tecnologías -y las exigencias de la regulación- ponen a disposición de inversores poco informados requieren de profesionales especializados que les ayuden a procesar esta información y a fundar sus decisiones de inversión sobre bases fiables. De esta forma, el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, y entre éstos el de los analistas financieros, adquiere una relevancia que nunca antes había alcanzado.

Poco tiene que ver el marco en el que los analistas desarrollan su actividad en estos momentos con el existente cuando el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) fue creado hace ahora cincuenta años. Pero si entonces su función era importante y la creación de una asociación que agrupara a los profesionales del análisis estaba plenamente justificada, en la actualidad su relevancia ha crecido.



Los tiempos han cambiado y lo han hecho en una dirección que otorga al análisis financiero una dimensión cuasi pública, de gran valor para el funcionamiento del mercado y para su transparencia, eficiencia e integridad. La labor de alguien capaz de examinar profesionalmente la información disponible sobre un determinado emisor, transformarla en predicciones de beneficios y estimaciones de precio objetivo, y hacerla pública en forma de recomendación de inversión fácilmente comprensible para un inversor, incluso poco avezado, otorga a los analistas una capacidad de influencia en los mercados que a la vez les coloca en el foco de reguladores, supervisores e inversores.

Y es precisamente este papel preponderante y útil para incrementar la transparencia y la eficiencia de los mercados de valores el que exige un comportamiento ejemplar de los analistas, acorde a lo que los inversores esperan de unos profesionales que les permiten tomar decisiones de inversión con fundamentos sólidos.

TRANSPARENCIA, EFICIENCIA Y EL PAPEL DEL ANALISTA

La mayor o menor transparencia de un mercado descansa en la cantidad y calidad de la información disponible sobre un emisor siendo la rapidez con que esta información se recoge en el precio de un valor el elemento clave para apreciar su eficiencia. El analista contribuye de forma destacada a mejorar la transparencia del mercado. Asimismo, su papel adquiere relevancia porque los mercados no son completamente eficientes.

Los reguladores imponen a los emisores amplias obligaciones de divulgación periódica de información y de los hechos relevantes que les afecten cuya sofisticación se ha incrementado en los últimos años. La información difundida como resultado de estas exigencias legales, o de forma voluntaria, es con frecuencia exhaustiva, detallada, en ocasiones compleja y difícil de entender e, incluso, susceptible de conducir a errores de interpretación. Los analistas son usuarios destacados de esta información e importantes generadores de opiniones útiles para los inversores. De este papel de intermediario entre la abundante información divulgada por los emisores y su presentación al mercado mediante una opinión simple y fácilmente comprensible sobre la evolución de un valor deriva su importante contribución al buen funcionamiento de los mercados de valores, aportando su análisis a la información difundida y mejorando así su grado de transparencia.

Igualmente, el papel del analista es relevante porque contribuye a aproximar los mercados a la eficiencia.



En un mercado plenamente eficiente, los precios reflejan completa e instantáneamente toda la información disponible y se ajustan rápidamente a la nueva información que pudiera aparecer; de esta forma, el precio de mercado de cualquier instrumento financiero constituye una buena estimación de su valor intrínseco, lo que proporciona una elevada liquidez en los valores negociados –con horquillas de precios de compra y venta con diferencial reducido–, y hace imposible el arbitraje –ya que el precio de un valor es prácticamente idéntico en todos los mercados en los que cotiza. Esta situación, si se diera, eliminaría la necesidad de realizar análisis sobre los valores ya que valor y precio coincidirían.

Sin embargo, la situación es otra. Las compañías de análisis dedican importantes medios a la captura y examen de información pública de los emisores y a la difusión de recomendaciones de compra o venta sobre sus acciones. Y lo hacen porque creen que los mercados no son eficientes. Porque piensan que la información sobre un valor se recoge de forma imperfecta en su precio.

Es más, gracias a que los participantes en los mercados compiten por encontrar las ineficiencias que les harán ganar una rentabilidad mayor que la obtenida por el promedio de los inversores los mercados se aproximan a la eficiencia. Y la labor de los analistas es clave para identificar tales ineficiencias. Su trabajo es útil porque el mercado presenta anomalías en su comportamiento que hacen que las variables que afectan a un valor no sean suficientes para explicar las diferencias en las rentabilidades ofrecidas a los inversores. Solamente en el largo plazo los mercados tienden a ser eficientes.

Pero lo que hace realmente relevante la función del analista es que los inversores siguen sus recomendaciones, que la cotización de un valor se ve impactada por una estimación sobre su precio objetivo y en definitiva, que la opinión del analista acerca de la conveniencia de invertir o desinvertir en un determinado activo influye notablemente en las decisiones de los inversores y es objeto de seguimiento generalizado. Y esto ocurre en la confianza de que los analistas actúan con independencia y sin otro interés que el de proporcionar al mercado información objetiva sobre las sociedades cotizadas.

Pero la confianza no es inquebrantable. Debe estar sustentada en un comportamiento honesto, independiente y transparente fuera de toda duda que, en líneas generales, ha existido históricamente y ha permitido el desarrollo de esta actividad de forma notable. Sin embargo, en los últimos años diversos escándalos financieros y la situación de crisis que ha caracterizado los mercados han provocado que la actuación del analista sea cuestionada. Algunas firmas han sido acusadas de incapacidad para predecir la evolución de los valores, de proporcionar información inexacta a sus clientes, originándoles cuantiosas pérdidas, y de falta de independencia.



La realidad es que la labor de los analistas, desarrollada no de forma aislada sino como producto de una oferta de servicios más amplia por parte de los intermediarios financieros¹, incurre en no pocos conflictos de interés con otras actividades desarrolladas por las mismas entidades. Diversos organismos internacionales, reguladores y observadores de los mercados financieros han prestado atención a estas cuestiones y han propuesto la adopción de medidas para aumentar la objetividad de los informes emitidos por los analistas y la ordenación de su actividad mediante códigos deontológicos que ayuden a incrementar la confianza de los inversores.

Las asociaciones profesionales, nacionales e internacionales, de analistas financieros –entre otras el IEAF en España y la ACIIA en el ámbito internacional–, han promovido códigos éticos que enmarcan el desempeño de su labor y establecen principios generales de actuación y presentación de las recomendaciones.

Los reguladores también han reforzado en los últimos años los requerimientos de las entidades dedicadas al análisis financiero para prevenir y gestionar los conflictos de interés inevitablemente inherentes a esta actividad. En el ámbito europeo, la Directiva sobre Abuso de Mercado y la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) han regulado la actividad de los analistas mediante normas que en líneas generales se apoyan en la exigencia de (i) cambios en la estructura organizativa de las entidades que ofrecen servicios de análisis, (ii) la presentación imparcial de sus recomendaciones y (iii) una mayor transparencia, exigiendo la revelación en los informes emitidos de los conflictos de interés que les afecten.

¿DÓNDE RESIDE EL CONFLICTO DE INTERÉS? ¿CÓMO GESTIONARLO?

El conflicto de interés en la actividad de los analistas, como en la de cualquier otro oferente de servicios de inversión, se encuentra en la propia naturaleza de su actividad y es consustancial a la esencia del servicio prestado. Los intermediarios financieros actúan en los mercados de forma dual, operando simultáneamente por cuenta propia y ajena, como compradores y vendedores de los mismos valores. A la vez, ofrecen a sus clientes análisis y recomendaciones de inversión o intervienen como colocadores o aseguradores en los mercados primarios. La relación de agencia entre cliente e intermediario,

¹ Solamente en algunos países anglosajones, y cada vez en menor medida, existen casas de análisis independientes. Lo habitual es que esta función se realice como un servicio interno, en el que los analistas de forma independiente elaboran informes y recomendaciones que se distribuyen a los clientes de la entidad.



obliga a éste a defender unos intereses –los del cliente– que a veces pueden contraponerse con los de su propia actividad.

No es fácil combinar los intereses del intermediario con los de sus clientes e incluso los intereses contrapuestos de varios clientes. Los conflictos están latentes y pueden aparecer en cualquiera de los servicios prestados porque los intereses de las partes involucradas son diversos. Por ello, es necesario evitar que se manifiesten y gestionarlos o revelarlos cuando no se puedan evitar.

Pero no todos los tipos de análisis son igualmente generadores de potenciales conflictos ni éstos se manifiestan con la misma intensidad en todos ellos. Es más, no en todos los tipos de análisis la contribución al incremento de la transparencia es el mismo.

En función de los objetivos perseguidos y de los enfoques utilizados se pueden diferenciar las siguientes clases de análisis:

Por un lado, dependiendo de la información utilizada, puede distinguirse entre análisis fundamental y análisis técnico.

- El análisis fundamental busca la determinación del valor intrínseco de una empresa a partir de los parámetros sobre los que se sostienen sus expectativas de crecimiento y de generación de beneficios. Una vez estimado aquél, es posible identificar valores minusvalorados o sobrevalorados, confiando en que el mercado hará converger su precio a la valoración correcta. El papel del analista fundamental es clave para descifrar la complejidad de la información disponible y contribuir a que una vez entendida y difundida se incorpore en el precio. De esta forma, la transparencia y la eficiencia del mercado mejoran.
- El análisis técnico se basa en el estudio de la evolución de la cotización de un valor a través de series históricas para extraer conclusiones -mediante la identificación de comportamientos recurrentes- sobre la evolución futura de los precios. No utiliza información divulgada por el emisor ni parámetros fundamentales sino precios, volúmenes de cotización y tendencias. Parte de la base de que todos los elementos que afectan al mercado están, de hecho, reflejados en el precio de la acción por lo que analizando éste se están examinando indirectamente todos los factores relacionados con ese mercado. Por ello, su papel respecto a la transparencia del mercado es limitado. El valor de este tipo análisis es otro. Aporta información útil sobre el momento oportuno para invertir en base a niveles de soporte y resistencias bajo la



premisa de que la historia y las conductas humanas se repiten y que observando la evolución de precios pasados se pueden inducir comportamientos futuros.

Una segunda distinción sobre los diferentes tipos de análisis puede hacerse en función de los objetivos perseguidos.

- De una parte se sitúan aquellos analistas que desarrollan su función en el ámbito de la inversión institucional o de la gestión de activos (*buy side*). Su trabajo trata de aportar elementos de juicio adicionales en el proceso interno de toma de decisiones de inversión.
- Por el contrario, hay otro tipo de analistas, que normalmente trabajan en el entorno de la banca de inversión, que realizan su labor con el objetivo de que sus conclusiones y recomendaciones sean difundidas al mercado para que sean tomadas en consideración por los inversores (*sell side*).

El análisis desarrollado en el ámbito del *buy side* es una actividad en la que debe primar la independencia en la selección de valores que siempre ha de ajustarse al perfil de riesgo y objetivos de inversión del cliente. Existen, desde luego, conflictos de interés en este ámbito pero se trata de una actividad muy regulada y supervisada con el claro objetivo de otorgar prioridad al interés del cliente.

Por el contrario, la mayoría de los debates sobre los conflictos de interés que afectan a los analistas se refieren a la labor de análisis fundamental desarrollada en el ámbito de la prestación de los servicios de banca de inversión e intermediación. Algunos escándalos financieros ocurridos en este ámbito de actividad en los últimos años han contribuido a ello y han cuestionado la independencia de los analistas y su capacidad para predecir la evolución del precio de los valores².

Adicionalmente, diversos trabajos han mostrado evidencia empírica de que existe un cierto sesgo optimista en las recomendaciones de los analistas. Sesgo que se manifiesta (i) en la tendencia a aconsejar la venta de títulos perdedores en un periodo inmediatamente anterior a su informe y la compra de valores en crecimiento (con un ratio valor

² La actuación de varias instituciones financieras en Estados Unidos que tras el anuncio de problemas contables en octubre 2001, en Enron seguían emitiendo recomendaciones *strong buy o buy* sobre la sociedad. Preguntas tales como: ¿por qué fueron tan lentos en reconocer los problemas? ¿había incentivos para recomendar Enron a los clientes?, son una clara muestra de los escándalos a los que nos referimos.



en libros/precio de mercado bajo), (ii) en que se ofrece una mayor proporción de recomendaciones positivas en periodos de mercados alcistas y de ventas en periodos bajistas, y (iii) en que los títulos con recomendaciones más favorables tienen mayor rentabilidad que los que acumulan recomendaciones de venta.

Esta constatación plantea cuestiones relativas a los motivos por los que esto ocurre, y a los conflictos de interés que afectan a la actividad de los analistas desarrollada en el ámbito de la banca de inversión (cuestiones que se refieren, por ejemplo, al esquema retributivo o la ausencia de una adecuada separación de actividades). O bien, a la existencia de otras razones de carácter personal, y ajenas a la firma de análisis, que afecten a la emisión de opiniones por los analistas³.

Áreas separadas

La primera cautela para prevenir la aparición de conflictos de interés es la de mantener la función de análisis separada del resto de las áreas de actividad con las que pudiera entrar en conflicto. Y son varias las áreas en las que esto ocurre. Entre otras el asesoramiento corporativo, la intermediación y la operativa por cuenta propia.

- Las actividades típicas de banca de inversión se centran fundamentalmente en el asesoramiento y el diseño de operaciones para los grandes emisores de valores –fusiones y adquisiciones, emisiones de renta fija o variable o salidas a bolsa–. Pero, aunque el asesoramiento sea el eje central del servicio, la labor del banquero de inversión va más allá, en ocasiones prestando a la vez varios servicios. En una ampliación de capital de una empresa cotizada, por ejemplo, el intermediario puede desarrollar de forma simultánea el diseño, la valoración y la colocación de los títulos entre los inversores.

³ Conflictos que pueden plantearse, por ejemplo, en sus relaciones con los (i) emisores o con (ii) inversores institucionales:

- (i) Los analistas confían para hacer sus análisis y modelos de investigación en el acceso a la alta dirección de las entidades emisoras para obtener información y ésta es menos proclive a dar acceso a analistas que son críticos y negativos con las perspectivas del negocio de su empresa.
- (ii) Los inversores institucionales juegan un importante papel en las evaluaciones anuales de los analistas mediante sus ratings para diversas publicaciones (ej.: Institutional Investors magazine) que a la postre les otorgan más prestigio y mejor remuneración. Cuando los inversores institucionales son accionistas significativos de una empresa sobre la que el analista emite opinión, éste podría ser reacio a bajar sus recomendaciones para ganar una mejor evaluación.



Junto a estas funciones, las firmas que ofrecen banca de inversión e intermediación cuentan con departamentos de análisis que, de forma independiente, emiten recomendaciones sobre un valor. Sin embargo, por regla general, los analistas que desarrollan sus servicios en una entidad de estas características no limitan su labor a la investigación sobre un determinado valor sino que realizan también tareas de apoyo a otros departamentos.

En esta confluencia de servicios aparecen dos conflictos relevantes que derivan (i) de la posible involucración del analista financiero en una determinada operación corporativa, dada su especialización, visión sectorial y experiencia de mercado, involucración que le da acceso a información reservada a la que no debería tener acceso, o (ii) de la potencial petición por parte de otros departamentos de que los analistas elaboren informes y recomendaciones que favorezcan el buen fin de sus operaciones corporativas y sirva como publicidad para futuras operaciones con otros emisores.

