

**IEAF | FEF**

INSTITUTO ESPAÑOL DE  
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

**3<sup>er</sup> y 4<sup>o</sup> PANEL DE SEGUIMIENTO FINANCIERO IEAF-FEF  
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

# **Retos financieros pendientes de la economía española**

Reasignación del crédito tras la crisis

Decisiones de ahorro e inversión de los hogares

Cobertura financiera de la vejez

El sector asegurador como inversor institucional

Incentivos fiscales a la inversión institucional en empresas de menor dimensión

Cuestiones jurídicas de relevancia para el sector financiero

**Enero 2019**

**Documento de Trabajo N.º 16**

ISBN: 978-84-09-07940-7  
Depósito Legal: M-41904-2018  
Edita: Fundación Estudios Financieros



<b>Presentación</b> .....	5
<b>Resumen Ejecutivo y conclusiones</b> .....	7
<b>1. La reasignación del crédito a lo largo del ciclo económico: evidencia del último ciclo de expansión y contracción del crédito en España</b> <i>Roberto Blanco y Noelia Jiménez (Banco de España)</i> .....	25
<b>2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles</b> <i>María Isabel Cambón Murcia (Departamento de Estudios y Estadísticas. CNMV)</i> .....	37
<b>3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?</b> <i>José Luis Manrique (Director de Estudios y Estadísticas. INVERCO)</i> . . . .	55
<b>4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos</b> <i>Gonzalo de Cadenas Santiago (Director Macroeconomic and Financial Research Department. MAPFRE)</i> .....	71
<b>5. Incentivos fiscales a la inversión institucional orientada a la pequeña y mediana empresa</b> <i>César García Novoa (Catedrático de Derecho Financiero y Tributario. Universidad de Santiago de Compostela)</i> .....	85
<b>6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros. La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal. Nuevas figuras fiscales</b> <i>Ana García, Laura Camarero y Tona Azpeitia (Baker Mckenzie)</i> .....	97
<b>Relación de personas asistentes a la 3ª y 4ª Sesión del Panel de Seguimiento</b>	111
<b>Documentos de Trabajo FEF</b> .....	115
<b>Entidades Patrono de la Fundación de Estudios Financieros</b> .....	117





## PRESENTACIÓN

La Fundación de Estudios Financieros (FEF) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) iniciaron en 2017 una nueva línea de emisión de opinión a través del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española*. Su principal objetivo es promover el conocimiento riguroso y la discusión de materias y aspectos de carácter financiero relacionados directa o indirectamente con el pasado, presente y futuro de la economía española y su competitividad y sostenibilidad.

Una década después del inicio de la que quizá haya sido la mayor crisis financiera mundial, europea y española desde la Gran Depresión del 29, el componente financiero de la economía española sigue enfrentándose a diferentes retos de mayor o menor magnitud, pero en cualquier caso susceptibles de reflexión, crítica y debate siempre enriquecedor.

La iniciativa está coordinada por Oscar Arce de Banco de España y Domingo García Coto de Bolsas y Mercados Españoles, a quienes quiero agradecer el excelente trabajo que están realizando.

El Panel del Seguimiento Financiero IEAF/FEF de la Economía Española ha continuado en 2018 celebrando la 3ª y 4ª sesiones de análisis y debate de asuntos de carácter financiero de especial relevancia e implicaciones para la evolución de la economía española en los próximos años, continuando así con la senda abierta el año anterior con la puesta en marcha de esta iniciativa. Las sesiones se han celebrado en el Palacio de la Bolsa de Madrid y en la sede de la CNMV y contaron con la participación de numerosos expertos cuyos nombres aparecen al final del libro y a quienes quiero agradecer por su apoyo desinteresado a esta iniciativa.

En este documento de trabajo figuran los artículos correspondientes a las ponencias presentadas y un resumen de conclusiones y recomendaciones, relativas a cuestiones como: la reasignación del crédito a las empresas tras la crisis; las claves de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles; la cobertura financiera de la vejez; el déficit de inversión institucional nacional; el sector asegurador como inversor institucional; incentivos fiscales a la inversión institucional en empresas de menor dimensión; así como cuestiones jurídicas de relevancia para el sector financiero, como son, la regulación de nuevas tendencias digitales, la regulación concursal, y las nuevas figuras fiscales que están apareciendo últimamente.



## **Retos financieros pendientes de la economía española**

Como grandes conclusiones se destaca que España cuenta con mecanismos capaces de reasignar la financiación entre sectores, si bien, se necesita un mayor ahorro privado, una inversión institucional doméstica mayor y más desarrollada y que el ahorrador-inversor minorista avance en el aprendizaje financiero.

IEAF-FEF agradecen a todas las personas que han intervenido en este proyecto y especialmente a BME y a la CNMV por su apoyo a esta iniciativa.

Estos debates, con el foco puesto en el ámbito financiero de la economía española, continuarán a lo largo del año 2019.

Jorge Yzaguirre  
*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*



## RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES<sup>1</sup>

### RETOS FINANCIEROS PENDIENTES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Reasignación del crédito a las empresas tras la crisis  
Claves de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles  
Cobertura financiera de la vejez  
El déficit de inversión institucional nacional  
El sector asegurador como inversor institucional  
Incentivos fiscales a la inversión institucional en empresas de menor dimensión  
Cuestiones jurídicas de relevancia para el sector financiero: regulación de nuevas tendencias digitales, regulación concursal, nuevas figuras fiscales

Si la vulnerabilidad financiera de la economía española, la mejora de la financiación bancaria y de mercado de capitales de las empresas y la necesidad de aumentar el tamaño de las empresas españolas fueron asuntos analizados y debatidos en sesiones anteriores del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF/FEF de la Economía Española*, a lo largo de 2018 se han abordado nuevos temas con amplias connotaciones financieras que tienen y tendrán una especial relevancia e impacto en la economía y la sociedad españolas en los próximos años.

**La economía y el sistema financiero español se enfrentan al envejecimiento de la población y a la sostenibilidad del sistema público de pensiones; a una cultura financiera asentada en la adquisición de la vivienda; al déficit de inversión institucional, a una próxima subida de los tipos de interés, a las dificultades de acceso a la financiación por parte de las empresas de menor dimensión, .... En pocos años, además, han surgido nuevos negocios, como las *fintech*, e iniciativas como la Unión**

---

<sup>1</sup> Resumen elaborado por Beatriz Pérez Galdón, periodista especializada en Economía, y Domingo García Coto, coordinador del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española. Las conclusiones figuran en negrita y las recomendaciones en negrita y subrayado.



**del Mercado de Capitales, que imponen transformaciones del modelo financiero español.**

Tras los años de crisis y *stress* financiero, España cuenta con mecanismos que han sido capaces de reasignar la financiación entre sectores; se necesita un mayor ahorro privado; una inversión institucional doméstica mayor y más desarrollada; el ahorrador-inversor tiene que adentrarse en el aprendizaje financiero; la canalización del ahorro y de la inversión hacia las pequeñas y medianas empresas encaja en los fines públicos de política social y económica que pueden y deben ser potenciados fiscalmente; y que haya una mayor conexión, debate y consenso entre los agentes financieros, económicos y los reguladores. El impacto de la regulación ha significado años de intenso trabajo y esfuerzo tanto de los Bancos y sus usuarios como de los mercados de capitales y sus participantes, para adaptar la actividad a las exigencias impuestas desde Europa. El fin, evitar situaciones indeseadas como el pasado y proteger al cliente e inversor.

Este es el resumen en grandes titulares de las conclusiones y recomendaciones de las sesiones del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española celebradas en 2018. A continuación figura un resumen más detallado de las mismas.

### **REASIGNACIÓN DEL CRÉDITO TRAS LA CRISIS**

Entre los efectos más graves que se pusieron de manifiesto durante la crisis figura en lugar destacado la fuerte contracción de la financiación y especialmente del crédito bancario cuyas consecuencias sufrió el tejido empresarial español. A partir del trabajo empírico realizado por Roberto Blanco y Noelia Jiménez del Banco de España, presentado por el primero, el Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF dedicó un apartado de sus sesiones de 2018 a analizar el proceso de reasignación de crédito por empresas y sectores que ha tenido lugar tras la crisis.

**El acceso al crédito para las empresas españolas con una peor situación patrimonial se deterioró durante la crisis en mayor medida que para el resto de compañías y en los años posteriores de recuperación económica estas diferencias en el acceso al crédito no solo se mantuvieron sino que incluso se habrían ampliado.** Este cambio de patrón sugiere que, en general y tras la crisis, las políticas crediticias de los bancos se hicieron en general más sensibles a la situación financiera de las empresas por varios motivos: las entidades “habrían aprendido la lección” tras el fuerte deterioro de sus balances, se produjo la desaparición o absorción de entidades





**financieras más débiles, y se han producido a nivel internacional cambios regulatorios que promueven políticas crediticias más sensibles al riesgo.**

El trabajo también pone en evidencia que **las políticas de concesión de crédito de los bancos con empresas con las que ya mantienen relación crediticia previa, son menos sensibles a información pública que las aplicadas a las nuevas empresas.** Apoya así la idea de que esta **relación entre acreedor y deudor mitiga las restricciones de crédito y habría contribuido a moderar la contracción de crédito durante la crisis.**

La investigación desvela que **entre 2000 y 2007, el saldo de los préstamos bancarios concedidos a las empresas no financieras creció a una tasa anual del 19%. A partir de 2008 comenzó a desacelerarse, llegando a registrar saldos negativos a mediados de 2009. A partir de ese año y hasta mediados de 2013, la caída se redujo al 4% interanual. Desde entonces ha continuado bajando, pero a un ritmo progresivamente menor** en un contexto de recuperación económica. Los resultados del trabajo sugieren que **el cambio en los patrones de asignación por empresas “está vinculado con factores de la oferta del crédito”.**

Para observar las variaciones producidas, se comprobaron tres periodos: antes de la crisis, durante, y después. Los datos evidencian qué, **antes de la crisis** en un periodo de expansión económica, **en la obtención de crédito bancario de una compañía inflúan poco cuestiones como el endeudamiento, la carga financiera, la morosidad, el tamaño o la antigüedad.** “La expansión del crédito a empresas llegó a crecer a un ritmo anual del 25%”.

Durante la crisis. “Fue un periodo de fuerte contracción, aunque **se aprecia cómo algunas compañías incrementaron su deuda y otras la redujeron y que empezó a haber diferencias según el tipo de empresas”.** Los bancos se volvieron **más sensibles respecto al nivel de endeudamiento y la carga financiera;** factores que podían determinar la concesión de los recursos solicitados. Igualmente, **el tamaño y la antigüedad de la compañía pasaron a ser determinantes en el acceso al crédito,** las grandes y con más historia tenían más posibilidades. De forma paralela, observaron que **“cuanto mayor fuera la relación previa con el banco, mayor era la probabilidad de obtener el préstamo por parte de la empresa,** lo que apoyaría la hipótesis de que **los bancos desarrollan información privada con los prestatarios que resulta útil a la hora de decidir si otorgar los fondos o no”.**

Después de la crisis/recuperación. **“Tras la crisis, se produce una asignación más efectiva de los préstamos, centrándose en aquellos negocios de mayor productivi-**



**dad y con una situación financiera más robusta”. “Los bancos ahora están más pre-dispuestos a otorgar financiación, pero en un proceso discriminatorio tres veces más alto que en 2008”.**

En el trabajo de Blanco y Jiménez se analiza la predisposición a otorgar crédito de un “banco viejo” y “un banco nuevo”, entendido como que el primero conoce de antemano al cliente y el segundo no, y por tanto es más sensible a la información pública de la empresa. “Los bancos viejos pueden considerar otorgar préstamos de baja calidad crediticia para refinanciar su deuda porque, entre otras cosas, les interesa que se lo devuelva ..... son menos sensibles a las características de las empresas, ya que manejan información privada de las mismas”. **“Las relaciones entre prestamistas y prestatarios habrían contribuido a amortiguar la contracción de crédito durante la crisis en España”.**

Complementando el análisis de Blanco y Jiménez, durante el debate se apuntaron también otros factores que han contribuido a una nueva asignación de créditos: **“el ámbito regulatorio ha sido una pieza fundamental que hace que la gestión del crédito sea más prudente y responsable”** y también el creciente papel de los mercados de capitales. **“De acuerdo con trabajos recientes, si antes de la crisis la financiación bancaria representaba el 80% y la de mercado de capitales el 20%; en los últimos años la proporción ha evolucionado hasta un 60% y 40%, respectivamente. En este proceso la creación de mercados alternativos tanto de acciones (MAB) como de deuda corporativa (MARF) han contribuido a aumentar el número de empresas que son capaces de financiarse a través de estos mecanismos”.**

### **DECISIONES DE AHORRO E INVERSIÓN DE LOS HOGARES ESPAÑOLES**

**La financiación de las economías desarrolladas, y en particular de la española, descansa de manera relevante en las familias u hogares. Sus decisiones de ahorro e inversión han tenido, tienen y tendrán una gran relación con el modelo económico del país.** Así lo expuso M<sup>a</sup> Isabel Cambón, del departamento de estudios y estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en otro de los análisis y debates celebrados dentro del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF a lo largo de 2018.

**Los hogares españoles ahorran sistemáticamente menos que los de la zona euro en los últimos 20 años. La tasa media de ahorro de los hogares españoles ha sido del 9,1% de la renta bruta disponible desde 1999 hasta 2017, frente al 13% de la zona euro.** En España, antes de la crisis se encontraba por debajo del 6%, en un entorno de fuerte expansión económica y de robusto consumo, para elevarse después puntualmente hasta



el 13% y volver a situarse por debajo del 10% a partir de 2013. **“Actualmente la tasa de ahorro es del 5,1%, frente al 12,3% de la zona euro. Existen grandes diferencias con países como Alemania o Francia, donde llega al 17,3% y 13,7%, respectivamente”**. La etapa de recuperación de la actividad económica en España, acompañada de unos tipos de interés en mínimos históricos provocó de nuevo una tendencia a la baja en el ahorro. **“Aunque también está relacionado con el escaso crecimiento de la renta disponible”**.

Otra característica de los hogares españoles es que la compra de vivienda ha sido el principal destino de inversión del ahorro de las familias a lo largo de la historia. Hasta el inicio de la última crisis también los hogares españoles se endeudaban **“significativamente más”** que los europeos fundamentalmente para la adquisición de viviendas, pero el proceso de desendeudamiento o desapalancamiento posterior ha atenuado casi totalmente esa diferencia con Europa. **“El endeudamiento creció desde el 60% de la renta disponible en 1999 al 135% a mediados de 2008, en un contexto de expansión económica y unas condiciones muy favorables para acceder al crédito”**. La tasa en Europa, para el mismo periodo pasó del 73% al 100%. A partir de entonces, y ante un escenario de recesión y de fuerte pérdida de empleo, la situación cambió drásticamente. **Los hogares españoles iniciaron un continuo proceso de reducción de la deuda (desapalancamiento) que ha dado lugar a una reducción en la tasa media de endeudamiento hasta el 100% de la renta disponible**. Aún así, el nivel sigue ligeramente por encima de Europa y en una cota que se mantiene en niveles históricamente altos.

La obtención de recursos de las familias, que mayoritariamente procedieron del endeudamiento, se centró en la adquisición de inmuebles, alcanzando máximos en 2007 con el 15% de la renta bruta disponible; en Europa no llegaba al 12%. Con la llegada de la crisis la inversión en activos inmobiliarios bajó al mínimo del 4% en España, mientras que en el resto de países cayó al 8%. **“Esta evolución estuvo en sintonía con el fuerte ajuste de la burbuja inmobiliaria, la severa restricción de la oferta de crédito bancaria y un nivel de desempleo muy alto”**. **“Por un motivo de preocupación, se dio prioridad al pago de hipotecas contraídas”**.

En cuanto a la inversión en activos financieros, también ha sufrido destacables oscilaciones, **“aunque en los dos últimos años se ha recuperado”**. **La información más reciente apunta a que la inversión anual per cápita de los españoles en activos financieros se sitúa en 642 euros y en 1.432 euros de la zona euro**.

La evolución de los flujos de inversión, la reducción de deudas y la revalorización del precio de los activos situaron **la riqueza financiera de las familias españolas a finales de 2017 en el 120% del PIB, frente al 150% de Europa**.



En cuanto al patrimonio inmobiliario, ha sido históricamente superior en nuestro país, y lo sigue siendo en la actualidad. **Después de los ajustes producidos, el patrimonio inmobiliario supone algo más del 400% del PIB, cuando en Europa está ligeramente por debajo del 300%.**

**“La mayoría de los activos financieros se encuentra en depósitos y efectivo, suponiendo el 41% del total”. En Europa este porcentaje es del 32%. La proporción en fondos de pensiones y seguros es del 15% en nuestro país y del 29% de media en el resto. “Aún así, no se puede afirmar de forma categórica que el español tenga mayor aversión al riesgo, porque invierten más en acciones y fondos”. Estas últimas inversiones representaron una media del 38% del total de las carteras en los últimos 20 años, frente al 29% de la zona euro.**

¿Cuáles son los factores que influyen en la decisión de ahorro e inversión? En primer lugar, está la renta disponible. La situación económica del país y personal son claves en este sentido. En un contexto de fuerte crecimiento hay mayor renta disponible y se acelera el consumo. En una situación adversa ocurre lo contrario. **“Aunque la economía ha pasado por un proceso de expansión, hay una parte de la población que está limitada, no puede ahorrar”.** **“La última crisis ha acentuado las diferencias tanto de renta como de riqueza y el número de trabajadores con salario mínimo está en récord”.**