- Otra fuente de conflicto aparece cuando se da pie a situaciones en las que las recomendaciones de inversión puedan ser utilizadas como vía para aumentar las operaciones de intermediación. Los intermediarios bursátiles tienen como una de sus principales fuentes de ingresos los corretajes derivados de las operaciones por cuenta de sus clientes. La tentación de que las recomendaciones de los analistas sirvan para incentivar la realización de operaciones es fuerte y genera un conflicto de interés entre ambas actividades.
- En tercer lugar, existe conflicto entre la labor del analista y la actividad por cuenta propia del intermediario. En ningún caso ésta debiera ser utilizada para anticiparse a las recomendaciones difundidas por el departamento de análisis. Asimismo, la propia entidad podría verse tentada a propiciar recomendaciones positivas sobre aquellos instrumentos financieros que mantenga en su cartera, para evitar pérdidas por valoración.

Los conflictos de interés son patentes cuando la actividad de análisis no está convenientemente separada del resto de la organización. La existencia de información sensible y confidencial sobre el mercado y los emisores en la actividad de banca de inversión y la necesidad de que las recomendaciones que faciliten los analistas sean independientes –sin verse condicionadas por ningún otro interés que el intermediario financiero pudiera tener– obligan a su separación del resto de actividades de la organización para salvaguardar la objetividad de sus recomendaciones.



Una separación que mantenga la función de análisis como un departamento totalmente independiente, física y funcionalmente, e impida el acceso a información que el analista no debiera conocer –ya que, de hacerlo, tendría que abstenerse de utilizarla y no podría desarrollar su trabajo–. Además, para que la separación sea efectiva, la dependencia jerárquica del departamento de análisis no debiera ser coincidente con la de otras áreas cuyos objetivos e intereses pudieran menoscabar su independencia.

No obstante, en la práctica, las empresas se gestionan de forma global y coordinada. Por ello, deben establecerse procedimientos que permitan el intercambio de información entre distintas áreas, siempre y cuando la información compartida tenga un carácter público y no se ponga en peligro la independencia en la prestación de los servicios financieros.

La remuneración de las recomendaciones

La forma en que se financian los departamentos de análisis es otra cuestión que merece atención.

Es frecuente que los intermediarios financieros desarrollen la función de análisis sobre valores como un servicio interno, cuyos informes y recomendaciones se distribuyen a los clientes sin coste. La remuneración viene, de forma inducida, del aumento esperado en la operativa bursátil de sus clientes a través de la mesa de intermediación.

La falta de ingresos directos del departamento de análisis condiciona su propia viabilidad e independencia, y genera un nuevo conflicto que puede menoscabar la independencia del analista a la hora de elaborar sus recomendaciones. El conflicto nace del hecho de que la supervivencia del servicio de análisis dependa de que los ingresos de otras actividades desarrolladas por el intermediario sean suficientes para cubrir los costes del análisis que se distribuye sin coste.

Esta falta de autonomía se ha traducido con mucha frecuencia en estructuras salariales de los analistas referidas al éxito de su participación en otras actividades de banca de inversión o a los corretajes generados por los clientes en operaciones de intermediación.

Estos modelos de remuneración han sido objeto de fuertes críticas en los últimos años y ponen en cuestión la actividad de apoyo del departamento de análisis a otras áreas de



actividad, por la pérdida de objetividad e independencia que pudieran suponer. La normativa europea aprobada recientemente (Directiva de Solvencia CDR IV) y su transposición al ordenamiento español hacen especial hincapié en este punto e imponen numerosas cautelas sobre la política de remuneraciones de los empleados que desarrollan funciones susceptibles de generar riesgos para las entidades o de provocar conflictos de interés que afecten a su actividad.

Respuesta regulatoria

A la vista de todo lo señalado, parece claro que los conflictos de interés que afectan a los analistas son múltiples y que su credibilidad reside en la realización de su trabajo sin ningún tipo de condicionamiento externo. El analista desarrolla una actividad de largo plazo basada en la confianza que suscita en los usuarios de sus recomendaciones. Su reconocimiento y prestigio se fundamenta en la calidad de sus análisis, de tal forma que los clientes no alberguen duda alguna sobre su objetividad e independencia.

En esta línea se han aprobado diversas exigencias normativas que en síntesis consisten en la adopción de las siguientes medidas:

- (i) una estructura organizativa que dé una respuesta adecuada a los conflictos de interés existentes en el desempeño de sus actividades y asegure la prestación del servicio de forma transparente, objetiva, imparcial e independiente.
- (ii) el establecimiento de procedimientos de supervisión y control que eviten el flujo de información confidencial entre departamentos.
- (iii) una regulación particular de la actividad del análisis financiero que garantice la imparcialidad en la elaboración de las recomendaciones, una estructura salarial que proteja su independencia y la transparencia de aquellos conflictos de interés que pudieran condicionar su labor.

Por lo que respecta a este último aspecto –la regulación específica del análisis financiero– tanto la Directiva de Abuso de Mercado (DAM) del año 2003 y sus disposiciones de desarrollo como las más recientes Directiva 2014/57/UE sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado y el Reglamento UE 596/2014 (MAR), que no entra en vigor hasta julio de 2016, han regulado de forma detallada algunos aspectos de la actividad de los analistas financieros.



De esta forma se ha fijado un marco homogéneo para combatir el uso indebido de información privilegiada y la manipulación de las cotizaciones al tiempo que se dedica especial atención a la difusión de recomendaciones de inversión cuando se dirigen al público en general. Asimismo, la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MIFID) establece algunas reglas de aplicación al servicio de análisis financiero.

El objetivo de la normativa sobre abuso de mercado, transpuesta en España por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, es que las recomendaciones que sugieran una determinada estrategia de inversión se elaboren de forma transparente, objetiva e imparcial, y con un método y lenguaje que permita una presentación clara, precisa y fácil de entender para cualquier inversor. Así, la norma obliga a:

- Identificar adecuadamente los responsables de la elaboración del análisis incluyendo la propia persona física que lo ha redactado, así como la persona jurídica donde presta sus servicios profesionales.
- Señalar en los informes los conflictos de interés que puedan afectar directamente al analista o a la empresa donde presta sus servicios derivados de su cartera de valores propia o de la existencia de alguna relación con el emisor del instrumento financiero objeto de la recomendación⁴.
- Incluir en las recomendaciones de inversión, información sobre los datos, hipótesis, metodología y proyecciones utilizadas por el analista. Los hechos deben distinguirse de las opiniones y estimaciones y la metodología utilizada por el analista debe ser fiable y acorde con los estándares habituales de la profesión.
- Difundir trimestralmente información sobre la proporción de cada una de las recomendaciones señaladas⁵.
- Revelar al autor de las recomendaciones difundidas cuando hayan sido elaboradas por otra entidad.

⁴ Así, por ejemplo ha de señalarse en los informes si existen intereses financieros o patrimoniales entre con el emisor del instrumento financiero, o si se le han prestado servicios de banca de inversión en los 12 meses anteriores.

⁵ Una de las principales características de los estudios realizados en los años 90 sobre las recomendaciones de inversión era precisamente la desproporción entre recomendaciones de compra y venta, siendo el ratio muy favorable a las recomendaciones de compra.



Éstos son algunos de los aspectos más significativos de la regulación sobre recomendaciones de inversión y su difusión a los inversores. Sin embargo, no puede obviarse que una de las críticas efectuadas a los analistas y, que ciertamente dio años atrás origen a situaciones de uso de información privilegiada, es la estrecha relación entre el analista y el emisor y la posible difusión de información selectiva por el emisor al analista.

La DAM ha definido de una forma objetiva lo que se entiende por información privilegiada, incidiendo en que los mecanismos de difusión de la misma garanticen que todos los inversores acceden a ella rápidamente y en condiciones de igualdad. Por tanto, no pueden existir privilegios para los analistas, tales como facilitarles información relevante que todavía no ha sido difundida públicamente.

Ciertamente, éste es un riesgo para el propio analista, quien en sus relaciones con el emisor debe ser consciente en todo momento de que la información que el emisor le pueda facilitar no tenga un carácter confidencial, ya que de otro modo, dicha información no podría ser utilizada para elaborar sus recomendaciones de inversión.

Ésta es una cuestión que en la práctica tiene una gran importancia. Partiendo de la base de que la información disponible es la misma para todos los analistas, adquiere mayor relevancia la calidad de su trabajo que dependerá de la valoración que cada uno pueda hacer de la misma. Cuanto mejor conozca un analista el negocio de un determinado emisor, más fácil le será valorar cualquier información relevante que difunda dicho emisor.

Para evitar situaciones de difusión selectiva, que en la mayoría de los casos podría considerarse como uso de información privilegiada, los reguladores han establecido una serie de recomendaciones relativas a las reuniones que los emisores celebran con los analistas. Algunas de de estas previsiones son las siguientes:

- Las reuniones se anunciarán públicamente mediante un comunicado para su difusión al mercado.
- Aunque la reunión tenga un público objetivo se aconseja que se retransmita a través de Internet para que cualquier persona pueda conocer lo acontecido en ella.
- Toda la información que el emisor facilite a los asistentes debe estar a disposición de cualquier inversor antes del inicio de la reunión, difundiéndose con posterioridad el contenido de las preguntas formuladas por los asistentes a la reunión.



Por su parte la MIFID, al objeto de garantizar una aplicación efectiva de las normas establecidas por la DAM, incluye una serie de requisitos que los intermediarios financieros deben cumplir cuando elaboren y difundan recomendaciones de inversión.

- Además del diseño organizativo que evite los conflictos de interés, exige un control de las operaciones personales que realicen los analistas financieros.
- Los analistas no podrán aprovecharse en beneficio propio de sus recomendaciones, hasta que estas hayan sido difundidas y los clientes hayan tenido tiempo suficiente para tomar sus decisiones de inversión. Tampoco podrán realizar operaciones personales en sentido contrario a las recomendaciones vigentes emitidas, salvo autorización previa expresa.
- Para garantizar la imparcialidad de las recomendaciones, los analistas no podrán aceptar incentivos de terceras personas que puedan tener algún interés en dicha recomendación. Igualmente, terceras personas, en especial el emisor, no podrán revisar el borrador del informe antes de su publicación.

Códigos deontológicos

De lo hasta ahora expuesto puede concluirse que en los últimos años se ha regulado detalladamente la actividad de los analistas financieros con un doble objetivo: (i) garantizar que la estructura organizativa de los intermediarios financieros permite una gestión adecuada de los conflictos de interés que surgen entre la actividad de los analistas y (ii) que las recomendaciones de inversión se elaboren de forma transparente, imparcial y objetiva.

Pero esta normativa, de carácter obligatorio es relativamente reciente. Tradicionalmente las asociaciones de analistas han venido desarrollando sus propias normas de conducta en un intento de autorregulación para favorecer la integridad en el ejercicio de la profesión. Son normas de conducta que en muchos de sus aspectos, han sido referencia de la normativa vigente.

El papel de asociaciones como EFFAS o el IEAF es clave en el mantenimiento de altos estándares de calidad en una profesión que juega un papel tan relevante en mercados de valores tan sofisticados y complejos como los actuales. Los aspectos más destacados de los



distintos códigos existentes, generalmente coincidentes en su enfoque y estructura, exigen a los analistas en el desempeño de sus actividades de acuerdo a los siguientes principios:

Profesionalidad: integridad y diligencia. Actuarán con honestidad y transparencia, dedicación, esmero, prudencia y diligencia.

Competencia: aptitud, capacidad y formación permanente.

Independencia, imparcialidad y objetividad en la emisión de juicios y opiniones.

Calidad de los informes: las recomendaciones se elaborarán en base a datos fiables y contrastables, mediante modelos de valoración adecuados. Las recomendaciones que se difundan deberán estar documentadas adecuadamente.

Cumplimiento de las leyes y códigos deontológicos: conocimiento actualizado de las disposiciones y códigos de conducta que les resulten de aplicación. Renuncia a participar en cualquier actividad profesional que suponga violación de las disposiciones vigentes.

Confidencialidad: mantendrán el secreto y privacidad de la información recibida de sus clientes y custodiarán de forma diligente la documentación recibida.

Conflictos de interés: darán prioridad al interés del cliente frente a los propios o los de las firmas donde presten sus servicios profesionales. Darán información a los clientes de cualquier presente o potencial conflicto de interés que pudiera plantearse y no pueda ser resuelto.

El Instituto Español de Analistas Financieros mantiene en vigor desde hace muchos años un Código de Conducta de aplicación a todos sus asociados que periódicamente va actualizándose de acuerdo con los nuevos estándares regulatorios y las exigencias del mercado. Esta práctica autorregulatoria es de especial relevancia para mantener la confianza a los inversores y preservar el importante papel que los analistas desarrollan en beneficio de la integridad del mercado, su transparencia y eficiencia.



EL FUTURO: LA FUNCIÓN DEL ANALISTA FINANCIERO EN LA SOCIEDAD GLOBAL

Ignacio Gómez Montejo

Miembro de la Junta Directiva del IEAF

Presidente del Comité Técnico de Análisis de «InResearch»

Resumen

El autor considera que el papel del analista financiero está en curso de transformación a causa de las disfunciones observadas durante la crisis. Juzga que se ha condenado genérica e inadecuadamente a la actividad financiera por su relación causal con la recesión, pero se muestra optimista respecto a la mejora de estándares de conducta como reacción a las justas críticas recibidas al respecto. De otro lado opina que la crisis ha puesto en evidencia la escasa utilidad y realismo de algunas áreas de la teoría académica, y finalmente considera que una mejor integración de las finanzas con la macroeconomía hubiera permitido una mejor respuesta de las autoridades a la crisis, en particular en la zona euro; en esta área también se registran tímidos avances. Todo lo anterior podría configurar las grandes líneas de progreso de la labor de los analistas académicos y prácticos en próximos años.

El contexto

Probablemente nunca –desde que el análisis financiero se constituyó en una disciplina formalmente rigurosa con la aparición de los modelos modernos de construcción de carteras de valores en los años 50 y 60 del pasado siglo– se había visto nuestra actividad tan discutida, analizada y criticada, no sólo por los medios de comunicación de masas y otros creadores de opinión, sino también por los reguladores y los poderes legislati-



vos y judiciales de muchos países: todo tipo de opiniones, en su mayoría negativas, se han vertido sobre ella, y algunas de ellas han sido seguidas de intentos de corrección no siempre bien encaminados. Como reflejo de este entorno, en la iconografía popular la imagen del «Financiero Malvado» ha vuelto a resurgir, actualizando la figura del Mr. Potter de *It's a Wonderful Life*, aunque desgraciadamente las películas que han explotado recientemente al personaje son bastante peores que la obra maestra de Frank Capra. Esta percepción se debe sin duda a que la crisis económica comenzada en 2007-2008 ha sido mucho más profunda y ha tenido un origen causal mucho más financiero que las clásicas oscilaciones cíclicas habituales en los 60 años precedentes; en una frase muy simplista, pero bastante acertada, se ha venido diciendo que «es una crisis de balances, no de los clásicos desequilibrios macroeconómicos».

Con la perspectiva del tiempo transcurrido desde su inicio, éste es un buen momento para reflexionar sobre esas críticas, intentar filtrar lo que tienen de válido, y examinar en qué medida vamos por buen camino para corregir lo que haya que corregir. Con ello el tema de este capítulo quedará contestado, puesto que la función del analista en el futuro está determinada por esa evolución necesaria para que su trabajo aporte de manera óptima un servicio útil a la sociedad.