**El interés por adquirir una vivienda en propiedad es una decisión habitual entre los españoles, aunque a veces se ha hecho más con criterio de inversión, algo que ocurría con asiduidad “hasta antes de la crisis, ya que los precios crecían en una media del 16% anual entre 1995 y 2007”. “Probablemente, este tipo de inversores en tiempos de bonanza no sopesó riesgos como la liquidez o las oscilaciones del mercado”. “También el régimen fiscal, que favorecía en aquellos años la compra de vivienda para uso habitual también impulsó este tipo de inversión”. El saldo de crédito de los españoles escaló por encima de los 900.000 millones a finales de 2008. De esta cantidad, el 74% era para la compra de vivienda y el 26% a bienes de consumo.**

Cambón aludió a la influencia de hábitos y factores culturales e históricos en el patrón de ahorro e inversión de los hogares españoles. **“Un modelo sostenido de ahorro reducido, incremento del consumo y un alto endeudamiento pueden derivar en un aumento de la demanda nacional, y por tanto un crecimiento superior del PIB. La preferencia por activos no financieros -principalmente inmobiliarios- orienta el crecimiento hacia actividades relacionadas con la construcción y el inmobiliario, que se caracterizan por una productividad del trabajo menor que redundaría en el**



**conjunto de la economía”. “Este modelo puede derivar en efectos negativos a medio plazo porque puede acabar acarreando burbujas inmobiliarias, elevadas tasas de endeudamiento en el sector privado, reducción de la movilidad laboral (al pretender una vivienda en propiedad), y en un menor desarrollo de los mercados financieros, cuyo papel esencial se ha demostrado en tantas ocasiones”.**

Precisamente, el proyecto de la Unión del Mercado de Capitales pretende impulsar el crecimiento de las economías más robusto a través de unos mercados más profundos e integrados, eliminando las barreras transfronterizas, aumentando la competencia, reduciendo el coste de capital, y facilitando y mejorando la financiación a las empresas, en particular a las pymes.

**“Sería deseable que el ahorro de los hogares fuera algo superior y que las inversiones estuvieran más equilibradas entre activos inmobiliarios y financieros”.** Sin embargo, en el corto plazo revertir esta situación parece complicado por la evolución de la renta disponible de los hogares y la escasa educación financiera. **“Tanto la CNMV como el Banco de España quieren hacer hincapié en la educación financiera para que se tomen las decisiones de inversión después de estudiar las alternativas disponibles”.** A medio y largo plazo, una esperable mejora de la educación financiera de los inversores junto con los incentivos derivados del envejecimiento de la población pueden acabar incrementando el ahorro de los hogares y haciendo que este se oriente de forma creciente y sostenida hacia productos financieros.

### **COBERTURA FINANCIERA DE LA VEJEZ**

**La cobertura financiera de la vejez en un país cuya evolución demográfica proyectada para los próximos plantea uno de los procesos de envejecimiento más acusados del mundo, es uno de los grandes desafíos del sistema financiero español.** José Luis Manrique, director del servicio de estudios de INVERCO, se encargó de plantear el debate dentro de otra de las sesiones del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF celebradas en 2018. **“La pirámide demográfica en las próximas décadas plantea un sistema público de pensiones con una relación afiliados/pensionistas decreciente”. “El gasto en pensiones supone el 11% del PIB, que son tres puntos por encima de la media de la OCDE; más de la cuarta parte del gasto público se dedica a pensiones”.**

En España el sistema público de pensiones es de reparto; es decir, se financian con las cotizaciones de los trabajadores. Cuando una persona se jubila recibe una prestación en función de varios condicionantes -como los años trabajados y la base a la que cotizó- de



forma indefinida hasta su fallecimiento. “Esto genera un desequilibrio actuarial en las prestaciones, ya que en general el sistema proporciona pensiones superiores a las que correspondería a cada individuo teniendo en cuenta las contribuciones realizadas”.

**Las reformas realizadas en 2011 y 2013 han introducido diferentes factores para ajustar el sistema público a la realidad del momento, y aunque mejoran la sostenibilidad financiera a medio y largo plazo, su principal efecto es una reducción significativa de la cobertura. “Son positivas, pero no logran el equilibrio presupuestario y la tasa de sustitución cae con mucha intensidad”. La solución planteada: “complementar con el ahorro privado es la vía más adecuada”.**

Según la OCDE, la tasa de sustitución, o de reemplazo, en España llega al 82%, frente al 40% de media de los países miembros; es uno de los principales motivos que ha producido despreocupación entre la población. “No se ha incentivado el ahorro privado para pensiones. Históricamente, este ahorro se ha centrado en la compra de vivienda en propiedad, con el consiguiente endeudamiento a largo plazo que no deja apenas margen para la adquisición de activos financieros”.

En Europa, las familias destinan el 38% del ahorro financiero a fondos de pensiones y seguros, frente al 16% de las españolas. **En nuestro país, el patrimonio de los planes de pensiones representa el 9% del PIB, frente al 37,4% de la OCDE.**

Otra de las situaciones que provoca desmotivación del ahorro privado a largo plazo es **“la insuficiente información sobre la pensión real que se va a percibir”**. Aunque la Ley de 2011 obligaba a la Seguridad Social a informar a cada trabajador anualmente sobre su pensión pública estimada, no ha llegado a materializarse. Sin embargo, es una práctica que se lleva a cabo en 10 países europeos. En caso de Reino Unido, incluye incluso las previsiones de sostenibilidad del mismo.

Otro escollo importante para José Luis Manrique es **el escaso desarrollo de los planes de empleo**, en contraposición al resto de Europa. **El sistema de empleo apenas cubre el 12% de los trabajadores incluyendo al sector público. “Las pymes reúnen el 60% de los trabajadores del total y únicamente un 1% tiene plan de pensiones. Es necesario fomentar y estimular este sistema; es clave para el complemento de la Seguridad Social”.**

Una experiencia positiva es la del Reino Unido, que ha implantado un sistema de afiliación automática a planes de pensiones de empresa hace seis años, al que están obligados a contribuir tanto el que emplea como el trabajador. Esta iniciativa ha supuesto la



aportación de 20.000 millones de libras anuales adicionales a los planes de pensiones. Otra experiencia a tener en cuenta es el modelo vasco, que está funcionando con éxito ya que los planes de pensiones colectivos tienen un capital equivalente al 30% del PIB del de la Comunidad.

Igualmente, **existe un desequilibrio de incentivos fiscales frente a otros países para el ahorro destinado a la jubilación; siendo en España uno de los más bajos de la OCDE.**

**“Las proyecciones demográficas sugieren problemas de sostenibilidad del sistema actual de pensiones, aún con los escenarios económicos más optimistas”. Las previsiones apuntan a un disminución seria en la tasa de sustitución, que podría ser en España entre el 30% y 40% del último sueldo al llegar 2050 afectando seriamente el poder adquisitivo de los jubilados. El ahorro privado es una necesidad, y los planes de empleo una de las mejores alternativas”.**

Una de las medidas que podría acometer el sistema público, en aras a mejorar su contributividad, sería la **transición a un sistema de cuentas nocionales, manteniendo el actual sistema de reparto, pero con una base actuarial. Requeriría tomar en cuenta toda la vida laboral para el cálculo de la pensión, incorporar a la base regulatoria los ajustes necesarios para que la pensión estuviera actuarialmente equilibrada, e informar a los ciudadanos del proceso de acumulación de sus derechos de pensión.**

Para compensar la previsible pérdida de renta relativa **se propone instaurar un pilar de adscripción por defecto que permita acumular ahorro adicional para el momento de la jubilación. Este fondo de pensiones podría estar capitalizado con dos puntos de cotización por parte de la empresa y dos puntos por parte del trabajador.** La parte de la empresa se reduciría del tipo de cotización ordinario para no desincentivar la contratación. La pérdida de ingresos empeoraría el balance financiero de la Seguridad Social pero proporcionaría recursos adicionales para completar la pensión actual.

## **EL DÉFICIT DE INVERSIÓN INSTITUCIONAL NACIONAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

El reducido tamaño y papel de la inversión institucional nacional también tuvo su lugar en otra de las sesiones del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF celebradas en 2018. El profesor de la Universidad norteamericana de Columbia, Tano Santos, trazó una perspectiva desde un punto de vista académico de las Instituciones de Inversión



Colectiva (IIC) en sentido amplio y en particular de los fondos de inversión, con la vista puesta en el papel esencial que tienen que jugar en el marco del cambio estructural de una economía como la española con un riesgo de refinanciación alto.

**A nivel global el sector de las IIC comienza a ser objeto de escrutinio por el potencial riesgo sistémico dada su ya enorme y creciente dimensión. Tano Santos lo resumió así: “la creciente regulación a la que se han visto sometidos los bancos ha hecho que muchas actividades tradicionalmente asociadas a estas entidades acabe en otros sectores, como las instituciones de inversión colectiva, las corporaciones no financieras, los fondos de pensiones y las aseguradoras”.**

En términos mundiales, **también es altamente preocupante “la reducción del tamaño de los mercados públicos de capitales, ya que la inversión colectiva está muy ligada a los mismos”. “Crece la importancia de los mercados denominados “privados”, con un número reducido de inversores tanto particulares como institucionales que ya son capaces de financiar por sí solos a compañías de gran dimensión manteniéndolas alejadas de los mercados públicos de cotización”. Otro fenómeno actual es el hecho de que grandes compañías cotizadas son capaces no solo de autofinanciarse sino también de generar grandes excedentes de caja que se utilizan para recomprar acciones que se retiran del mercado.**

Durante el debate se señala que **en España se detectan dos motivos principales que explican la reducida presencia de empresas no financieras en los mercados de capitales: la explosión del capital riesgo y la regulación sobre la empresa cotizada, que actúa como incentivo para impulsar el desplazamiento de empresas susceptibles de cotizar hacia modelos de financiación bancaria o a Capital Riesgo (*private equity*).**

Las familias españolas tradicionalmente han canalizado el ahorro y su gestión a través del sector inmobiliario, los bancos y el Estado (en este último caso a través de las pensiones). **De todas las vías, la más activa es la bancaria: entre depósitos, fondos de pensiones privados y fondos de inversión suma el 70% del ahorro de los particulares.** No obstante, en la actualidad **el patrimonio de las IICs sobre PIB en España es de los más bajos del mundo.** Las familias invierten principalmente en fondos de inversión, y apenas se interesan en fondos de pensiones donde están por debajo de países como Portugal.

**“España necesita aumentar el ahorro a través de las Instituciones de Inversión Colectiva por dos factores clave: por los beneficios que reporta desde el punto de vista sistémico y porque otorga mayor dinamismo al sector financiero y a la economía en general”.** Hay dos obstáculos que pueden dificultar un cambio a mejor de la





situación: la educación financiera, que precisa además interactuar con la tecnología, y la alta concentración y conexión existente en el sector. **“La distribución y gestión de fondos están dominado por 4 o 5 entidades; a veces los extranjeros se encuentran con problemas en España”.** La alta concentración del sector y la conexión con la banca desemboca también en conflictos de interés (los denominados, en el argot académico, problemas de agencia) y asignación de riesgos deficiente visible, por ejemplo, en “cierta propensión a adquirir bonos emitidos por las mismas entidades”. **La alta concentración del mercado también “se traduce en mayores costes de gestión soportados por los partícipes”.**

Sobre el impacto de la tecnología, en particular las herramientas fintech, El profesor de Columbia Tano Santos no es optimista: **“la variable relevante es la educación financiera, no la tecnología. Por supuesto va a traer consigo cambios, pero no es la clave”.**

Tano Santos resume la situación de **la inversión institucional en España como “un problema de profundización financiera”, que también se produce en la Unión Europea,** con algunas excepciones como por ejemplo Francia.

### EL SECTOR ASEGURADOR COMO INVERSOR INSTITUCIONAL

Dentro del ámbito de la Inversión Institucional, el sector asegurador es uno de los actores más relevantes y quizá menos conocido su papel como inversor. El Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF analizó y debatió la situación de este sector dentro de las sesiones de 2018. Gonzalo de Cadenas Santiago, director del servicio de estudios de Mapfre, definió así al sector: “somos aseguradores e inversores”.

En su papel como inversor y gestor del ahorro, el sector asegurador a nivel mundial supone cerca de la décima parte de los activos financieros totales del sistema; la quinta de los activos que forman el sistema financiero no bancario y la sexta de los flujos de las carteras globales (renta variable y fija), **lo que sitúa a las compañías aseguradoras entre los tres principales inversores institucionales privados junto con los Fondos de Inversión (*mutual funds*) y los fondos de pensiones.**

Los activos de inversión de las aseguradoras a nivel mundial tienen un sesgo estable; el 80% están considerados de alta calidad y de largo plazo y un 85% se dirigen a países desarrollados. “El caso de España contrasta con el de Estados Unidos, Reino Unido y la UEM por su elevada exposición a la renta fija soberana, que supone más de la mitad de los activos en balance, y casi en su totalidad es doméstica y de largo plazo, lo que da una



idea del papel financiador del Estado que en España desempeñan las aseguradoras”. Las aseguradoras son también un factor de estabilización financiera: **“Su propia naturaleza mitiga riesgos como el de contraparte de mercado y de liquidez. Minimizan la prociclicidad y volatilidad contribuyendo a limitar cambios abruptos”**.

El tamaño del sector en España es relevante, con una captación de primas que supera los 60.000 millones de euros, cifra que representa el 8% del tamaño europeo, y más del 40% de Latinoamérica más España. La actividad en España equivale casi al 6% del PIB, lo que la sitúa entre las principales del mundo. **“El sector asegurador español recoge una décima parte del ahorro financiero nacional; es la tercera figura tras los depósitos y la inversión directa”**. “No obstante, no es comparable ni en tamaño ni en concentración de activos con los bancos”. Por ejemplo, a nivel mundial “el balance de los tres mayores bancos mundiales acumula la misma cantidad que las 10 mayores aseguradoras”.

La crisis financiera mundial, europea y española ha traído cambios relevantes. Durante los años de recesión, el sector asegurador redujo su volumen y reestructuró su posición financiera, dando más peso a la renta fija y menos a la variable. Después, la fase de expansión coordinada entre los bancos centrales dio lugar a una reducción de la rentabilidad de la renta fija a largo plazo, y por consiguiente en las carteras se redujo la exposición a deuda soberana de países desarrollados. Ya en el periodo de la recuperación económica volvió a reorientarse hacia activos con mayor perfil de riesgo, con un papel creciente de instrumentos donde el riesgo es compartido entre asegurado y asegurador.

Los retos a los que debe enfrentarse el sector no son pequeños, **“la crisis está transformando el modelo de gestión del sector asegurador vida y puede poner en riesgo algunas de sus bondades, y tener un considerable impacto en el sistema financiero y en la economía real”**.

Tres hechos concretos: el sector cuenta con un considerable tamaño, especialmente como tenedor de renta fija; tiene una elevada sensibilidad a la política monetaria; y dispone de un volumen y fluidez de canales que podría llegar a ser fuente de contagio ante un eventual episodio de estrés financiero. Por estos motivos **el sector asegurador reclama “una posición más activa en las cuestiones de política económica global, y un debate con los reguladores para definir el papel del sector en este nuevo entorno como contribuidor a la estabilidad del sistema financiero, al crecimiento económico y bienestar social”**.

**“La normalización de los tipos en un futuro cercano plantea retos para el sector, tanto si es una política brusca como si no. A largo plazo resulta positivo en la gene-**



ración de nuevo negocio, pero puede suponer costes para el existente y tener efectos asimétricos entre aseguradoras. Para afrontar estos costes se diseñarán estrategias para diluir su efecto y algunas de éstas pueden conllevar una situación de estrés para el mercado”.

### INCENTIVOS FISCALES A LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL EN EMPRESAS DE MENOR DIMENSIÓN

Dentro de la sesión del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF dedicada en 2018 a la Inversión Institucional, un apartado profundizó en el análisis y debate de la fiscalidad que afecta a la inversión institucional, con especial énfasis en la que se dirige a compañías de tamaño más reducido o PYMES. Cesar García Novoa, catedrático de derecho financiero y tributario de la Universidad de Santiago de Compostela, se encargó de la ponencia.

Los inversores particulares en una de las figuras de Inversión Institucional más populares, los Fondos de Inversión, cuentan desde 2003 con un incentivo fiscal importante como es la posibilidad de cambiar de fondo enajenando participaciones del mismo e invirtiendo a continuación en otra u otras sin tributar; no pagan por tanto el denominado *peaje fiscal*.

**“Es el momento de plantear la posibilidad de una inversión indirecta orientada a mejorar la financiación de la mediana y pequeña empresa, algo que ya se ha hecho en otros países, así como la conveniencia de que fuera incentivada fiscalmente”.**

El peso que la PYME tiene en el tejido empresarial español es muy relevante: en abril de 2018 había 2,87 millones de compañías inscritas en la Seguridad Social, de las que un 53,8% se consideran pymes sin asalariados; el 39,9% tenía entre 1 y 9 asalariados y únicamente el 0,2% disponía de 250 o más trabajadores. Más del 73% del empleo de España lo generan las pymes y representan a nivel global el 66% del PIB. **Pero el tamaño puede ser un problema y muchas PYMES no crecen** por causas como “los umbrales que provocan errores de salto; por ejemplo, la llamada *maldición del trabajador 50*, que combinada en algunos casos con el volumen de facturación, conlleva la imposibilidad de formular cuentas abreviadas, la exigencia de un comité de empresa, la declaración mensual del IVA; etc. **Una empresa excesivamente pequeña afecta a factores como la productividad y la volatilidad en el empleo, dificulta el acceso a una financiación a un coste razonable, y afecta a la internacionalización de su negocio**”. En el ámbito de la financiación “resulta paradójico que las pymes tengan peores condiciones de acceso al crédito y que, a la vez, su endeudamiento bancario resulte excesivo”.