1. LAS CRÍTICAS AL SECTOR FINANCIERO

En el cuadro siguiente se intentan resumir de forma esquemática las críticas más difundidas a las tareas desempeñadas por los analistas financieros, definiendo el sector de forma muy amplia, añadiendo un breve juicio sobre su validez, que refleja en la mayoría de los casos la opinión de consenso entre los profesionales (aunque en alguno haya criterios discordantes), y apuntando una estimación de las tendencias recientes hacia la corrección de los aspectos que pueden necesitar la intervención de reguladores u organizaciones profesionales como el IEAF, o bien un cambio de orientación de los académicos del sector.



LAS CRÍTICAS AL ANÁLISIS FINANCIERO

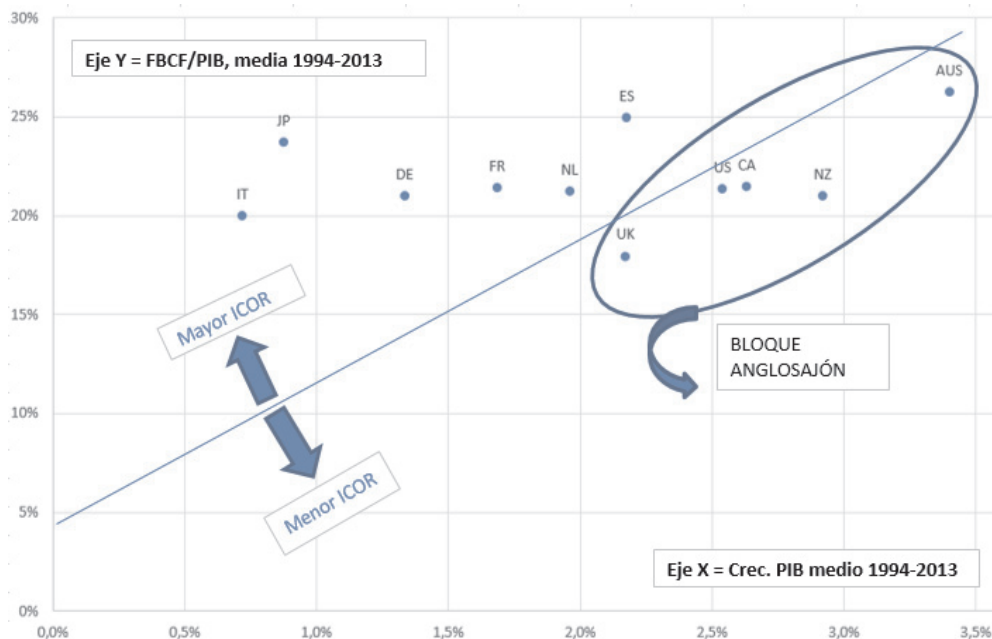
Crítica	Validez	Tendencias recientes
<ul style="list-style-type: none">• El sector “no produce nada” “parasita la economía real”	<ul style="list-style-type: none">• Incorrecta	<ul style="list-style-type: none">• Alguna regulación nociva
<ul style="list-style-type: none">• Falta de ética generalizada• Conflicto de intereses	<ul style="list-style-type: none">• Incorrecta en generalización• Muchos ejemplos reales	<ul style="list-style-type: none">• Sustancial corrección
<ul style="list-style-type: none">• Teorías de “torre de marfil” inútiles / irreales	<ul style="list-style-type: none">• Bastante correcta en varias áreas	<ul style="list-style-type: none">• Ligera mejora• Difícil formalización
<ul style="list-style-type: none">• No supo prever la crisis• Mala integración con macroeconomía	<ul style="list-style-type: none">• Bastante correcta	<ul style="list-style-type: none">• Reacción generalizada• No siempre positiva

A continuación vamos a examinar punto por punto lo anterior.

2. EL VALOR DEL ANÁLISIS FINANCIERO

Es sorprendente que una actividad económica que representa –en sentido amplio– en las economías desarrolladas un 6-7% del PIB tenga que justificar su existencia, pero lo cierto es que en los últimos años hemos leído repetidas veces opiniones –y no siempre provenientes de personas escasamente informadas– como «El sector financiero no crea nada»; «La única innovación valiosa en finanzas en los últimos 100 años ha sido el cajero automático»; «Los financieros viven de parasitar la economía real» y cosas similares. Conviene recordar, para los que no lo saben o lo han olvidado, que el sector financiero desempeña un papel clave en la economía, no sólo gestionando el sistema de pagos, actuando como depositante virtual de la riqueza real (capital físico) y permitiendo su liquidez y diversificación por fragmentación, sino, sobre todo, intermediando y orientando los flujos de ahorro e inversión. Esta última función es quizás más importante aún que las otras, porque crea mucho valor en una economía –valor que es muy superior al coste del servicio, en otras palabras genera un excedente que beneficia a todos– al priorizar por rentabilidad las inversiones que efectivamente se deben realizar con los recursos disponibles. Ello tiene una importancia crucial en el proceso de desarrollo de un país, hasta el punto de que la diferencia entre tener un sector financiero eficiente y desarrollado o no tenerlo puede representar 3 o 4 puntos de PIB de mayor inversión precisa para el mismo ritmo de crecimiento:

CRECIMIENTO VS INVERSIÓN



Fuente: Bloomberg.

En efecto, la mejor medida de la buena utilización del ahorro es el inverso del ICOR (Incremental Capital-Output Ratio), que muestra diferencias sensibles entre economías con mayor o menor importancia del sector financiero. El gráfico anterior pone en evidencia que las economías con un mayor desarrollo de éste (típicamente las de «modelo anglosajón» de financiación) presentan una ratio Crecimiento/FBCF –que en medias a largo plazo es inversamente proporcional al ICOR– mayores que las europeas continentales o la japonesa, mostrando que éstas deben estar empleando mal una parte del ahorro. En casos extremos como las economías de planificación central de tipo soviético o semisocialistas como la china en la actualidad, el grado de despilfarro en inversiones inútiles o incluso nocivas alcanzó, o todavía alcanza, los 15-20 puntos de PIB. No hace falta hacer grandes cálculos para entender **que la alternativa de disponer o no de un sistema financiero eficiente significa una enorme diferencia en la calidad de vida de millones de personas.**

Ello, dicho sea de paso, también es una buena razón para estimular la enseñanza de algunos principios básicos de finanzas al público en general, ya que las decisiones de



inversión no sólo las adoptan los profesionales en entidades financieras o empresas, sino que también las administraciones públicas son responsables de una parte sustancial (en torno a un 20%) de la FBCF en los países desarrollados, mientras que las personas físicas –además de las inversiones financieras para su ahorro– realizan muchas veces directamente inversiones reales, fundamentalmente la adquisición de su vivienda. Pensando en el caso español, se hace evidente que las consecuencias de la crisis hubieran sido mucho más suaves si tanto AAPP como particulares hubieran realizado un sencillo análisis financiero antes de abordar las, en muchos casos absurdas, inversiones que se realizaron en el período inmediatamente anterior. Así pues, **los desajustes evidenciados por la crisis** –o una buena parte de los mismos– **han provenidos más bien del déficit de cultura financiera de muchos agentes económicos que de algún defecto consustancial con la actividad financiera en sí.**

Por todo ello pensamos que están muy desencaminadas las propuestas de hacer más ineficiente el sistema financiero que han proliferado, sobre todo en Europa: tanto el «Impuesto Tobin» como las restricciones o prohibiciones a las posiciones cortas, las limitaciones a la negociación de alta frecuencia y medidas similares yerran en su diagnóstico y producirían más daño que efectos positivos.

3. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS Y LA ÉTICA DE LOS ANALISTAS

Este tema ha absorbido probablemente la mayor parte de las críticas bien informadas, y tiene un grado de verdad importante. Por ejemplo, en EEUU se han producido distorsiones muy significativas en la calificación de deuda hipotecaria derivada (la famosa «subprime» empaquetada en vehículos con buena calificación), o en el análisis bursátil de compañías, sobre todo en su salida a cotización, en particular durante la burbuja tecnológica de finales de los '90. En España, por buscar ejemplos más cercanos, desde la colocación de acciones preferentes de varias cajas hasta la oferta pública de Bankia al salir a cotizar, se registraron en los últimos años varias situaciones similares; en realidad la historia financiera en todo el mundo muestra muchos episodios parecidos en los que inversores poco expertos adquirieron títulos a precios muy superiores a su valor aconsejados por asesores financieros que no cumplieron correctamente su función.

Si bien este aspecto es el que más ha llamado la atención del público, el ámbito de los conflictos de interés en finanzas es más amplio que el recogido en estos casos. Esquemáticamente podemos sintetizarlos así:



LOS CONFLICTOS DE INTERESES EN FINANZAS

Tipo	Ejemplo	Vías de solución
Frente a clientes	Recomendación de productos inadecuados o sobrevalorados	<ul style="list-style-type: none">• Transparencia• Código ética• Normativa• Educación del Público
Entre clientes	<ul style="list-style-type: none">• Intermediación entre emisores e inversores• Trading diario	<ul style="list-style-type: none">• Regulación interna y externa
Corto frente a largo plazo	Decisiones con efecto a L.P. que son remuneradas a C.P.	<ul style="list-style-type: none">• Diferimiento de <i>bonus</i>• Supervisión

El primer tipo de conflicto es el comentado en los ejemplos precedentes, y es muy similar al que se produce en muchas actividades de asesoría en las que hay asimetría de información entre el asesor y el asesorado, lo que puede dar lugar a que el asesor recomiende productos o servicios inadecuados, pero que le producen un beneficio indirecto. El ejemplo más espectacular se da no en fianzas, sino en medicina, donde la confianza del paciente en el médico, y el hecho de que normalmente sea un tercero quien soporta el coste del servicio, producen en algunos sistemas sanitarios una extraordinaria disfunción, en forma de procedimientos innecesarios o excesivamente costosos. El caso extremo es el de EEUU, cuyo sistema obtiene resultados (esperanza de vida, mortalidad infantil, u otras medidas objetivas de salud) inferiores o similares a los europeos con costes dos o tres veces superiores, lo que implica que el volumen de despilfarro en ese sector probablemente excede del billón (10^{12}) de dólares al año, cifra posiblemente superior en varias decenas de veces a la derivada del mismo conflicto en finanzas.

Las vías de solución de este problema, tanto en finanzas como en otras actividades, son conocidas: transparencia obligada por los reguladores, educación del público y rigurosa vigilancia del cumplimiento de los códigos de ética por parte de las asociaciones profesionales; este último punto se vería reforzado si las autoridades obligasen a todo tipo de asesor financiero –incluidas, por ejemplo, las personas que en oficinas bancarias españolas asesoran a clientes– a revelar si pertenece a alguna asociación profesional y a qué código de conducta está sometido. Prácticamente todas las asociaciones de analistas –y en particular el IEAF en nuestro país– han revisado en años recientes sus códigos de ética para actualizarlos y reforzarlos, cubriendo bien todos



los conflictos mencionados y estableciendo procedimientos de vigilancia. Pero dada la complejidad de muchos de los temas involucrados y las numerosas «zonas grises» en la actividad no cabe esperar una solución instantánea al problema, sino una mejora gradual de los estándares de comportamiento que reduzca las disfunciones y el coste que para la economía, y sobre todo para los inversores menos cualificados, tiene el mal asesoramiento.

El segundo tipo de conflicto es el muy clásico y regulado en los *investment banks* cuya actividad principal es la intermediación en la emisión y colocación de títulos, o en su negociación en mercados secundarios. Evidentemente los intereses de sus clientes –empresas e inversores– son opuestos en una colocación, y también entran en conflicto frecuentemente en el trading diario al ejecutar órdenes simultáneas o casi simultáneas sobre el mismo valor. Aunque la abundante y larga experiencia en el manejo de este conflicto, y el hecho de que en la mayoría de los casos los agentes implicados sean profesionales expertos pueden hacer pensar que está resuelto, lo cierto es que algunos eventos en los años de la crisis suscitan dudas; por ejemplo el diseño y colocación de ciertos productos complejos colocados a alguno de los *landesbank* alemanes o a entidades públicas europeas y americanas sugiere que la asimetría informacional entre uno y otro lado de las operaciones era sustancial y que el banco no manejó adecuadamente el conflicto. Pero en conjunto creemos de que este tipo de problema está relativamente bien resuelto en términos generales con las normativas generalmente aplicadas por reguladores o por las reglas internas de los bancos; quizás sea precisa una mayor vigilancia, tanto de reguladores como de los mecanismos internos de supervisión de los bancos para evitar situaciones puntuales como las antes mencionadas.

El tercer tipo de conflicto ha merecido una gran atención por parte de reguladores bancarios en muchos países, referido sobre todo al caso de entidades que han asumido riesgos muy elevados que dieron lugar a grandes pérdidas que en algunos casos (*too large to fail*) tuvieron que ser asumidas por los propios estados al ser insuficientes los recursos propios de los bancos afectados. Las autoridades han visto, con razón, que en muchos casos la imprudente asunción de riesgos se realizó porque los incentivos de los responsables estaban sesgados hacia una recompensa inmediata por resultados (mal) calculados en un plazo inferior a la vida de la inversión, o dicho de forma popular: «Cara gana yo, cruz pierde el banco ... o el contribuyente». En España se registraron situaciones análogas con la concesión de hipotecas o créditos al promotor de recuperación más que dudosa porque los gestores de muchas entidades –sobre todo cajas, en las que la ausencia de accionistas debilitaba la supervisión–



estaban motivados sobre todo al crecimiento y la experiencia, entonces relativamente nueva, de la titulización de créditos les produjo el espejismo del crecimiento casi sin límites; seguramente habrían actuado de otra forma si su remuneración hubiera dependido de la morosidad de esos créditos observada, por ejemplo, cinco años tras su concesión.

Evidentemente las medidas adoptadas en los últimos años –diferimiento de los *bonus*, mucho mayores exigencias de solvencia, reforzamiento de la supervisión– han puesto las bases de la solución del este conflicto para las grandes entidades, de forma que parece muy improbable que veamos en el futuro la repetición de situaciones de insolvencia generalizada como en 2008-2010. Pero aún así quedan islas de actividad en finanzas en las que la asimetría en el cálculo de incentivos subsiste: por ejemplo en muchos vehículos de inversión, como *hedge funds*, fondos de *private equity* y similares es corriente que la estructura de comisiones sea de «2+20» es decir un fijo más un porcentaje alto (20%) de los resultados. Ahora bien, es bastante evidente que nadie tiene ventaja informacional en juzgar la dirección de los mercados, que por tanto las decisiones en ese sentido no deben tener una remuneración significativa, y que por ello pagar un 7% (2%+20% de 25%) de comisiones por estar en bolsa en un año como 2013, en que muchos índices subieron un 25%, es absurdo; el gestor ha estado incentivado a jugar a la subida en base a «cara gano yo, cruz, pierde el inversor». Sorprendentemente esa estructura persiste y es aceptada por inversores profesionales que deberían saber actuar de forma más racional; sólo gradualmente se van difundiendo fórmulas de pago basadas en la generación de «alfa», o rentabilidad en exceso de la correspondiente al riesgo asumido. Es de suponer que el proceso de racionalización de este subsector llevará aún unos años, aunque parece que la dirección es clara.