La necesidad de contar con alternativas a la financiación bancaria se hizo más evidente durante los años de crisis. Desde entonces, han aparecido instrumentos y fórmulas como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), el *crowdfunding*, los fondos de deuda, los fondos de capital riesgo. “**Es necesario fomentar la financiación alternativa. La presencia de la PYME en mercados públicos de cotización es la mejor forma de captar fondos**”. Para que la pequeña y mediana empresa pueda dar el salto a los mercados es necesario abordar el problema desde diferentes ámbitos; uno de ellos sería facilitar la captación transfronteriza de financiación. “**La construcción progresiva de una Unión de Mercados de Capitales parece una parte esencial de la política de captación de financiación. Se pretende facilitar la entrada y obtención de capital por parte de las empresas en los mercados públicos, modernizando la normativa de folletos y revisando barreras normativas para la admisión a cotización de las pymes**”. El plan de acción de la Unión de Mercados de Capitales (CMU en sus siglas en inglés) incluye distintas áreas. Una de ellas hace referencia a la necesidad de financiar la innovación, las *start-ups* y las empresas no cotizadas. Además, **se prevén medidas como la propuesta de un fondo de fondos de capital riesgo paneuropeo y el Fondo de Inversión Europeo y la CMU sugiere revisar la legislación de determinados fondos**. La finalidad última de la Unión del Mercado de Capitales es **reducir la fragmentación de los mercados financieros y aumentar la oferta de capital a las compañías**.

Otras de las vías para fomentar la financiación de la pyme pueden venir del flanco fiscal. “**La canalización del ahorro y de la inversión hacia las pequeñas y medianas empresas, se situaría dentro de los fines públicos de política social y económica que pueden y deben ser potenciados fiscalmente**”.

**“Una primera propuesta sería incentivar fiscalmente la inversión directa en acciones de pymes que cotizaran en algún mercado; algo similar a lo que contemplan algunas Comunidades Autónomas para compañías del MAB”.**

**Igualmente, cabría la posibilidad de una deducción en los procesos de ampliación de capital o de OPV. A cambio, las participaciones adquiridas deberían mantenerse un mínimo de dos años, y no deberían superar el 10% del capital social.** Esta deducción coexistiría con la prevista en el artículo 68 1º de la ley del IRPF, que permite reducirse un 20% de las cantidades satisfechas en el periodo que se trate por la suscripción de acciones o participaciones de empresas de nueva o reciente creación, “aunque deberían modificarse algunos aspectos”.

También sería positivo **promocionar la inversión indirecta en PYMEs a través de un instrumento específico; algo que, por otro lado, están haciendo países de nuestro**



**entorno como Francia, Italia y Reino Unido** donde, por ejemplo, aplica una reducción en el impuesto de la renta del 30% del importe invertido en la compra de acciones, si se mantiene al menos cinco años.

Adicionalmente, García Novoa referenció **un informe de INVERCO donde se propone una exención plena de los dividendos porque puede fomentar la financiación a las pymes. “La propuesta es buena ya que se buscaría la rentabilidad de la inversión a través de tales dividendos y no mediante la venta de las participaciones, fomentando así una inversión a más largo plazo”. “No obstante, también sería razonable una exención parcial (al menos de un 50%) de lo percibido)”**.

### **CUESTIONES JURÍDICAS DE RELEVANCIA PARA EL SECTOR FINANCIERO: LA REGULACIÓN DE LAS NUEVAS TENDENCIAS DIGITALES**

El ámbito jurídico y regulatorio con implicaciones para el sector financiero también tuvo su espacio en las sesiones del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF celebradas en 2018. Tona Azpeitia, Laura Camarero y Ana García, prestigiosas abogadas de la firma Baker McKenzie, se encargaron de conducir el análisis y posterior debate.

**“Uno de los principales retos a los que se enfrenta el ámbito financiero de la economía española y por supuesto el sector es el de asimilar la hiperregulación y la capacidad de trasponer las Directivas pendientes”. “Adicionalmente, también es necesario ir adaptando la normativa a una realidad que no existía cuando se creó, como es el hecho por ejemplo, de las criptomonedas, o de las *fintech*...”** La crisis económica y financiera global tuvo “un grandísimo impacto en la sociedad, provocando a su vez una crisis de confianza”. Esta situación se produjo con un sector bancario “estresado” y un nivel ya muy alto de desarrollo tecnológico, lo que motivó la aparición de nuevos prestadores de servicios financieros y fórmulas alternativas para canalizarlos. La innovación tecnológica está afectando tanto a la parte de la demanda como de la oferta. **“Las nuevas generaciones de nativos digitales están marcando cambios sustanciales en los patrones de consumo y ahorro, y en la parte de la oferta se ha observado un aumento en el número de participantes, las llamadas *fintech*, que puede ser beneficioso para la sociedad reduciendo los costes de intermediación y facilitando el acceso a los mercados a nuevos participantes”**. El hecho de que no haya regulación específica en el ámbito de las *fintech* “no debería significar que se encuentren en una desprotección legal ni que determinados servicios prestados no estén sometidos a una normativa”. **La crisis trajo una sobrerregulación en los mercados y esto ha creado**



tendencia en determinados aspectos “hasta el hecho de no saber actuar si no existe algún tipo de directriz legal que encauce el *modus operandi*”. “Esto produce el efecto contraproducente de considerar que lo que no está expresamente regulado hasta el mínimo detalle, carece de regulación”. **“Es necesario recuperar la capacidad de interpretar la finalidad teleológica de la norma a la hora de aplicarla a la realidad, que ha experimentado un cambio estratosférico en los últimos años”**.

“El cambio es muy profundo para los mercados de capitales con fórmulas como el *crowdfunding* o el *crowdlending*. **Han aparecido mecanismos financieros que propugnan una desintermediación absoluta y pura utilizando el consenso de los usuarios, por ejemplo que se adhieran a una red a través de la tecnología *blockchain*”**.

### **CUESTIONES JURÍDICAS DE RELEVANCIA PARA EL SECTOR FINANCIERO: LA REGULACIÓN CONCURSAL**

Por su importancia capital dentro de las bases financieras de una economía desarrollada, en la sesión “jurídica” del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF se analizó y debatió sobre el derecho concursal y el valor de la garantía real (consistente normalmente en hipotecas o prendas sobre activos del deudor) una vez que éste ha sido declarado en concurso. **“El concurso impacta sobre prácticamente todos aquellos que mantienen una relación empresarial o profesional con el deudor, no siendo ajenos los acreedores titulares de las garantías reales”**. **El valor de la garantía no tiene por qué coincidir con el que se consideró en el momento de su constitución, ni se ejecuta de igual manera para un escenario extraconcursal**. En cuanto al pago de la deuda al acreedor titular de la garantía se realizará según la fase de concurso en la que se encuentre y las circunstancias concurrentes.

“Hay distintas situaciones y escenarios concursales que se dan con frecuencia en relación con las garantías reales y que deben tenerse en cuenta para proteger la posición del acreedor”. En general, “la garantía de pago que supone la constitución de una garantía real puede verse significativamente afectada por la situación preconcursal o concursal del deudor, ya no sólo en lo que respecta a la posibilidad de ejecución de la misma, sino a los tiempos y formalidades que se exigen”.

Por otro lado, “el privilegio que tiene el acreedor de tener una garantía no siempre permite que decida voluntariamente el modo en que quiere ver satisfecho su crédito, y se le pueden imponer determinadas soluciones unilateralmente decididas por la administración central concursal con las que puede estar en desacuerdo”. Además “el impor-



te de crédito que cobrará es incierto”. A modo de recomendación final, **“el acreedor que decide garantizar su crédito mediante hipoteca o prenda tendrá que ser consciente de las limitaciones que pudieran darse en caso de que su deudor devenga insolvente”**.

### **CUESTIONES JURÍDICAS DE RELEVANCIA PARA EL SECTOR FINANCIERO: NUEVAS FIGURAS FISCALES**

El anuncio sobre la potencial creación a corto o medio plazo de nuevas figuras fiscales en España como el impuesto a las transacciones financieras, el impuesto a la Banca o el impuesto a determinadas plataformas digitales, también suscitó el análisis y el debate dentro del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF, conducido por la abogada Ana García. “Estamos en un momento de incertidumbre. No puede transmitirse seguridad alguna porque los anuncios realizados tienen más componente político que técnico”.

**“Iniciativas como por ejemplo la creación de un impuesto a las transacciones financieras, tomadas de forma unilateral sin consensuar con Europa pueden afectar a la competitividad del país”**. Otras posibles medidas fiscales que sin ser específicas del sector financiero pueden afectar de forma indirecta, serían por ejemplo **el impuesto sobre determinados servicios digitales, que podría perjudicar a las plataformas de intermediación en servicios de crédito o incluso la prestación de servicios de publicidad en sus páginas. “Este tipo de impuestos hay que mirarlos detenidamente a la luz de todos los nuevos negocios”**.

En cuanto al incremento del impuesto de Sociedades hasta un tipo mínimo del 18% para la banca aplicable a los beneficios obtenidos en España, los asistentes debatieron sobre la posibilidad de que pudiera impactar en la decisión sobre la repatriación de las ganancias obtenidas en el extranjero, que en el caso de algunas entidades es relevante.

**“Un aspecto que quizás haya pasado más desapercibido es el de la cesión de datos de los usuarios y la información compartida entre diferentes empresas, y que según determine la norma, podría quedar gravada por el impuesto digital”**.

Sobre un mayor control de las SICAVs por parte de la Agencia Tributaria, **“hay una demonización política con este tipo de sociedades. No es verdad que tengan una ventaja fiscal, tienen el mismo tratamiento que los fondos de inversión pasaportables (exentos del peaje fiscal), que al igual que las SICAV permiten cambiar de activos de inversión sin tributar”**.



## Retos financieros Pendientes de la Economía Española

**“Sería deseable una mayor seguridad jurídica y reflexión, contando con el sector, antes de adoptar medidas con objetivos más cortoplacistas de recaudación”.** “El principal reto del sector financiero es la constante incertidumbre a la que debe enfrentarse, y que se agrava con la transformación digital de la economía y de nuevos operadores de mercado, que obligan a un cambio del modelo del negocio tradicional”.





## 1. La reasignación del crédito a lo largo del ciclo económico: evidencia del último ciclo de expansión y contracción del crédito en España

### 1. LA REASIGNACIÓN DEL CRÉDITO A LO LARGO DEL CICLO ECONÓMICO: EVIDENCIA DEL ÚLTIMO CICLO DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN DEL CRÉDITO EN ESPAÑA\*

#### Resumen

Independientemente del comportamiento agregado del crédito, a nivel microeconómico se produce una importante reasignación de la financiación concedida por los bancos desde unas empresas a otras. En este artículo se presenta evidencia que apunta a que el acceso al crédito para las empresas españolas con una peor situación patrimonial se deterioró durante la crisis en mayor medida que para el resto de compañías y que en los años posteriores de recuperación económica estas diferencias en el acceso al crédito no solo se mantuvieron sino que incluso se habrían ampliado. Este cambio de patrón sugiere que, tras la crisis, las políticas crediticias de los bancos se hicieron más sensibles a la situación financiera de las empresas. Al mismo tiempo, se presenta evidencia de que las políticas de concesión del crédito de los bancos a las empresas con las que mantienen créditos previos son comparativamente menos sensibles a la información pública que aquellas que aplican a empresas con las que no mantienen deudas. Este resultado, junto con la correlación positiva entre el acceso al crédito y el número de relaciones previas que las empresas mantienen con los bancos, puede estar ligado con la existencia de información privada que los bancos tienen a través de su relación con los prestatarios. Estas relaciones entre prestamistas y prestatarios habría contribuido a amortiguar la contracción del crédito durante la crisis en España.

#### 1. Introducción

El último ciclo del crédito en España ha sido particularmente intenso. Así, entre 2000 y 2007, el saldo de los préstamos bancarios concedidos a las empresas no financieras cre-

---

\* Roberto Blanco y Noelia Jiménez (Banco de España).



ció a una tasa anual media del 19%, para, a partir de 2008, comenzar a desacelerarse llegando a registrar tasas negativas a mediados de 2009. Entre esta fecha y hasta mediados de 2013, el crédito a las empresas se redujo en media un 4% interanual, alcanzando el máximo ritmo de descenso en mayo de 2013 (10%). Desde entonces, los saldos crediticios han continuado cayendo pero a un ritmo progresivamente menor en un contexto de recuperación económica (véase panel 1 del gráfico 1).

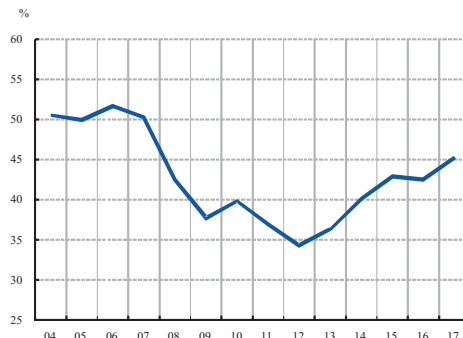
Pero independientemente del comportamiento agregado del crédito, los datos micro evidencian que a lo largo de todo este período se ha producido una importante reasignación de los saldos de crédito desde unas empresas hacia otras. Así, como se puede observar en el panel 2 del gráfico 1, incluso durante la etapa reciente de contracción de crédito, una proporción destacada de las empresas (por encima del 35%) no redujo su volumen de deuda bancaria.

### GRÁFICO 1 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A LAS EMPRESAS EN ESPAÑA

1 CRÉDITO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
(Tasa interanual de variación)



2 PROPORCIÓN DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO CAE



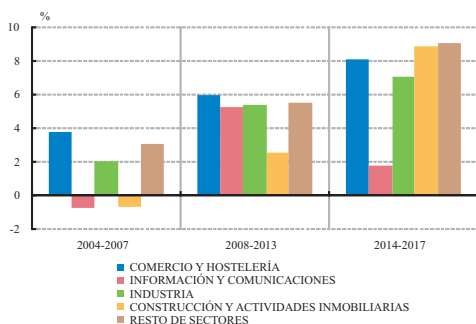
En el gráfico 2 se presenta evidencia descriptiva sobre las características de las empresas que han captado financiación bancaria en comparación con las de aquellas que han reducido su crédito bancario en el período 2004-2017. Se observa cómo las empresas que adquieren nuevas deudas con los bancos se caracterizan por ser más productivas, aproximadas como aquellas que tienen una mayor productividad total de los factores (panel 1), y por presentar una situación financiera más sólida, aproximada por la ratio de intereses pagados sobre ingresos ordinarios (panel 2). Se detecta, además, que estas diferencias, que eran muy reducidas durante el período de expansión previo a la última crisis, se ampliaron considerablemente tras la crisis, manteniéndose éstas durante el período de recuperación económica posterior en unos niveles más elevados que los previos a la crisis.



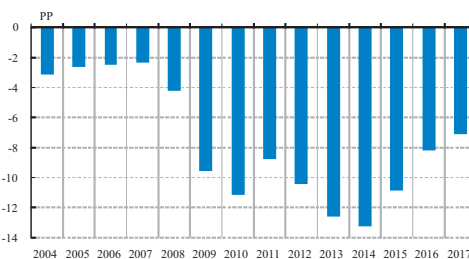
## 1. La reasignación del crédito a lo largo del ciclo económico: evidencia del último ciclo de expansión y contracción del crédito en España

### GRÁFICO 2 RESIGNACIÓN DEL CRÉDITO ENTRE LAS EMPRESAS ESPAÑOLA

1 DIFERENCIA MEDIA DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, ENTRE LAS EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO CAE Y AQUELLAS CUYO CRÉDITO DISMINUYE (t-1)



2 DIFERENCIA DE LAS MEDIANAS DE LA CARGA FINANCIERA ENTRE LAS EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO CAE Y AQUELLAS CUYO CRÉDITO DISMINUYE (t-1)



Esta evidencia parece apuntar a que, tras la crisis, se ha producido una asignación más eficiente del crédito a las empresas españolas en el sentido que éste se ha dirigido en mayor medida que antes de la crisis hacia aquellas más productivas y con una situación financiera más sólida. En el resto de este artículo se muestran los resultados de un ejercicio empírico que sugieren que estos cambios están, al menos en parte, vinculados con factores de oferta de crédito<sup>1</sup>. Concretamente, en el segundo apartado se presenta la metodología; en el tercero, la base de datos; en el cuarto, los resultados del ejercicio; en el quinto se ilustran éstos en forma gráfica; y en el último se resumen las principales conclusiones.

## 2. Metodología

En el ejercicio empírico se analiza la relación entre las características de las empresas y la probabilidad de que éstas obtengan crédito. Concretamente, se ha estimado un modelo en el que la probabilidad de obtención de crédito bancario depende de manera lineal de distintas características de la empresa y de un conjunto de efectos fijos de tiempo y de empresa. A su vez, para comprobar si la situación cíclica influye en la sensibilidad de la oferta de crédito a dichas características, se permite que los coeficientes varíen por subperíodos<sup>2</sup>. En particular, la ecuación que se estima es la siguiente:

<sup>1</sup> Para más detalles, puede consultarse Blanco y Jiménez (2018).