Esta conducta poco racional explica también en gran parte cómo es posible que algunos gestores de estos vehículos de inversión perciban aún remuneraciones absurdamente elevadas. La corrección de esta anomalía está siendo lenta, ya que el actual entorno de tipos bajos alimenta el atractivo aparente (aparente porque disfraza el riesgo asumido) de muchos de estos vehículos, y desgraciadamente ello alimenta la percepción generalizada de injusticia o irracionalidad, al comparar la utilidad social generada por esos gestores con su remuneración. Pese a ello, creemos que es mejor que el ajuste se realice por la vía de una mayor madurez de los inversores que dé lugar a estructuras racionales de comisiones, antes que por la de la regulación o restricciones normativas, ya que esta actividad no pone en juego el interés del contribuyente y los inversores en estos vehículos son, supuestamente, cualificados.



4. LA ESCASA UTILIDAD DE LA TEORÍA ACADÉMICA

En pocas actividades humanas se da una contradicción tan flagrante entre teoría y práctica (o al menos algunas áreas de la práctica) como en el análisis financiero, en particular el referido a los mercados: análisis bursátil, de renta fija, construcción de carteras de valores y temas relacionados están recogidos en un cuerpo teórico que conceptualmente parte del CAPM (Capital Asset Pricing Model), la EMH (hipótesis de eficiencia de los mercados) y demás hipótesis relacionadas con lo anterior, en particular en relación con la estabilidad de las betas y la normalidad de las distribuciones estadísticas de rentabilidad. Este cuerpo de doctrina –aunque con numerosos ajustes y matizaciones– es la base sobre la que se sigue enseñando la disciplina en los centros académicos, e indudablemente su elegancia intelectual y lógica interna lo hacen muy atractivo. Pero la práctica que se encuentra un analista que comienza a trabajar en la industria es conceptualmente completamente distinta: se supone que debe juzgar si los valores que analiza están caros o baratos, poner «precios objetivos» a los mismos, y que debe prestar escasa atención a las betas como medida de riesgo del valor, excepto en la presentación (a veces puramente decorativa) de cálculos de DCF o similares cuya fiabilidad suele ser en todo caso muy reducida. Ello se debe a que los inversores no creen en la EMH y dan cierta credibilidad a estos análisis, puesto que pagan importantes comisiones por recibirlos de forma preferente. En otras áreas de la industria, como la inversión en *private equity* o incluso en las decisiones corporativas sobre emisiones de capital o deuda, o sobre la ejecución de grandes inversiones, tampoco se hace mucho uso del CAPM.

Con la perspectiva de los años de crisis la conclusión, bastante desoladora, es que ambos enfoques fueron inútiles para prevenir el desastre de 2008, pese a su carácter eminentemente financiero. Por ejemplo, es imposible hoy defender la eficiencia de los mercados de deuda pública europeos –por cierto enormemente líquidos y muy detenidamente analizados– que cotizaron la deuda griega con diferenciales mínimos respecto a los países «triple A» en 2005-2008, y algo parecido puede decirse de los «precios objetivos» calculados por los analistas bursátiles en esas fechas.

Estas sencillas y muy conocidas consideraciones nos llevan a dos conclusiones generalmente aceptadas:

- La dirección de los mercados es imprevisible, con algunas matizaciones de ámbito muy limitado, lo cual confirma la EMH para los grandes índices de renta fija o variable: si los mercados son eficientes, sólo se moverán por hechos no previstos y por tanto no descontados.

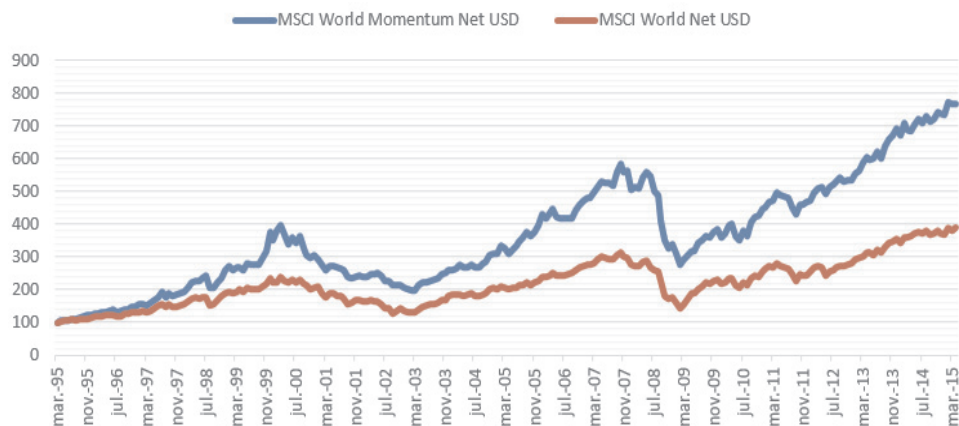


- Pero el análisis de valores individuales sí puede aportar valor (juicios sobre precios relativos) en la medida en que los mercados muchas veces no descuentan inmediatamente toda la información pública sobre ellos, dada su superabundancia y complejidad. Por eso los inversores institucionales, *hedge funds*, arbitrajistas y otros siguen pagando por el buen análisis.

Si bien todo lo anterior es bien conocido y poco controvertido, deja sin aclarar a) en qué dirección debería avanzar la teoría académica para describir mejor el mundo real, y b) si los mercados no son eficientes, quizás existan ineficiencias repetitivas que puedan ser explotables por los inversores, y en tal caso por qué no desaparecen por arbitraje al ser conocidas y difundidas. Las respuestas a ambos interrogantes están relacionadas.

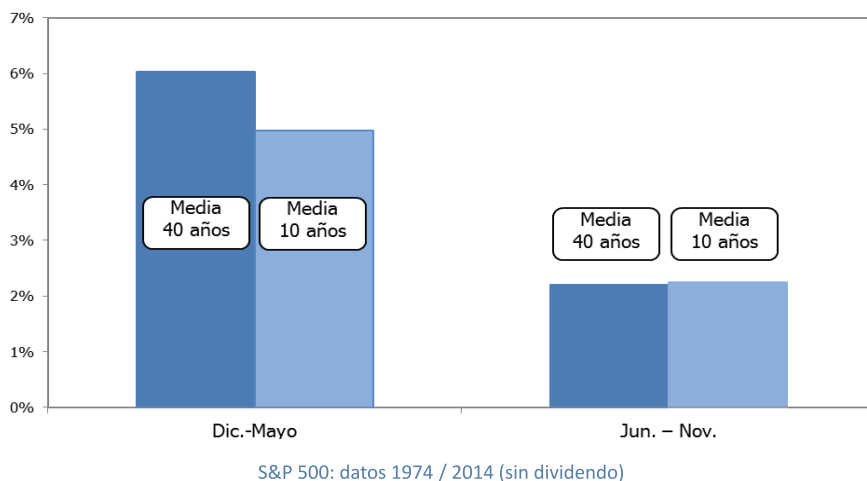
Comenzando por las ineficiencias, conviene repasar un poco la historia: ya desde finales de los años 1970 fueron precisamente algunos académicos los primeros en encontrar anomalías en el comportamiento de muchos valores en EEUU. Estas «anomalías» lo eran porque contradecían la EMH, al descubrir estrategias sencillas que permitían batir los índices sin mayor riesgo que éstos. Las más conocidas inicialmente se denominaron *value* (estar largo de valores de bajo Precio/Valor Contable), *momentum*, que podríamos traducir por inercia, que consiste en estar largo de valores que se han comportado relativamente bien en meses recientes, y *size*, largo de valores de pequeña capitalización, aunque hay otras menos claras, como la estacionalidad:

EL EFECTO INERCIA (MOMENTUM)





EL EFECTO ESTACIONAL (S&P 500)

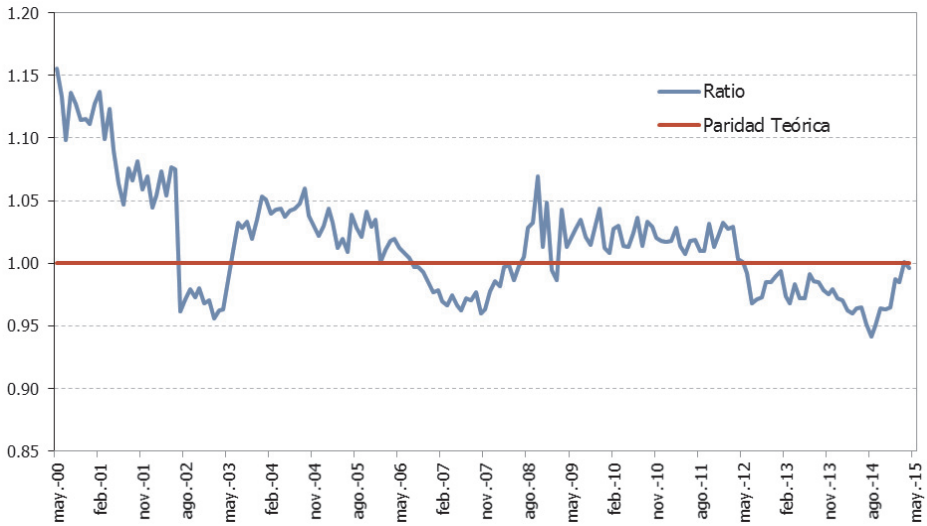


Fuente: Bloomberg.

La reacción inicial de los partidarios de la EMH fue considerar estos rasgos como «factores de riesgo», argumentando que el CAPM seguía conceptualmente intacto si se ampliaba el concepto de riesgo para incluir esos factores; en particular los de la escuela de Chicago, con Eugene Fama (nada menos que un premio Nobel) al frente, publicaron importantes trabajos al respecto. Pero esta vía de «solución» parece condenada al fracaso, no sólo porque conceptualmente es dudosa (¿por qué el *momentum*, por ejemplo, va a ser un factor de riesgo?), ad-hoc, y contradictoria con la elegante construcción del CAPM al no coincidir estas «betas exóticas» con la aportación de riesgo de un valor a una cartera. O, ¿cómo explicar que valores líquidos con los mismos derechos políticos y económicos coticen a precios distintos en distintos mercados?



RATIO UNILEVER NV / UNILEVER PLC



SPREAD ENTRE ACCIONES EQUIVALENTES A Y H EN CHINA

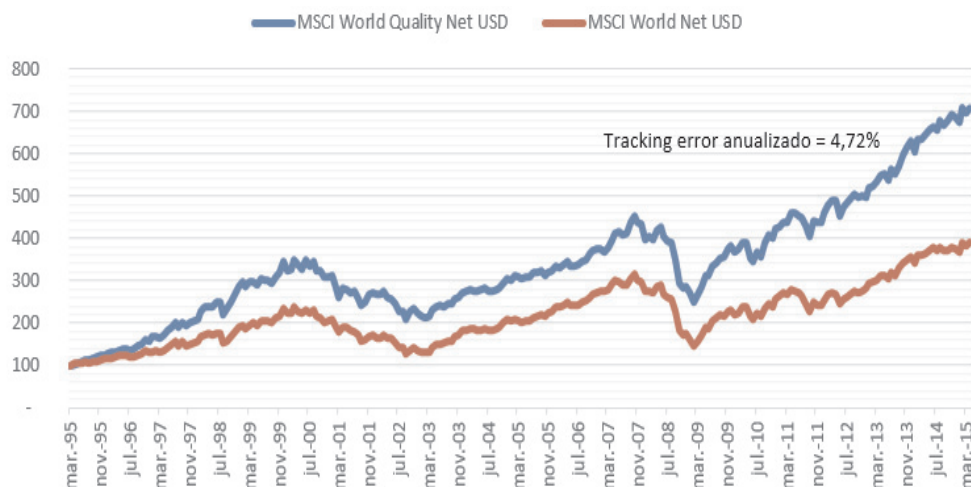


Fuente: Bloomberg.



Pero lo que es más grave: a continuación aparecieron nuevas anomalías cuya explicación como «factores de riesgo» sería ridícula; el ejemplo más dramático es la llamada *quality* (estar largo de valores de alta RoE, contabilidad conservadora, baja volatilidad de resultados y baja deuda), justamente lo último que se consideraría un «factor de riesgo» por cualquier inversor. Un gestor de un *hedge fund* comentaba hace pocos años que en los '90 era factible generar 2 a 4 puntos de sobre rentabilidad con bajo *tracking error* (un Information Ratio de casi 1) simplemente seleccionando valores americanos en los que la ratio circulantes/ventas baja o es estable y corto de los que aumenta, puesto que esto último suele ser una señal incipiente de problemas al relajar los gestores el rigor de las provisiones de circulantes. Naturalmente una anomalía de este calibre no podía durar mucho tiempo, ya que su fácil explotación por fondos cuantitativos que toman cifras contables de miles de compañías a través de las populares bases de datos condujo rápidamente a que el IR obtenido de la misma bajase a los pocos años de su detección y difusión; pero añadiendo señales más complejas y elaboradas ha sido posible explotar esta anomalía en tiempos recientes, y seguramente aún lo es, como se observa en este gráfico que muestra 3,2 puntos de sobre rentabilidad de este factor con un *tracking error* de 4,7%; un IR de 0,68 que ha sido obtenible en ese período mediante un algoritmo relativamente simple.

EL EFECTO «CALIDAD»



Fuente: Bloomberg.



Ante esta abrumadora evidencia de que los mercados no son eficientes varios académicos (algunos provenientes de la psicología) comenzaron a finales de los años 1980 a publicar análisis que intentaban explicar las anomalías por los sesgos de la conducta humana, dando lugar a la llamada «Behavioral Finance». Daniel Kahneman (otro premio Nobel) es quizás su exponente más conocido, y de hecho su reciente libro de divulgación «*Thinking, Fast and Slow*» contiene algunos capítulos que resultan interesantes y divertidos para los profesionales de finanzas al poner de relieve errores habituales de juicio que nos resultan muy familiares. Pero desgraciadamente la Behavioral Finance ha mostrado ser muy interesante explicando lo ocurrido, pero poco fructífera en generar predicciones, y menos aún modelos estables de valoración similares al CAPM.

Todo esto parece conducir a un callejón sin salida, y probablemente es así efectivamente para los académicos de finanzas que sufren lo que algunos llaman «envidia de la física», es decir que quieren construir una teoría rigurosa con valor predictivo de igual forma que la física predice el movimiento de los planetas o el ángulo de difracción de un rayo de luz. Y es que los actores en finanzas son las personas, y las personas tienen capacidad de dejarse influir por el entorno o aprender de experiencias anteriores, cosa que no les ocurre a los planetas; por eso las anomalías aparecen y desaparecen, se producen modas y burbujas, y en general el comportamiento de los mercados es tan difícil de modelizar. Probablemente Andrew Lo (éste no es aún premio Nobel) ha resumido la situación mejor que nadie en varias publicaciones en las que describe los mercados financieros como evolutivos, reacios a la modelización, y a analizar desde una perspectiva «biológica».

En resumen, si bien la teoría financiera moderna ha realizado grandes aportaciones en varios campos como la valoración de opciones o los criterios de decisión en finanzas corporativas, creando modelos que sí son muy utilizados en la práctica, no ha tenido éxito en la generación de un modelo descriptivo perfectamente racional de los mercados que se ajuste a la realidad, y probablemente siga siendo así en el futuro previsible.

5. LA MALA INTEGRACIÓN DE LA MACROECONOMÍA CON LAS FINANZAS

Como indicamos al inicio de este capítulo, la crisis iniciada en 2008 ha tenido un carácter más financiero que todas las anteriores ocurridas tras la Segunda Guerra Mundial, y



ello por dos razones: a) por el enorme tamaño en muchos países del agujero bancario derivado de las burbujas inmobiliarias financiadas por deuda, luego inasumible por los que incurrieron en ella, con los consecuentes efectos derivados de demanda excesiva inicialmente, deprimida después, problemas de saneamiento del sector financiero, y efectos-riqueza ulteriores por la caída de los precios inmobiliarios, y b) porque la interacción de las variables macroeconómicas con las valoraciones financieras fue muy superior a lo ocurrido en otros casos, y no sólo porque el tamaño de la burbuja fue mayor, sino porque el efecto-riqueza vía precios de activos financieros fue muy superior, y además –y de forma determinante en Europa– la pérdida de control de la moneda por los gobiernos nacionales de la eurozona dio un papel clave a los mercados de deuda pública, dando lugar a la conocida «segunda crisis», en gran parte artificial y derivada de la pésima política económica seguida por nuestras autoridades en 2010-2012, cuando en medio de una grave depresión de la demanda se provocó deliberadamente una crisis de liquidez en la banca de los países «periféricos» al tiempo que se les exigía un fuerte ajuste fiscal en el momento más inoportuno, ajuste que se vieron obligados a realizar ante la dificultad de financiarse en los mercados de deuda. Esta absurda política condujo, naturalmente, a una depresión de la demanda aún mucho mayor, a la caída del empleo y la actividad en esos países y al empeoramiento de su situación fiscal, hasta que el BCE decidió actuar como debía haberlo hecho tres años antes, asegurando la solvencia de los países que estaban en una situación fiscal sostenible a largo plazo, como era el caso de casi todos los afectados.

Lo interesante de este desgraciado «experimento» –aparte de evidenciar lo erróneo de la filosofía que lo inspiró– ha sido poner de relieve la desatención, o mala percepción, de las autoridades económicas respecto a los mercados financieros: tanto en EEUU (con un secretario del Tesoro proveniente de Goldman, que debería saber cómo funcionan) cuando se permitió la quiebra de Lehman Brothers, como en Europa durante la crisis de solvencia de los «periféricos» las autoridades actuaron como si creyeran que efectivamente los mercados están constituidos por agentes totalmente racionales y perfectamente informados, y que por tanto la quiebra de Lehman no sería seguida de un pánico bancario o los problemas fiscales de Grecia no iban a producir contagio irracional a otros países, o, aún peor, que el ajuste fiscal forzado a éstos iría seguido de la caída de los spreads de tipos al percibir los mercados la mayor sostenibilidad de la situación fiscal. Tales ilusiones quedaron desmentidas inmediatamente por los hechos, y si bien al menos en EEUU la Fed reaccionó de inmediato prestando masivamente al sistema bancario, en Europa tuvimos que esperar tres años hasta que la obcecación de Bruselas y el Bundesbank cedió paso a mediados de 2012 a una visión más realista de la situación y una política más racional.

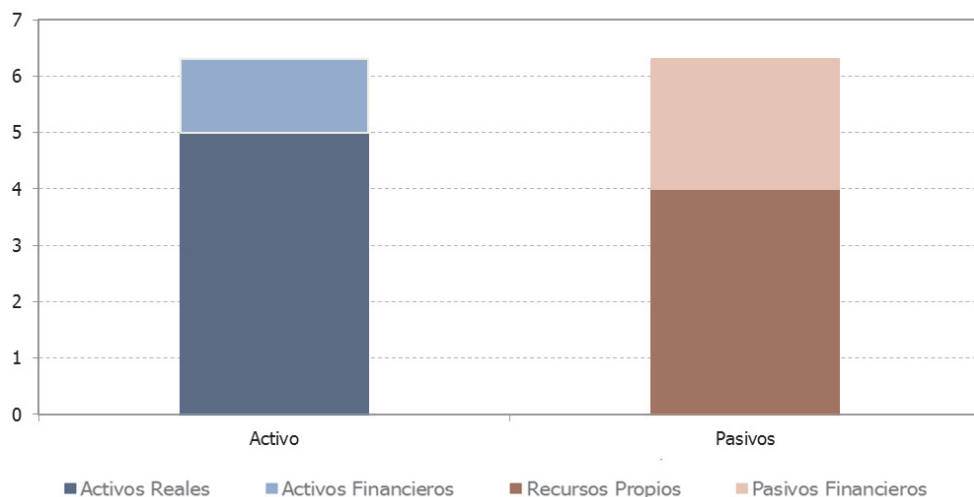


Sorprendentemente, pues, aunque numerosos bancos centrales elaboran cuentas financieras de la economía, siguen los mercados y elaboran informes sobre la estabilidad financiera, da la impresión de que luego no incorporan esta información a sus decisiones de política monetaria o regulatoria, o no hacen llegar sus conclusiones a los responsables de la política económica. En España, por ejemplo, el Banco de España era claramente consciente de los riesgos para el sistema de la burbuja inmobiliaria, y dio varios avisos al respecto al menos desde 2003, pero no tomó las decisiones regulatorias –o no las suficientes– que hubieran podido evitar el gigantesco agujero en los balances del sistema a finales de 2008. Y, a posteriori, como hemos comentado, la actuación de unos y otros, tanto en Europa como en EEUU, no parece informada por un buen entendimiento de los mercados.

Lo anterior, con ser grave, no es más que un aspecto de la desconexión entre finanzas y macroeconomía. Otro aspecto, quizás más sorprendente aún, es el extraordinario desconocimiento de sencillos conceptos financieros implícito en numerosas opiniones difundidas no sólo por periodistas y otros «formadores de opinión» sino también por economistas de muy variado pelaje, algunos de ellos con gran prestigio académico y otros con cargos de responsabilidad en las decisiones de política económica. Quizás el ejemplo más claro de lo anterior ha sido la gran relevancia que se ha venido dando al volumen de deuda en una economía o, en particular, de las AAPP, usando la ratio de Deuda total/PIB o Deuda Pública/PIB como medida única de la solvencia del país o de las AAPP. No hay que tener grandes conocimientos de finanzas para saber que 1) los pasivos financieros de un agente son activos financieros de otro agente; la suma de todos los activos y pasivos financieros del mundo es exactamente cero, 2) los balances tienen dos columnas, activo y pasivo, y 3) la deuda se repaga con cash flows generados en el futuro o con venta de activos. Por tanto, para juzgar la solvencia de una economía, lo mismo que la de una empresa, habrá que conocer a) el volumen de todos los activos y pasivos financieros de la misma, y el valor neto de ambos para cada agente, no limitarse a la cifra bruta de pasivos, b) el valor de los activos reales que son la contrapartida de la deuda y c) la relación entre el servicio de la deuda y el PIB u otra medida de generación de renta. En el caso de la economía española, por ejemplo, las cifras principales de balance se recogen en el siguiente gráfico:

**BALANCE CONSOLIDADO DE ESPAÑA**

Familias, empresas y sector público. Bill. €



Fuente: Elaboración propia sobre datos del Banco de España.

Si a ello añadimos que el coste total neto de la deuda y otros pasivos financieros externos de la economía española en 2014 fue ligeramente inferior al 2% del PIB, habrá que concluir que los comentarios, tantas veces leídos en diversos medios sobre la «insolvencia de España» han sido tan grotescamente exagerados que sólo pueden haberse realizado desde la absoluta ignorancia de los datos y de la más elemental teoría financiera. Algo similar, aunque con matizaciones, puede decirse de la solvencia de las AAPP, si bien el análisis requerido es algo más complejo y realizarlo en detalle se saldría del propósito de este apartado. Y en esa misma línea es sorprendente que un libro de divulgación plagado de errores de concepto, de obtención de datos, y de elaboración de los mismos como fue «This Time is Different» de Reinhart y Rogoff se pudo convertir durante unos meses en uno de los más citados e influyentes en la formación de la opinión en los medios, básicamente por seguir la doctrina de «la deuda y el déficit son malos», tan popular en los momentos álgidos de la crisis del euro.

Afortunadamente ya parece haberse pasado de moda esa extraña ideología, sobre todo desde que numerosas instituciones solventes comenzaron a explicar la interacción de cuentas financieras con crecimiento y solvencia. En particular fue muy útil una nota del Fondo Monetario Internacional (WEO Oct-2014) mostrando que **la solvencia de un**



país y sus AAPP aumenta, no disminuye, cuando realiza obras de infraestructura con un TIR superior al coste de la deuda, pese a que la ratio Deuda/PIB aumenta. Claro que esto es obvio para un analista financiero, pero al parecer no lo era tanto para muchas de nuestras autoridades económicas, tanto en Frankfurt como en Bruselas. Y lo mismo puede decirse respecto a la demonización de los déficits como tales: a cualquier analista le resulta transparente que los agentes económicos que asumen una gran parte de la FBCF (empresas y AAPP) deben tener déficit respecto a las que ahorran (familias) y por tanto emitir pasivos financieros respecto a éstas.

En Alemania, no obstante, parece mantenerse viva esa ideología, que en palabras de algún economista «es una religión», cuyo error fundamental –como indica acertadamente un reciente comentario en *The Economist*– es omitir el efecto de la agregación (consolidación, en jerga financiera) de cuentas, al extrapolar ideas útiles al nivel micro al conjunto de la economía. Por ejemplo, es evidente que la suma de todos los déficits y superávits de los agentes debe ser cero, o muy próxima a cero, en una economía muy grande como es la de la zona euro, ya que las transacciones netas con el resto del mundo son pequeñas en comparación con su tamaño. Por tanto la insistencia en que todos los agentes presenten superávit es matemáticamente imposible; alguien debe invertir más de lo que ahorra, y en un mundo con exceso de ahorro como el actual –como queda evidenciado por los bajísimos tipos reales– no sólo no es malo, sino muy bueno, fomentar que empresas, particulares y AAPP aborden inversiones productivas tomando fondos prestados o emitiendo participaciones en el capital. La filosofía de «la hormiga buena frente a la cigarra mala» puede ser acertada al nivel de la economía de una familia, pero extrapolarla al conjunto es desastroso –ha sido desastroso– para un agregado de 10 billones de euros, al conducir a la depresión vía reducción de la demanda.

Por supuesto que todo lo anterior es muy elemental; el que pese a ello sea necesario decirlo es una buena muestra del título de este epígrafe: los responsables económicos no han integrado suficientemente el análisis financiero con el macroeconómico y ello ha sido en gran parte la causa de la mala respuesta de la política económica a la crisis, en particular en la zona euro.

En esta área, no obstante, también se vienen registrando ciertos avances, al haberse reforzado en muchos países a las entidades (integradas o no en el banco central) dedicadas a supervisar la estabilidad financiera. En cualquier caso está aún lejano el día en que dispongamos, por ejemplo, de cuentas desagregadas de las familias por nivel de renta o balances completos de las entidades públicas con sus estados de movimientos de fondos. Y, por cierto, esto último sería quizás de gran ayuda para mejorar la gestión



de las AAPP, al permitir al votante ver con claridad las consecuencias en conjunto (activo y pasivo) de las decisiones adoptadas por los gestores de las mismas.

Algunas conclusiones

Los comentarios anteriores recogen –quizás de forma esquemática e incompleta, pero al menos directa y centrada en lo esencial– los temas que deben constituir un programa para que el análisis financiero cumpla mejor su función en la sociedad global. Condensándolos en unos pocos puntos:

- No es una buena idea reducir la eficiencia del sistema financiero vía restricciones al funcionamiento de los mercados.
- El correcto manejo de conflictos de interés es esencial para su buen funcionamiento, y la crisis ha mostrado que la normativa preexistente era insuficiente o no se aplicaba bien. La reacción de los reguladores y organismos profesionales ha hecho avanzar por el buen camino en este área, pero las mejoras se producen necesariamente de forma gradual por la necesidad de mayor formación del público.
- Aunque la teoría moderna de finanzas ha hecho grandes aportaciones en algunas áreas, en otras, y en particular en su descripción de los mercados, se ha mostrado casi inútil por falta de realismo, y probablemente deba renunciar a su pretensión de ser una «ciencia exacta» y adoptar un tono más descriptivo que predictivo.
- La crisis ha puesto de relieve la mala integración en la práctica de las finanzas con la macroeconomía, y ello ha condicionado la, en ocasiones, muy defectuosa respuesta de las autoridades económicas a la misma.

Estas afirmaciones, aunque necesariamente muy sujetas a matizaciones por su brevedad, pueden constituir una pequeña guía para corregir las disfunciones observadas en años precedentes y devolver a las finanzas la imagen positiva que merecen tener en la sociedad. Al fin y al cabo, recordemos que en *It's a Wonderful Life*, frente al malvado financiero Mr. Potter, el personaje positivo, George Bayley, era un banquero. Las reformas en marcha deben conseguir que los muchísimos George Bayleys que hay en nuestra profesión cuenten mucho más que el ocasional Mr. Potter, que también los hay.



EL NACIMIENTO DE LA PRIMERA ORGANIZACIÓN PROFESIONAL DE ANALISTAS FINANCIEROS EN ESPAÑA: HISTORIA DEL IEAF Y DE LA FEF

Mariano Rabadán
Presidente Fundación INVERCO
Expresidente de IEAF

La creación del Instituto Español de Analistas Financieros se debió a la iniciativa de un hombre excepcional, Rafael Termes, Consejero Delegado del Banco Popular Español, que unía a su formación como Ingeniero Industrial y a su experiencia y práctica en el sector financiero, una gran vocación académica que le llevó a ser uno de los fundadores del IESE (Instituto de Estudios Superiores de la Empresa) y a dirigir su Departamento de Finanzas, prácticamente hasta la fecha de su fallecimiento el año 2005.

Rafael Termes era un hombre de grandes inquietudes y con visión de futuro, y creía que la Banca necesitaba una renovación y un nuevo enfoque, ampliando su tradicional función mediante la creación de grupos financieros que pudieran desarrollar nuevas fórmulas de financiación. De esta manera, en el Banco Popular Español impulsó las actividades de «leasing», «factoring» y financiación de ventas a plazos.

Pero a lo que prestó una mayor atención fue al desarrollo de un área de mercado de capitales, por entender que ésta permitiría ampliar considerablemente la financiación de las empresas a plazos muchos más largos, por la vía de emisiones de acciones o de activos de renta fija.

Ello suponía desarrollar en paralelo nuevos instrumentos que canalizaran el ahorro hacia los mercados (Sociedades, Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones, etc...) y la



implementación de departamentos de análisis y gestión que se desarrollaban por primera vez en nuestro país.

Hasta los años sesenta, los Bancos contaban con destacados Servicios de Estudios Económicos, pero estas nuevas necesidades facilitaron el desarrollo de los Servicios de Estudios Financieros y de una nueva profesión: la de analista financiero.

Todo ello llevaba a la creación de una Asociación que impulsara estas actividades y es así, cómo el 18 de septiembre de 1965 se crea el Instituto Español de Analistas de Inversiones (hoy Instituto Español de Analistas Financieros), que se incorpora inmediatamente a la Federación Europea de Asociaciones de Analistas Financieros (EFFAS), que se había constituido tres años antes, siendo el séptimo país que lo hizo, sólo después de los seis miembros fundadores (Reino Unido, Francia, Alemania, Bélgica, Holanda y Suiza).