<sup>2</sup> Todas las estimaciones se realizan haciendo «cluster» a nivel de empresa.



$$\text{Crédito}_t^i = \alpha + \sum_z \beta_z X_{z,t-1}^i + \sum_z \delta_z X_{z,t-1}^i P2_t + \sum_z \theta_z X_{z,t-1}^i P3_t + fe^i + fe^t + u_t^i$$

Donde  $\text{Crédito}_t^i$  es una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa  $i$  obtiene el préstamo solicitado en  $t$  en una ventana de tres meses y 0 en caso contrario;  $X_{z,t-1}^i$  es un conjunto de  $Z$  características de la empresa  $i$  en el mes  $t-1$ <sup>3</sup>;  $P2_t$  y  $P3_t$  son unas variables que toman el valor 1 para la crisis y el periodo de recuperación económica posterior, respectivamente, y 0 en caso contrario<sup>4</sup>;  $fe^i$  se corresponden con efectos fijos de empresa para controlar por características invariantes en el tiempo como, por ejemplo, la situación geográfica o la forma jurídica de la empresa; y finalmente,  $fe^t$  son efectos fijos de tiempo y  $u_t^i$  es el error del modelo.

### 3. La base de datos

La base de datos que se utiliza para estimar la ecuación anteriormente propuesta combina dos fuentes de información distintas: la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) y la Central de Balances del Banco de España.

A partir de la primera, que contiene información detallada e individualizada mensual sobre todos los préstamos otorgados por instituciones crediticias en España por importes superiores a 6.000€, se identifican las empresas que están buscando financiación bancaria y se infiere si la obtuvieron o no. En particular, cuando un banco recibe una petición de préstamo por parte de una empresa con la que no mantiene ningún crédito previo, éste puede solicitar a la CIRBE un informe sobre la situación crediticia de esa empresa en particular, y es a través de esa petición de información por la que se puede identificar a las empresas que buscan financiación. Si el banco ya mantenía un crédito con la empresa, éste recibe el informe por defecto, sin que haya ninguna petición de información a la CIRBE. Estos últimos casos, consecuentemente, quedan excluidos del análisis, ya que son inobservables. Por tanto, únicamente se considerará al subconjunto de empresas que buscan financiación que han solicitado un préstamo al menos a un banco con el que no mantenían ningún lazo crediticio (banco

<sup>3</sup> Todas las variables independientes entran en la ecuación retardadas un periodo dado que esa es la información disponible para el banco cuando recibe la solicitud del préstamo.

<sup>4</sup> Los periodos se establecen en función del crecimiento del PIB. Así, el periodo previo a la crisis va desde 2005:01 hasta 2008:03, el periodo de crisis desde 2008:04 hasta 2013:09, y finalmente, el periodo de recuperación que abarca desde 2013:10 hasta 2016:06.



## 1. La reasignación del crédito a lo largo del ciclo económico: evidencia del último ciclo de expansión y contracción del crédito en España

«nuevo», en adelante). Por otro lado, dado que la CIRBE contiene información sobre los saldos crediticios, se puede inferir si la empresa obtuvo finalmente el crédito ya fuera con el banco que solicitó información sobre ella (el banco «nuevo») o con cualquier otro, incluidos los bancos con los que mantenía un préstamo previo (bancos «viejos», en adelante)<sup>5</sup>.

En segundo lugar, para caracterizar la situación económica y financiera de las empresas, se utilizan los datos procedentes de la Central de Balances, que contiene información anual sobre los balances y cuentas de resultados de alrededor de unas 600.000 empresas no financieras españolas<sup>6</sup>.

Utilizando el número de identificación fiscal, se han fusionado ambas bases de datos, obteniendo finalmente una muestra con 1.241.365 observaciones mensuales de peticiones de financiación a nivel de empresa para el período que va desde enero de 2004 hasta junio de 2016<sup>7</sup>.

### 3.1. Variables dependientes

Como variables dependientes, se consideran dos definiciones alternativas de obtención de crédito. En la primera de ellas, la variable dependiente toma valor 1 si el crédito es otorgado por cualquier banco («viejo» o «nuevo») y 0 en caso contrario. En la segunda, la variable dependiente será 1 si al menos un banco «nuevo» concede el préstamo y 0 en caso contrario. La primera definición de obtención de crédito es la principal variable de interés dado que toma en cuenta todo el crédito otorgado a la muestra de empresas que buscan financiación. La segunda variable, por su parte, es útil para analizar hasta qué punto las políticas de concesión de crédito de los bancos varían dependiendo de si existe o no una relación crediticia previa con la empresa. Estas políticas podrían ser diferentes en los dos casos, en primer lugar, porque los bancos pueden tener información privada sobre el riesgo de las empresas con las que ya mantenían un crédito que les facilite la decisión de conceder un crédito adicional (Diamond, 1984) y, en segundo lugar, porque independientemente de la posible exis-

---

<sup>5</sup> Se supone que la empresa obtiene el crédito si el total del saldo dispuesto y disponible aumenta en una ventana de tres meses.

<sup>6</sup> Para una descripción detallada de la base de datos de la Central de Balances, véase [http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/Central\\_de\\_Balan/](http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Central_de_Balan/).

<sup>7</sup> Puesto que la periodicidad de los datos de Central de Balances es anual, se supone que las variables de empresa anuales se mantienen constantes a lo largo de todo el año natural.



tencia de información privada, la política de concesión óptima con nuevas empresas puede ser distinta a la aplicada a las empresas para las que el banco mantiene una exposición previa. Por ejemplo, el banco puede tener incentivos a otorgar un nuevo préstamo a una empresa con la que ya mantenía un crédito para evitar que el préstamo en vigor entre en situación de morosidad, incluso aunque la posición financiera de la empresa fuera débil.

### 3.2. *Variables independientes*

Las variables independientes que se incluyen en el análisis para caracterizar la situación económica y financiera de las empresas son: el tamaño y la edad aproximados por el logaritmo del activo total y el logaritmo de uno más la edad en años de la empresa, respectivamente; la ratio de endeudamiento, calculada como la deuda con coste menos efectivo y otros activos líquidos sobre el activo total; la carga financiera, definida como gastos financieros sobre resultado económico bruto más ingresos financieros; una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa tenía créditos morosos con cualquier banco en el mes anterior y 0 en caso contrario; y finalmente, el número de bancos con los que la empresa mantenía un crédito en el mes anterior<sup>8,9</sup>.

## 4. Resultados de las estimaciones

La Tabla 1 muestra el impacto total que tiene cada una de las variables explicativas sobre la probabilidad de obtención de crédito con cualquier banco (panel izquierdo), y con al menos un banco nuevo (panel derecho), distinguiendo por subperíodos.

---

<sup>8</sup> Estas dos últimas variables se calculan a partir de los datos de la CIRBE.

<sup>9</sup> En Blanco y Jiménez (2018) se muestran los resultados de especificaciones alternativas que incluyen otras variables que no alteran las principales conclusiones.



## 1. La reasignación del crédito a lo largo del ciclo económico: evidencia del último ciclo de expansión y contracción del crédito en España

TABLA 1

	PROBABILIDAD DE OBTENCIÓN DE CRÉDITO CON CUALQUIER BANCO			PROBABILIDAD DE OBTENCIÓN DE CRÉDITO CON AL MENOS UN BANCO NUEVO			
	2005:1- 2008:3	2008:4- 2013:9	2013:10- 2016:6	2005:1- 2008:3	2008:4- 2013:9	2013:10- 2016:6	
PRÉSTAMOS DUDOSOS PREVIOS	-0.021 *	0.003	-0.042 ***	PRÉSTAMOS DUDOSOS PREVIOS	-0.108 ***	-0.109 ***	-0.136 ***
ENDEUDAMIENTO	-0.035 ***	-0.078 ***	-0.102 ***	ENDEUDAMIENTO	-0.038 ***	-0.107 ***	-0.118 ***
CARGA FINANCIERA	0.000	-0.002 ***	-0.003 ***	CARGA FINANCIERA	-0.001 **	-0.005 ***	-0.005 ***
Nº DE RELACIONES PREVIAS CON BANCOS	0.006 ***	0.014 ***	0.015 ***	Nº DE RELACIONES PREVIAS CON BANCOS	-0.052 ***	-0.057 ***	-0.052 ***
TAMAÑO	0.000	0.009 ***	0.005 ***	TAMAÑO	-0.016 ***	0.004 **	0.003
EDAD	0.001	0.016 ***	-0.007	EDAD	-0.015 ***	-0.005	-0.034 ***

(a) Los resultados proceden de dos modelos de probabilidad lineal estimados mediante mínimos cuadrados ordinarios, incluyendo efectos fijos de empresa y de tiempo y haciendo «cluster» a nivel de empresa. Los asteriscos \*\*\*, \*\* y \* indican la significatividad de los coeficientes al nivel de confianza del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Los resultados muestran que durante el período expansivo previo a la crisis, la probabilidad de obtención de crédito con cualquier banco estaba negativamente correlacionada con el endeudamiento de la empresa, mientras que, en cambio, los coeficientes de otras variables que también capturan el riesgo de las empresas, como la carga financiera y la existencia de préstamos morosos previos no eran estadísticamente significativos. Por otro lado, los resultados muestran que cuanto mayor fuera el número de relaciones previas con bancos, mayor era la probabilidad de obtener el crédito, en línea con los resultados de Cole (1998), lo que apoyaría la hipótesis de que los bancos desarrollan información privada a través de su relación con los prestatarios que resulta útil a la hora de decidir si otorgar los fondos o no (Diamond, 1984). La edad y el tamaño, por su parte, no parecían tener ningún efecto sobre la probabilidad de obtención de crédito con cualquier banco.