A la creación del Instituto colaboraron inicialmente algunas entidades financieras que habían comenzado a desarrollar estas actividades, entre ellas, el Banco de Bilbao, el de Vizcaya, el Banco Urquijo, la aseguradora Mapfre y las Bolsas de Madrid, Barcelona y Bilbao.

El primer Presidente del Instituto fue precisamente Rafael Termes y los Vicepresidentes, Ignacio Hernando de Larramendi, Presidente de Mapfre, y José Luis Urquijo de la Puerta, que representaba al Banco Bilbao. Mariano Rabadán ocupó la Secretaría General y Eduardo Tolosa, en representación del Banco de Vizcaya, el de Tesorero.

Los vocales representaban a las Bolsas de Madrid y Barcelona, a los Corredores de Comercio y al Banco Urquijo: Jorge Llovera, José Manuel Núñez Lagos, Javier Ribó, Fernando de Roda y Francisco Ruiz Jarabo.

Hay dos anécdotas relacionadas con la constitución del Instituto. La primera, que fue necesario utilizar la denominación de Instituto Español de Analistas de Inversiones, porque la de Instituto Español de Analistas Financieros estaba registrada y la segunda, que el Presidente y los dos Vicepresidentes que residían en Barcelona, Madrid y Bilbao, con el fin de lograr una cierta representación geográfica, poco después residían todos ellos en Madrid, por razones profesionales.

La creación del Instituto guarda una estrecha relación con el Congreso Internacional de Inversión Mobiliaria, que se celebró en Barcelona en octubre de 1964, promovido por la Bolsa de Barcelona con la colaboración de las de Madrid y Bilbao. Presidía la primera Javier Garçon Torró. Fue la primera vez que en un Congreso celebrado en nues-



tro país se desarrollaron ponencias relacionadas con el análisis financiero y la gestión de inversiones, así como sobre la regulación de las Sociedades y Fondos de Inversión.

Desde entonces, existe un completo paralelismo entre el desarrollo del Instituto Español de Analistas Financieros y el de los mercados de valores, de la Inversión Colectiva y, posteriormente, de los Fondos de Pensiones en nuestro país, que fue enormemente fructífero ya que ha permitido que el número de miembros del Instituto supere los 1.200, de los cuales un importante número desarrollan su actividad en los mercados, en las entidades financieras o en el ámbito de las Instituciones de Inversión Colectiva, de los Fondos de Pensiones y en la Banca Privada.

Las Sociedades de Inversión Mobiliaria habían sido reguladas ya en los años 1952 y 1958. A finales del año 1965 se habían constituido 44 Sociedades de Inversión. Sin embargo, el gran impulso de la Inversión Colectiva lo da el Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, y posteriormente la Orden Ministerial de 30 de junio del mismo año, que no solamente mejoraron la regulación jurídica y fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM), sino que dieron entrada en nuestro país a los Fondos Mutuos (Fondos de Inversión Mobiliaria), sin pasar por la otra fórmula de capital abierto, las SICAV, que aunque estaban incluidas en la Orden Ministerial, fueron objeto de desarrollo muchos años más tarde.

Diez años más tarde, a finales de 1975 se habían constituido en nuestro país 25 Fondos de Inversión (en 2014 se habían convertido en 2.273) y cerca de 500 Sociedades de Inversión Mobiliaria (3.228 a finales de 2014). Añadiendo los Fondos de Pensiones, el volumen de la inversión de estas instituciones alcanza, en estos momentos, los 370.000 millones de euros, algo más del 35% del PIB español.

Los Estatutos del Instituto fijaban como objetivo social agrupar a los analistas financieros y directores de inversiones, facilitando su relación con las empresas, aumentar su nivel de capacitación a través de cursos, conferencias y publicaciones y elevar propuestas a la Administración pública y organismos internacionales en relación con los aspectos relativos a su actividad profesional.

Los Estatutos del Instituto fueron, además, uno de los primeros en incorporar entre sus objetivos el «mantenimiento de unos principios éticos, que prestigien a la profesión y le permitan cumplir de modo satisfactorio su función social».

Uno de los objetivos más destacados de los mismos era la promoción de la información que públicamente que deberían facilitar las empresas cotizadas en Bolsa, así como



impulsar la estandarización de dicha información, lo que debía llevar a la aprobación del primer Plan Contable en nuestro país, que fue elaborado por el Instituto de Censores Jurados de Cuentas, bajo la Presidencia de Wenceslao Millán.

Para facilitar la relación de los analistas con las empresas objeto de sus estudios, el Instituto organizó con periodicidad mensual reuniones y almuerzos con los Presidentes, Consejeros Delegados o Directores Financieros de las principales empresas cotizadas en Bolsa, incluyendo visitas a sus instalaciones como los Altos Hornos de Vizcaya o la refinería de Repsol en Algeciras.

El último objetivo del Instituto era representar a los analistas financieros ante los organismos e instituciones nacionales e internacionales. Por este motivo, una de las primeras actividades que empezó desarrollando el Instituto fue la asistencia de miembros del mismo a los Congresos de la Federación Europea, celebrados con una periodicidad anual y después bienal desde el año 1962, así como la participación en distintas Comisiones de trabajo, entre ellas, la Comisión de Método y Estandarización Estadística, que pretendía uniformar los esquemas de información de las empresas y los métodos de análisis a nivel europeo.

Después de los Congresos celebrados en Courchevel (Francia), Cambridge (Reino Unido), Knokke-le-Zoute (Bélgica), Norwick (Holanda), Wiesbaden (Alemania) y Montreux (Suiza), España organizó el Congreso Internacional en 1972, ocupando Rafael Termes la Presidencia de la Federación Europea durante el período 1970-1973.

También de estos Congresos hay numerosas anécdotas. Aparte de la camaradería, no solamente con nuestros colegas españoles, sino también con los de otras nacionalidades con los que manteníamos un estrecho vínculo, la ausencia de los medios informáticos actuales, obligaban a desplazar un número importante de informes que tenían que ser distribuidos entre los asistentes. Los documentos que constituían la aportación española en el Congreso belga salieron desparramados por el aeropuerto de Bruselas, cuando la persona que transportaba el equipaje lo dejó caer. También en otro Congreso los asistentes estuvieron aislados algún tiempo como consecuencia de un temporal. A partir de entonces, los Congresos, en lugar de ser organizados en localidades pequeñas y aisladas, se trasladaron habitualmente a las grandes ciudades, que gozaban de una mejor infraestructura y capacidad necesaria, ya que el número de participantes en los mismos se fue incrementando progresivamente. El primero de ellos se celebró en París, el año 1974, en su nuevo y espectacular Palacio de Congresos, y tuvo como tema monográfico la crisis energética originada por la primera subida de los precios del petróleo, que tuvo una gran repercusión negativa en la economía y en los mercados.



El Instituto fue también muy activo en las tareas de formación, a través de la organización de Cursos y Conferencias, siendo uno de los primeros las Jornadas sobre Análisis Financiero y Gestión de Inversiones, celebradas en El Escorial en el año 1966.

Asimismo emprendió la tarea de organizar anualmente un Curso de iniciación en Bolsa, así como en colaboración con la Bolsa de Madrid, la presentación también anual de un análisis de coyuntura. También inició la homologación de los títulos de analista financiero con nuestros homólogos europeos, tarea culminada por el actual Director de la Escuela de Formación del Instituto y Presidente de la Federación Europea de Asociaciones de Analistas Financieros (EFFAS), Jesús López-Zaballos. Entre otros títulos, la Escuela otorga el título de Analista Financiero Europeo (Certified European Financial Analyst – CEFA).

Finalmente, el Instituto también impulsó que las Universidades incorporaran a sus programas de formación, en particular, en las Facultades de Ciencias Económicas y Empresariales, el análisis y gestión de inversiones. Así lo hicieron muchas de ellas, entre las que figuraron como pioneras, la Universidad de Navarra (a través del IESE), las Universidades Autónoma y Complutense de Madrid y CUNEF.

Paralelamente, se impulsó una revista trimestral, Análisis Financiero, con importantes aportaciones de miembros del Instituto y del mundo académico, a cuyo impulso contribuyeron decisivamente Alvaro García de la Rasilla, Antonio Torrero y José Luis Campos.

En 1973, la Junta Directiva es íntegramente renovada y ocupa la Presidencia, Ramón Trías Fargas, al que, a su vez, sucede Antonio Sanz de Bremond, que ocupa la Presidencia durante el período 1974-1976. Durante esta etapa, ocupa la Secretaría General, Javier de San Pío, que también desempeñó estas funciones en el período 1982-1988.

En el año 1977, Mariano Rabadán, que había ocupado los puestos de Secretario General y Vicepresidente del Instituto, es nombrado Presidente del mismo, ocupando la Presidencia hasta el año 1982. En este período ocupó la Secretaría General Eduardo Cebollero.

Este período fue muy importante porque nos encontrábamos en plena transición democrática y ello debía conllevar profundos cambios en el país, no sólo en el ámbito político, sino económico y financiero.

Por ello, se acentuaron las invitaciones a los almuerzos del Instituto a los miembros de los primeros Gobiernos de la etapa democrática. Aunque en el período anterior ya habían asistido a los mismos varios Ministros de Economía, Hacienda, Industria y



Comercio, esta presencia se intensificó durante la transición y entre los primeros invitados figuraron el Vicepresidente para Asuntos Económicos, Juan Miguel Villar Mir, y el Vicepresidente para Asuntos Políticos, Manuel Fraga.

El Instituto consideró, además, una de sus funciones la de conocer y difundir los programas económicos de los partidos políticos.

Para ello, se organizó en 1977, antes de las primeras elecciones generales, un Simposio de una semana de duración, con jornadas de mañana y tarde, con más de mil asistentes, en el que participaron más de veinte partidos políticos, entre los que se encontraban casi todos los que después tendrían representación parlamentaria. También intervinieron los sindicatos, que acababan de ser reconocidos legalmente, al igual que el partido comunista. Entre los ponentes del Simposio, figuraron Felipe González, Santiago Carrillo, Manuel Fraga, Enrique Tierno Galván, Joaquín Ruiz Jiménez, José M^a Gil Robles, Iñigo Cavero, Francisco Fernández Ordóñez, Mariano Rubio, Joaquín Garrigues, Ramón Tamames, Juan Velarde, José Ramón Lasuén y Luis Solana.

El mismo año, el Instituto organizó un Congreso Nacional de Inversión Mobiliaria, cuyos ejes centrales fueron la reforma de la Bolsa y la potenciación de los mercados de capitales. Abrió el congreso el Ministro de Hacienda Francisco Fernández Ordóñez y lo clausuró el Vicepresidente para Asuntos Económicos, Enrique Fuente Quintana. La mayor parte de las conclusiones del Congreso habrían sido aplicadas 10 años más tarde.

Otra de las preocupaciones importantes del Instituto durante este período fue el seguimiento de la profunda reforma fiscal que introdujo el Gobierno en 1978. Dicha reforma se inspiró en el Informe Carter, que se proponía como base de una reforma fiscal en Canadá, que no llegó a llevarse a cabo, y que probablemente resultaba excesivamente avanzada para un país con una tradición fiscal diferente, aunque necesitado sin duda de una profunda reforma de su sistema fiscal.

El trabajo del Instituto se centró fundamentalmente en conseguir un adecuado tratamiento fiscal al ahorro y a la inversión, así como en la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), especialmente de las Sociedades de Inversión Mobiliaria que, en aquel momento, tenían el mayor volumen de patrimonio, así como intentar una regulación de los Planes y Fondos de Pensiones que no existían todavía en nuestro país. Hubo numerosas reuniones en el Ministerio de Hacienda, con el Ministro, Francisco Fernández Ordóñez, el Subsecretario, Dionisio Martínez, y el Director General de Tributos, José Víctor Sevilla, y con distintos miembros del Grupo Parlamentario de UCD, que culminaron con la invitación del Ministro a un almuerzo en el Restaurante Lhardy.



Una anécdota que refleja las tensiones que originó esta reforma fiscal es que en la reunión previa al debate en las Cortes de la misma, el Ministerio de Hacienda rechazó más de quinientas propuestas de enmiendas que le había presentado el propio Grupo Parlamentario del Gobierno.

El aspecto que más interesaba al Instituto, además de la consolidación y promoción de las Instituciones de Inversión Colectiva y de la regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, era que la reforma fiscal estimulara el ahorro y la inversión, así como la financiación de las empresas a través del mercado de capitales.

Lamentablemente, la reforma no cubrió estos objetivos y se produjo en un momento en que la economía estaba en crisis, después del primer choque petrolero de 1973 y durante el segundo, precisamente en 1978, y los mercados de valores la acogieron muy desfavorablemente.

Ello se debió en parte al duro tratamiento de los incrementos de patrimonio, que se integraban dentro de la base en general a unos tipos impositivos muy elevados y a la introducción de un nuevo Impuesto sobre el Patrimonio, que a pesar de su carácter provisional, sobrevive en este momento.

Respecto a las Instituciones de Inversión Colectiva, que eran uno de los grandes canalizadores de recursos hacia los mercados de valores, las Sociedades de Inversión Mobiliaria fueron sujetas a un régimen de transparencia fiscal que provocó que, en pocos años, se redujese su número a la mitad (de 500 a 250), y ello a pesar del establecimiento de un régimen transitorio de cinco años, durante el cual debería establecerse su nueva regulación fiscal.

Por el contrario, en la década de los ochenta, se sentaron las bases para la potenciación del ahorro colectivo y del ahorro-previsión, con la aprobación de la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 1984 y la de Planes y Fondos de Pensiones en el año 1987.

Estas actuaciones del Instituto se convirtieron en el germen de la creación en España de una Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), que se incorporó a las correspondientes Federaciones europeas y mundiales, por lo que puede considerarse que el papel desempeñado por el Instituto fue muy significativo, tanto en la promoción de la actividad de los analistas financieros como de los inversores institucionales en nuestro país.



En el año 1982 se produce una nueva renovación de la Junta Directiva. Mariano Rabadán deja la Presidencia del Instituto, que asume Juan José Toribio, con Javier San Pío como Secretario General. En la comida posterior a la Asamblea que ratificó estos nombramientos, el invitado fue Felipe González, que pocos meses más tarde sería Presidente del Gobierno. Le acompañaba Luis Solana, miembro del Instituto, diputado y, posteriormente, Presidente de Telefónica.

En el año 1989 se celebró el XXV Aniversario de la creación del Instituto, bajo la Presidencia de Juan Palacios, que había sustituido en 1988 a Juan José Toribio, ocupando la Secretaría General M^a Vega de la Cruz. El acto fue organizado por la delegación del Instituto en Cataluña, presidida por Antonio Negre, que posteriormente fue Presidente de la Cámara de Comercio, y tuvo lugar en el Palacio de Pedralbes de Barcelona, ciudad que vio nacer al mismo. Fue un acto muy brillante y emotivo, perfectamente organizado por nuestros colegas de Barcelona.

Para cerrar este capítulo del primer cuarto de siglo del Instituto y aún al riesgo de posibles omisiones, convendría rendir un homenaje a aquellos miembros que dedicaron mayores esfuerzos para su desarrollo en este periodo, entre los cuales están todos los miembros integrantes de las sucesivas Juntas Directivas del mismo y de sus Delegaciones en Madrid y Barcelona y, entre ellos, además de los antes mencionados, Pedro Toledo, Isidro Fainé, César Alierta, Gonzalo Milans del Bosch, Marcelino Poo Cué, Eusebio Díaz-Morera, Manuel Martín, Juan Manuel Osorio, María Bescos, José Luis Sánchez Fernández de Valderrama, Javier Oraa, Luis García Velarde, Jesús Fernández Amatriain, Marcial Jesús López Moreno, Carlos Grau Petit, Luis Badía, Saturnino Anfosso, José Antonio Santos, Francisco Ubeda, Javier Aguirre de la Hoz, Alfonso Torrecilla, Jordi Planasdemunt, Joaquín Herrero, Joaquín López Veraza, Máximo Fernández, Luis Castresana, Amando Mayo, Jesús Lladó y Juan Martín Lucas. Mis disculpas a los no mencionados explícitamente, que merecen el mismo reconocimiento.

Me he limitado a referirme a la primera etapa del Instituto, y en particular a la etapa fundacional. Sin embargo, como miembro del mismo, he seguido su brillante trayectoria y he continuado colaborando con el mismo y con la Fundación de Estudios Financieros y, por ello, en la conmemoración de los 50 años de la creación del Instituto a la que va dedicada esta publicación, querría hacer extensiva esta felicitación y reconocimiento a todos los miembros que, en su segunda etapa, han contribuido a su éxito y, entre ellos, los que han ocupado la Presidencia durante este periodo: César Alierta, Luis Iturbe, Aldo Olcese, Xavier Adserá y Juan Carlos Ureta.



ANEXOS GALERÍA HISTÓRICA DEL IEAF

Knekke, le 15 janvier 1965

Monsieur le Président,

Le groupe espagnol qui assiste en tant qu'observateur au troisième Congrès des Analystes Financiers a l'honneur de vous communiquer qu'il a nommé un Comité qui a pour tâche de mener à bonne fin la constitution définitive d'une Association Espagnole d'Analystes Financiers qui, en son temps, demandera son agrégation à la Fédération Européenne.

Ce Comité se compose de :

M. Javier Ribo Rius
M. Federico Padrós Muns
M. Francisco Ruiz-Jarabe Ferran
M. Eduardo Tolosa Marín
M. Fernando de Roda Cassinello
M. Mariano Rabadán Fornés

Le groupe espagnol tient à exprimer ses remerciements pour le chaleureux accueil qu'il a reçu de la part du Comité d'Organisation du Congrès. Il a été particulièrement sensible à la sympathie qui lui a été témoignée à tout moment.

A toutes fins utiles nous vous prions de bien vouloir noter que M. Mariano Rabadán Fornés, Paseo de Gracia, 17, Barcelona, a été désigné provisoirement comme secrétaire du Comité espagnol.

Veuillez agréer, Monsieur le Président, l'assurance de notre plus haute considération.

M. le Duc d'URZEL,
Président de la Fédération Européenne
des Associations d'Analystes Financiers.



ACTA DE LA ASAMBLEA CONSTITUTIVA DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISIS
DE INVERSIONES CELEBRADA EL 18 DE SEPTIEMBRE DE 1.965

Reunidos los abajo firmantes en los locales de la Bolsa Oficial de Comercio de Barcelona, Paseo de Isabel II, 1, acordaron la constitución de una Asociación bajo la denominación de INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DE INVERSIONES, cuya sede social quedará establecida en Madrid, Alcalá, 40 rigiéndose por los Estatutos que a continuación se incluyen.

Acordó en primer lugar la Asamblea la designación de la primera Junta Directiva del Instituto, que quedó constituida de la siguiente forma:

PRESIDENTE:	Don Rafael Termes Carreró; Av. Perason, 25 - Barcelona.-
VICEPRESIDENTES:	Don Ignacio Hernando de Larra-mendi; General Oras, 26 - Madrid.- Don José Luis de Urquijo y de la Fuente; Manuel Allende, 4 Bilbao.-
SECRETARIO GENERAL:	Don Mariano Rabadán Forniés; París, 146 - Barcelona.-
TESORERO:	Don Eduardo Tolosa Marín; Dr. Areilza, 10 - Bilbao.-
VOCALES:	Don Jorge Llobera Poquet; Monte Esquinza, 16 - Madrid.- Don José Manuel Nuñez Lagos; Rambla de Cataluña, 6 - Barcelona.- Don Javier Ribó Rius; Mallorca, 326 - Barcelona.- Don Fernando de Roda Casinello; Sancho el Sabio, 2 - San Sebastián.- Don Francisco Ruiz-Jarabo Ferrán; Zurbano, 38 - Madrid.-

Se procedió a continuación al examen y aprobación de los Estatutos del Instituto, cuyo texto definitivo se adjunta.

Después de concretadas las actividades del Instituto, de acuerdo con las disposiciones contenidas en el artículo 2º de los Estatutos se dio por terminada la sesión, de la que se levantó la presente acta que firman los fundadores del Instituto

Barcelona, 18 de Septiembre de 1.965



**INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DE INVERSIONES**

JORNADAS INTERNACIONALES DE ESTUDIO
SOBRE
**ANALISIS DE VALORES MOBILIARIOS
Y DIRECCION DE INVERSIONES**

**EL ESCORIAL, 13, 14 y 15 de junio
1966**



Fédération Européenne des Associations d'Analystes Financiers
European Federation of Financial Analysts' Societies
Europäische Union der Vereinigungen für Finanzanalyse

LES RAPPORTS DES SOCIÉTÉS EN EUROPE
CORPORATE REPORTING IN EUROPE
DIE GESCHÄFTSBERICHTE IN EUROPA

Premier Rapport de la Commission pour l'Information des Actionnaires
First Report of the Corporate Information Committee
Erster Bericht der Kommission Information der Aktionäre

AOÛT/AUGUST 1970



PROGRAMAS ECONOMICOS DE LOS PARTIDOS POLITICOS



Jornadas Económicas organizadas por el Instituto de
Analistas de Inversiones.
Nº extraordinario de Análisis Financiero



LA REFORMA DE LA BOLSA

CONGRESO NACIONAL DE INVERSIÓN MOBILIARIA.
ORGANIZADO POR EL INSTITUTO DE ANALISTAS DE
INVERSIONES.

Número extraordinario
de Análisis Financiero.



PRESIDENTES DE IEAF

- **D. Rafel Termes Carreró** (18/09/1965)
- **D. Ramón Trías Fargas** (19/07/1973). D. Rafael Termes se mantiene como Presidente Honorario
- **D. Antonio Sanz de Bremond y Mira** (02/12/1974)
- **D. Mariano Rabadán Fornies** (08/03/1977)
- **D. Juan José Toribio Dávila** (29/03/1982)
- **D. Juan Palacios Raufast** (23/06/1988)
- **D. César Alierta Izuek** (28/06/1991)
- **D. Luis Iturbe Sanz de Madrid** (12/04/1996)
- **D. Aldo Olcese Santonja** (13/04/2000)
- **D. Xavier Adserà Gebellí** (01/10/2006)
- **D. Juan Carlos Ureta Domingo** (22/06/2010)













RELACIÓN CRONOLÓGICA DE JUNTAS DIRECTIVAS DEL IEAF

Miembros integrantes de la primera Junta Directiva del Instituto, constituida el 18 de septiembre de 1965.

Presidente	D. Rafael Termes
Vicepresidentes	D. Ignacio Herando de Larramendi D. José Luis de Urquijo y de la Puente
Secretario General	D. Mariano Rabadán
Tesorero	D. Eduardo Tolosa
Vocales	D. Jorge Llobera D. José Manuel Núñez-Lagos D. Javier Ribó D. Fernando de Roda D. Francisco Ruiz-Jarabo

En 1970, se incorporaron a la Junta Directiva los siguientes miembros:

D. Jesús Fernández Amatriain
D. Luis García Esnaola
D. Mariano García Ponte
D. Antonio López
D. Marcelino Poo Cué
D. Antonio Torrero

En 1973, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente	D. Ramón Trías
Vicepresidentes	D. Antonio Sanz de Bremond y Mira D. Pedro Toledo
Secretario General	D. Javier de San Pío
Tesorero	D. Antonio López
Vocales	D. Enrique Casany D. Luis García Esnaola D. Mariano García Ponte D. Luis García Velarde D. Marcial Jesús López Moreno D. Manuel Martín D. José Pamies D. Jorge Petit D. Jorge Planasdemunt D. Antonio Torrero

En 1974, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente	D. Antonio Sanz de Bremond y Mira
Vicepresidentes	D. Pedro Toledo D. Jorge Planasdemunt
Secretario General	D. Javier de San Pío
Tesorero	D. Antonio López
Vocales	D. Enrique Casany D. Eusebio Díaz Morera D. Eduardo Fondevila D. Luis García Velarde D. Carlos Grau D. Marcial Jesús López Moreno D. Manuel Martín D. Juan Manuel Osorio D. José Pamies D. Jorge Petit D. Francisco Suárez D. Antonio Torrero



En **1977**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente Honorario	D. Rafael Termes
Presidente	D. Mariano Rabadán
Vicepresidentes	D. Juan Manuel Osorio
	D. Eusebio Diaz Morera
Secretario General	D. Eduardo Cebollero
Tesorero	D. José Luis Campos
Vocales	D. César Alierta
	D. Jesús Ayo
	D. Luis Badia
	D. Eduardo Fondevila
	D. Alvaro García de la Rasilla
	D. Carlos Grau
	D. Joaquín Herrero
	D. Juan Antonio Palacios
	D. Francisco Suárez
	D. Antonio Torrero

En **1982**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente Honorario	D. Rafael Termes
Presidente	D. Juan José Toribio
Vicepresidentes	D. Javier Aguirre de la Hoz
	D. Saturnino Anfosso
	D. Alvaro García de la Rasilla
Secretario General	D. Javier de San Pío
Tesorero	D. Alfonso Torrecilla
Vocales	D. Luis Badia
	D. Luis M ^a Castresana
	D. Carlos Grau
	D. Joaquín Herrero
	D. Jesús Lladó Fernández
	D. Amando Mayo
	D. Rafael Oliva
	D. Javier Oraa
	D. Jorge Planasdemunt
	D. José Antonio Santos
	D. Francisco Ubeda

En **1988**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente Honorario	D. Rafael Termes
Presidente	D. Juan Antonio Palacios
Vicepresidentes	D. Antonio Negre
	D. Luis Castresana
	D. César Alierta
Secretaria General y Tesorera	D ^a M ^a Vega de la Cruz
Vocales	D ^a M ^a Bescos
	D. Isidro Fainé
	D. Máximo Fernández
	D. Manuel Gutiérrez
	D. Joaquín López
	D. Juan Martín
	D. Manuel Martín
	D. Gonzalo Milans del Bosch
	D. Luis Olazábal
	D. Francisco Javier Zoido

En **1989**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente	D. Juan Antonio Palacios Raufast
Vicepresidentes	D. Antonio Negre



	D. Antonio Dionis Soler
	D. César Alierta
Secretaria General y Tesorera	Dª Mª Vega de la Cruz
Director:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Vocales	Dª Mª Bescos
	D. Isidro Fainé
	D. Máximo Fernández Roxas
	D. Manuel Gutiérrez
	D. Joaquín López
	D. Manuel Martín
	D. Gonzalo Milans del Bosch
	D. Javier Sánchez Verdasco
	D. Pedro Taberna Gaztambide
	D. Francisco Javier Zoido
En 1990, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:	
Presidente	D. Juan Antonio Palacios Raufast
Vicepresidentes	D. Saturnino Anfoso Borrell
	D. Antonio Dionis Soler
	D. César Alierta
Secretaria General y Tesorera	Dª Mª Vega de la Cruz
Director:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Subdirectora:	Dª. Magdalena Delgado
Vocales	Dª Mª Bescos
	D. Isidro Fainé
	D. Máximo Fernández
	D. Rafael Ibáñez Martínez
	D. Joaquín López Veraza
	D. Fernando Mazzuchelli Urquijo
	D. Gonzalo Milans del Bosch
	D. Antonio Negre
	D. Javier Sánchez Verdasco
	D. Pedro Taberna Gaztambide
	D. Francisco Javier Zoido
En 1991, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:	
Presidente	D. César Alierta
Vicepresidentes	D. Saturnino Anfoso Borrell
	D. Antonio Dionis Soler
	D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid
Vicepresidente de Relaciones Internacionales:	D. Gonzalo Milans del Bosch
Secretario General:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Subdirectora:	Dª. Magdalena Delgado
Tesorero:	D. Fernando Mazzuchelli Urquijo
Vocales	Dª Mª Bescos
	D. Máximo Fernández Roxas
	D. Rafael Hierro Díez
	D. Rafael Ibáñez Martínez
	D. Javier Sánchez Verdasco
	D. Pedro Taberna Gaztambide
	D. José Carlos Terriente Quesada
En 1992, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:	
Presidente	D. César Alierta
Vicepresidentes	D. Saturnino Anfoso Borrell
	D. Antonio Dionis Soler
	D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid



Vicepresidente de Relaciones
Internacionales:

D. Gonzalo Milans del Bosch

Secretario General
Subdirectora:
Tesorero:
Vocales

D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
D^a. Magdalena Delgado
D. Fernando Mazzuchelli Urquijo
D. Francisco J. Estaún Díaz de Villegas
D. Rafael Hierro Díez
D. Rafael Ibáñez Martínez
D. Roberto Iglesias Rodríguez
D. Javier Méndez Llera
D. Pedro Taberna Gaztambide
D. José Carlos Terriente Quesada

En 1993, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente
Vicepresidentes

D. César Alierta
D. Saturnino Anfosso Borrell
D. Antonio Dionis Soler
D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid

Vicepresidente de Relaciones
Internacionales:
Secretario General:
Directora:
Tesorero:
Vocales

D. Gonzalo Milans del Bosch
D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
D^a. Magdalena Delgado Guardado
D. Fernando Mazzuchelli Urquijo
D. Francisco J. Estaún Díaz de Villegas
D. Joaquín Herrero González
D. Rafael Hierro Díez
D. Rafael Ibáñez Martínez
D. Roberto Iglesias Rodríguez
D. Javier Méndez Llera
D. Alfonso Roa Díaz-Regañón
D. Pedro Taberna Gaztambide
D. José Carlos Terriente Quesada

En 1994, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente
Vicepresidentes

D. César Alierta
D. Saturnino Anfosso Borrell
D. Antonio Dionis Soler
D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid

Secretario General:
Directora:
Tesorero:
Vocales

D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
D^a. Magdalena Delgado Guardado
D. Fernando Mazzuchelli Urquijo
D. Francisco J. Estaún Díaz de Villegas
D. Joaquín Herrero González
D. Rafael Hierro Díez
D. Rafael Ibáñez Martínez
D. Roberto Iglesias Rodríguez
D. Javier Méndez Llera
D. Rafael Oliva
D. Alfonso Roa Díaz-Regañón
D. Pedro Taberna Gaztambide
D. José Carlos Terriente Quesada

En 1995, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente
Vicepresidentes

D. César Alierta
D. Saturnino Anfosso Borrell
D. Antonio Dionis Soler
D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid

Secretario General:

D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama



Directora:	D ^a . Magdalena Delgado Guardado
Tesorero:	D. Fernando Mazzuchelli Urquijo
Vocales	D. Juan Cueto Álvarez de Sotomayor D. Francisco J. Estaún Díaz de Villegas D. Joaquín Herrero González D. Rafael Hierro Díez D. Roberto Iglesias Rodríguez D. Javier Méndez Llera D. Aldo Olcese Santonja D. Rafael Oliva D. Alfonso Roa Díaz-Regañón D. José Carlos Terriente Quesada
En 1996, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:	
Presidente	D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid
Vicepresidentes	D. Pere Viñolas Serra D. Antonio Dionis Soler D. Aldo Olcese Santonja
Secretario General:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Directora:	D ^a . Magdalena Delgado Guardado
Tesorero:	D. Juan Cueto Álvarez de Sotomayor
Vocales	D. José Manuel Arrojo Botija D. Francisco J. Estaún Díaz de Villegas D. Ignacio Gómez Montejo D. Joaquín Herrero González D. Rafael Hierro Díez D. Roberto Iglesias Rodríguez D. Javier Méndez Llera D. Rafael Oliva D. Alfonso Roa Díaz-Regañón D. José Carlos Terriente Quesada
En 1997, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:	
Presidente	D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid
Vicepresidentes	D. Pere Viñolas Serra D. Antonio Dionis Soler D. Aldo Olcese Santonja
Secretario General:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Directora:	D ^a . Magdalena Delgado Guardado
Tesorero:	D. Juan Cueto Álvarez de Sotomayor
Vocales	D. José Manuel Arrojo Botija D. Francisco J. Estaún Díaz de Villegas D. Ignacio Gómez Montejo D. Joaquín Herrero González D. Rafael Hierro Díez D. Roberto Iglesias Rodríguez D. Javier Méndez Llera D. Rafael Oliva D. Alfonso Roa Díaz-Regañón D. José Carlos Terriente Quesada
En 1998, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:	
Presidente	D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid
Vicepresidentes	D ^a . M ^a Vega de la Cruz Oñate D. Pere Viñolas Serra D. Aldo Olcese Santonja
Secretario General:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Directora:	D ^a . Magdalena Delgado Guardado
Tesorero:	D. Juan Cueto Álvarez de Sotomayor



Vocales

D. Emilio Antón Suanzes
D. José Manuel Arrojo Botija
D. Ignacio Gómez Montejo
D. Joaquín Herrero González
D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
D. Ernesto Mata López
D. Rafael Oliva
D. Manuel Sánchez del Valle
D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda

En 1999, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente D. Luis Iturbe y Sanz de Madrid
Vicepresidentes D. Pere Viñolas Serra
D^a. M^a Vega de la Cruz Oñate
D. Aldo Olcese Santonja
Secretario General: D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Directora: D^a. Magdalena Delgado Guardoño
Tesorero: D. Juan Cueto Álvarez de Sotomayor
Vocales D. Xavier Adserà i Gebellí
D. Emilio Antón Suanzes
D. Ignacio Gómez Montejo
D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
D. Ernesto Mata López
D. Rafael Oliva
D. Carlos Orduña Chouraki
D. Manuel Sánchez del Valle
D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
D. Carlos Tusquets Trías de Bes

En 2000, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente D. Aldo Olcese Santonja
Vicepresidentes D. Pere Viñolas Serra
D^a. M^a Vega de la Cruz Oñate
Secretario General: D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Directora: D^a. Magdalena Delgado Guardoño
Tesorero: D. Juan Cueto Álvarez de Sotomayor
Vocales: D. Xavier Adserà i Gebellí
D. Emilio Antón Suanzes
D. Ignacio Gómez Montejo
D. Rafael Juan y Seva
D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
D. Ernesto Mata López
D. Carlos Orduña Chouraki
D. Manuel Sánchez del Valle
D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
D. Carlos Tusquets Trías de Bes

En 2001, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente D. Aldo Olcese Santonja
Vicepresidentes D. Xavier Adserà i Gebellí
D^a. M^a Vega de la Cruz Oñate
Secretario General: D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Directora: D^a. Magdalena Delgado Guardoño
Tesorero: D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Vocales: D. Luis Abril Pérez
D. Emilio Antón Suanzes
D. Ignacio Gómez Montejo
D. Alfredo Jiménez Fernández
D. Rafael Juan y Seva



D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
D. Ernesto Mata López
D. Javier Méndez Llera
D. Carlos Orduña Chouraki
D. Carlos Tusquets Trías de Bes
D. Pere Viñolas Serra

En **2002**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente	D. Aldo Olcese Santonja
Vicepresidentes	D. Xavier Adserà i Gebellí D ^a . M ^a Vega de la Cruz Oñate
Secretario General:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Tesorero:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Vocales	D. Luis Abril Pérez D. Emilio Antón Suanzes D. Alfredo Jiménez Fernández D. Rafael Juan y Seva D. Ignacio Lecanda Artiach D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle D. Ernesto Mata López D. Javier Méndez Llera D. Carlos Orduña Chouraki D. Carlos Tusquets Trías de Bes D. Pere Viñolas Serra

En **2003**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Aldo Olcese Santonja
Vicepresidente 1º:	D. Xavier Adserà i Gebellí
Vicepresidente 2º:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. Carlos Orduña Chouraki
Vocales:	D. Luis Abril Pérez D. Manuel Balanzat Suárez D. Jorge Bergareche Busquet D. Alfredo Jiménez Fernández D. Rafael Juan y Seva Redondo D. Ignacio Lecanda Artiach D. Ernesto Mata López D. Javier Méndez Llera D. Carlos Tusquets Trías de Bes D. Pere Viñolas Serra

En **2004**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Aldo Olcese Santonja
Vicepresidente 1º:	D. Xavier Adserà i Gebellí
Vicepresidente 2º:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. Carlos Orduña Chouraki
Vocales:	D. Manuel Balanzat Suárez D. Jorge Bergareche Busquet D. Carlos Contreras Gómez D. Santiago Fernández Valbuena D. Alfredo Jiménez Fernández D. Rafael Juan y Seva Redondo D. Ignacio Lecanda Artiach D. Javier Méndez Llera D. Rafael Suñol Trepas D. Carlos Tusquets Trías de Bes D. Juan Carlos Ureta Domingo



En **2005**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Aldo Olcese Santonja
Vicepresidente 1º:	D. Xavier Adserà i Gebell'i
Vicepresidente 2º:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. Carlos Orduña Chouraki
Vocales:	D. Jorge Bergareche Busquet
	D. José Luis Cayuela Zayas
	D. Carlos Contreras Gómez
	D. Santiago Fernández Valbuena
	D. Alfredo Jiménez Fernández
	D. Rafael Juan y Seva Redondo
	D. Ignacio Lecanda Artiach
	D. Javier Méndez Llera
	D. Alberto Moro Suárez
	D. Rafael Suñol Trepas
	D. Juan Carlos Ureta Domingo

En **2006**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Xavier Adserà i Gebell'i
Vicepresidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente:	D. Alberto Moro Suárez
Vicepresidente:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. Manuel Balanzat Suárez
Vocales:	D. José Luis Cayuela Zayas
	D. Carlos Contreras Gómez
	D. Santiago Fernández Valbuena
	D ^a . Teresa Gil Fernández
	D. Ignacio Lecanda Artiach
	D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
	D. Javier Méndez Llera
	D. Manuel Menéndez López
	D. José Luis Palomo Álvarez
	D. Rafael Suñol Trepas

En **2007**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Xavier Adserà i Gebell'i
Vicepresidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente:	D. Alberto Moro Suárez
Vicepresidente:	D. D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Vicepresidente:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama (vicepresidencia rotatoria)
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. Manuel Balanzat Suárez
Vocales:	D. José Luis Cayuela Zayas
	D. Carlos Contreras Gómez
	D. Santiago Fernández Valbuena
	D ^a . Teresa Gil Fernández
	D. Ignacio Lecanda Artiach
	D. Manuel Menéndez López
	D. José Luis Palomo Álvarez
	D. Rafael Suñol Trepas
	D. Tomás Varela i Muiña
Defensor del Inversor:	D. Álvaro García de la Rasilla y Pineda

En **2008**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Xavier Adserà i Gebell'i
Vicepresidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo



Vicepresidente:	D. Alberto Moro Suárez
Vicepresidente:	D. D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Vicepresidente:	D. José Luis Sánchez Fernández de Valderrama (vicepresidencia rotatoria)
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. Manuel Balanzat Suárez
Vocales:	D. Ramón Adarraga Morales D. José Luis Cayuela Zayas D. Carlos Contreras Gómez D. Santiago Fernández Valbuena D ^a . Teresa Gil Fernández D. Manuel Menéndez López D. José Luis Palomo Álvarez D. Rafael Suñol Trepát D. Tomás Varela i Muiña
Defensor del Inversor:	D. Álvaro García de la Rasilla y Pineda

En **2009**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Xavier Adserà Gebellí
Vicepresidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente:	D. Alberto Moro Suárez
Vicepresidente:	D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. Manuel Menéndez López
Vocales:	D. Ramón Adarraga Morales D. José Luis Cayuela Zayas D. Carlos Contreras Gómez D. José Miguel de Andrés Torrecillas D. Santiago Fernández Valbuena D. Antonio Moreno Espejo D. José Luis Palomo Álvarez D. Rafael Suñol Trepát D. Miguel Temboury Molina D. Tomás Varela Muiña del Inversor D. Álvaro García de la Rasilla y Pineda

En **2010**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente:	D. Alberto Moro Suárez
Vicepresidente:	D. D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Vicepresidente:	D. Manuel Menéndez López
Secretario General:	D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Tesorero:	D. José Luis Palomo Álvarez
Vocales:	D. Ramón Adarraga Morales D ^a . Paloma Cabello Esteban D. Juan Carlos Calvo Mateos D. José Luis Cayuela Zayas D. José Miguel de Andrés Torrecillas D. Rafael Garcés Beramendi D. Antonio Moreno Espejo D. Miguel Temboury Molina D. Tomás Varela i Muiña

En **2011**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente:	D. Alberto Moro Suárez
Vicepresidente:	D. D. Ramiro Martínez-Pardo del Valle
Vicepresidente:	D. Manuel Menéndez López
Tesorero:	D. José Luis Palomo Álvarez



Secretario General: D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda
Secretario General Adjunto: D. Javier Méndez Llera
Vocales: D. Ramón Adarraga Morales
D^a. Paloma Cabello Esteban
D. Juan Carlos Calvo Mateos
D. José Miguel de Andrés Torrecillas
D. Rafael Garcés Beramendi
D^a. Ofelia Marín-Lozano Montón
D^a. Petra Mateos-Aparicio Morales
D. Antonio Moreno Espejo
D^a. Carina Szpilka Lázaro
D. Miguel Tembory Molina
D. Tomás Varela i Muiña

En 2012, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente: D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente: D. Jordi Gual Solé
Vicepresidente: D. Tomás Varela i Muiña
Tesorero: D. Rafael Garcés Beramendi
Secretario General: D. Javier Méndez Llera
Vocales: D. Juan Ignacio Contreras Mora (Presidente D.T. Andalucía)
D. Francisco Torres del castillo (Presidente D.T. Islas Canarias)
D. Alfonso Pérez Pretel (Presidente D.T. Valencia)
D. Juan Ignacio Acha-Orbea Echeverría
D. Ramón Adarraga Morales
D^a. Paloma Cabello Esteban
D. Juan Carlos Calvo Mateos
D. José Miguel de Andrés Torrecillas
D. Ignacio Gómez Montejo
D. Luis Mañas Antón
D^a. Ofelia Marín-Lozano Montón
D^a. Petra Mateos-Aparicio Morales
D. Antonio Moreno Espejo
D^a. Margarita Prat Rodrigo
D^a. Carina Szpilka Lázaro

En 2013, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente: D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente: D. Jordi Gual Solé
Vicepresidente: D. Tomás Varela i Muiña
Tesorero: D. Rafael Garcés Beramendi
Secretario General: D. Javier Méndez Llera
Vocales: D. Juan Ignacio Contreras Mora (Presidente D.T. Andalucía)
D. Francisco Torres del castillo (Presidente D.T. Islas Canarias)
D. Alfonso Pérez Pretel (Presidente D.T. Valencia)
D. Juan Ignacio Acha-Orbea Echeverría
D. Ramón Adarraga Morales
D. Ismael Alemán Domínguez
D^a. Paloma Cabello Esteban
D. Juan Carlos Calvo Mateos
D. José Miguel de Andrés Torrecillas
D. Ignacio Gómez Montejo
D. Luis Mañas Antón
D^a. Ofelia Marín-Lozano Montón
D^a. Petra Mateos-Aparicio Morales
D. Salvador Montejo Velilla
D. Antonio Moreno Espejo
D^a. Margarita Prat Rodrigo



En **2014**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente:	D. Jordi Gual Solé
Vicepresidente:	D. Tomás Varela i Muiña
Tesorero:	D. Rafael Garcés Beramendi
Secretario General:	D. Javier Méndez Llera
Vocales:	D. Juan Ignacio Contreras Mora (Presidente D.T. Andalucía)
	D. Francisco Torres del castillo (Presidente D.T. Islas Canarias)
	D. Alfonso Pérez Pretel (Presidente D.T. Valencia)
	D. Juan Ignacio Acha-Orbea Echeverría
	D. Ismael Alemán Domínguez
	D ^a . Paloma Cabello Esteban
	D. Juan Carlos Calvo Mateos
	D. José Miguel de Andrés Torrecillas
	D. Ignacio Gómez Montejo
	D. Luis Mañas Antón
	D ^a . Ofelia Marín-Lozano Montón
	D ^a . Petra Mateos-Aparicio Morales
	D. Salvador Montejo Velilla
	D. Antonio Moreno Espejo
	D ^a . Margarita Prat Rodrigo
	D. Jorge Yzaguirre Scharfhausen

En **2015**, los miembros integrantes de la Junta Directiva eran los siguientes:

Presidente:	D. Juan Carlos Ureta Domingo
Vicepresidente:	D. Jordi Gual Solé
Vicepresidente:	D. Pedro Lecuona Ortúzar
Tesorero:	D. Rafael Garcés Beramendi
Secretario General:	D. Javier Méndez Llera
Vocales:	D. Juan Ignacio Contreras Mora (Presidente D.T. Andalucía)
	D. Francisco Torres del castillo (Presidente D.T. Islas Canarias)
	D. Alfonso Pérez Pretel (Presidente D.T. Valencia)
	D. Juan Ignacio Acha-Orbea Echeverría
	D. Ismael Alemán Domínguez
	D ^a . Paloma Cabello Esteban
	D. Juan Carlos Calvo Mateos
	D. Ignacio Gómez Montejo
	D ^a . Pilar González de Frutos
	D. Luis Mañas Antón
	D ^a . Ofelia Marín-Lozano Montón
	D. Ramiro-Martínez-Pardo del Valle
	D ^a . Petra Mateos-Aparicio Morales
	D. Salvador Montejo Velilla
	D ^a . Margarita Prat Rodrigo
	D. Jorge Yzaguirre Scharfhausen