En el período de crisis, se observa que, en general, tanto la significatividad, como el tamaño del impacto de las variables explicativas aumentaron (en términos absolutos), sugiriendo que durante la crisis, la política de concesión de crédito de los bancos se volvió más sensible a la situación financiera de las empresas. En particular, el impacto del nivel de endeudamiento se incrementó (en valor absoluto) y la carga financiera, que no había sido relevante en el período previo a la crisis, pasó a ser una variable determinante y negativamente correlacionada con la probabilidad de obtención de crédito. Asimismo, los resultados apuntan que el número de relaciones bancarias previas tendría



durante la crisis un impacto positivo sobre la probabilidad de obtención de crédito y que tanto el tamaño como la edad pasaron a ser significativas en este período a la hora de obtener un crédito, en el sentido de que las compañías de mayor dimensión y las más viejas tenían una mayor acceso al crédito que el resto de empresas.

En el período de recuperación económica posterior a la crisis, la sensibilidad de la probabilidad de obtención de crédito con cualquier banco a la situación financiera de las empresas se incrementó incluso más de lo que lo había hecho durante la crisis, sugiriendo que el cambio en las políticas de concesión de crédito de los bancos que se produjo durante la crisis se habría prolongado también, llegando incluso a intensificarse, en los años posteriores.

Cuando se modeliza la probabilidad de obtención de crédito con al menos un banco «nuevo», algunos de los principales resultados se mantienen (véase panel derecho de la Tabla 1). Así, la fortaleza de la situación financiera de las empresas está positivamente relacionada con la probabilidad de obtención del crédito y su impacto, además se incrementó durante la crisis y, en mayor medida, durante la recuperación económica posterior. Sin embargo, cabe destacar algunas diferencias importantes en los resultados. En primer lugar, los coeficientes de las variables que capturan la calidad crediticia y la fortaleza de los balances de las empresas, esto es, la existencia de préstamos dudosos previos y los niveles de endeudamiento y carga financiera, son mayores (en términos absolutos) y más significativos que en caso en el que se consideran los bancos «viejos», patrón que se mantiene a lo largo de los tres subperíodos analizados. Esto indicaría que los bancos que no mantienen lazos crediticios previos con las empresas serían más sensibles a la información pública de las mismas a la hora de otorgar el préstamo. En segundo lugar, al contrario que para la probabilidad de obtención de crédito con cualquier banco, el número de relaciones bancarias reduce las posibilidades de que los bancos «nuevos» otorguen crédito a las empresas, resultado que sería consistente con lo recogido en Cole (1998). Finalmente, la edad y el tamaño de la empresa presentan en algunos períodos un impacto negativo que podría estar asociado a un cierto sesgo de la muestra. En particular, la CIRBE solo proporciona información de peticiones de información sobre empresas que solicitan crédito a bancos con los que no mantienen préstamos previos. En este sentido, podría suceder que una mayor proporción de las empresas mayores y más longevas que solicitan financiación a bancos «nuevos» fueran precisamente aquellas que ya hubieran sido rechazadas por sus bancos «viejos» por ser más arriesgadas.

En definitiva, estos resultados evidencian que las políticas de concesión de crédito de los bancos difieren en función de si estos mantienen o no un crédito previo con la empre-





## 1. La reasignación del crédito a lo largo del ciclo económico: evidencia del último ciclo de expansión y contracción del crédito en España

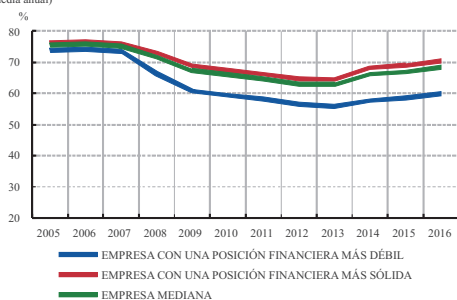
sa solicitante. En concreto, los bancos tienden a discriminar en mayor medida entre las empresas teniendo en cuenta la información pública disponible sobre su situación financiera si no existen créditos previos con ellas que cuando ya los mantienen.

### 5. Ilustración de los resultados

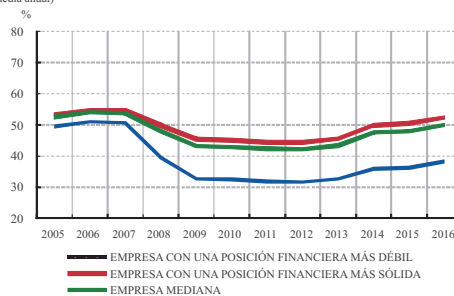
Una forma de ilustrar las implicaciones de los resultados previos es calculando la probabilidad de obtención del crédito usando ambas definiciones (incluyendo y excluyendo los bancos «viejos») para tres tipos distintos de empresas representativas –mediana, con mejor y con peor situación financiera– para las que se mantienen constantes las características a lo largo de todo el período. Así, para calcular la probabilidad para la empresa mediana, se toma el valor mediano de toda la muestra de cada una de las variables independientes. Para las empresas con peor y mejor situación financiera, se toman los percentiles 90 y 10, respectivamente, de la carga financiera y de la ratio de endeudamiento y la mediana para el resto de variables. Para los tres tipos de empresas, se toma el efecto fijo medio de empresa calculado para todo el periodo y en cada mes se le añade el efecto fijo de tiempo correspondiente.

**GRÁFICO 3**  
**PROBABLIDAD ESTIMADA DE OBTENCIÓN DE CRÉDITO**

1. PROBABILIDAD DE OBTENCIÓN CON CUALQUIER BANCO  
(media anual)



1. PROBABILIDAD DE OBTENCIÓN CON AL MENOS UN BANCO NUEVO  
(media anual)



(a) Para calcular la probabilidad para la empresa mediana se ha tomado el valor mediano de todas las variables explicativas y se han mantenido constantes a lo largo de todo el período. Para las empresas con una situación financiera más débil y más sólida, se han tomado los valores de los percentiles 90 y 10, respectivamente, de la carga financiera y del endeudamiento y los valores medianos para el resto de variables explicativas y también se han mantenido constantes en todo el período. Para los tres tipos de empresas, además, se ha considerado el efecto fijo medio de empresa estimado para toda la muestra y el efecto fijo de tiempo correspondiente a cada mes.

Los resultados de este ejercicio aparecen en el gráfico 3. Se observa que, durante el período expansivo anterior a la crisis, la probabilidad de obtención de crédito de acuer-



do con ambas definiciones era bastante similar para los tres tipos de empresas, lo que pone de manifiesto que los bancos discriminaban poco entre empresas según su fortaleza financiera. A partir de 2007, sin embargo, con la llegada de la crisis la probabilidad de obtención del préstamo se redujo para las tres empresas tipo, pero este descenso fue más intenso para aquellas empresas con balances más débiles, ampliándose por tanto la diferencia entre las probabilidades de obtención de crédito para las empresas con una posición financiera más débil y más sólida. Durante la etapa de recuperación económica posterior, que empezó en el cuarto trimestre de 2013, esta diferencia incluso se incrementó en mayor medida. Estos resultados, por tanto, sugerirían que el estallido de la crisis supuso un cambio en la política de concesión de crédito de los bancos de modo que empezaron a discriminar en mayor medida entre empresas en función de su situación financiera.

Respecto a la comparación de las probabilidades estimadas bajo las dos definiciones de obtención de crédito cabe destacar, en primer lugar, que la probabilidad estimada es sustancialmente más elevada cuando se incluyen los bancos «viejos» que cuando se excluyen. Además, al comienzo de la crisis, la probabilidad estimada de obtención de crédito con al menos un banco nuevo se ajustó más rápidamente que cuando se consideran bancos «viejos», lo que sugiere que en cierta medida estos bancos amortiguaron el deterioro en el acceso al crédito de las empresas. Por último, la recuperación de la probabilidad de obtención de crédito comenzó un año antes cuando se excluyen los bancos «viejos» (en 2013 frente a 2014 cuando se incluyen).

## 6. Conclusiones

Tras la crisis económica, que supuso una fuerte contracción del saldo de crédito agregado de las empresas no financieras en España, parece haberse producido una asignación más eficiente del crédito dirigiéndose en mayor medida hacia empresas con una situación financiera más robusta. Así, de acuerdo con la evidencia presentada en este artículo, durante la recesión el acceso al crédito de las empresas que se situaban en una peor situación financiera se deterioró en mayor medida que el del resto de empresas y durante la recuperación este patrón no solo se prolongó, sino que se intensificó incluso algo más. Este resultado sugiere que desde la crisis los bancos están discriminando más entre empresas según la fortaleza de sus balances en comparación con los años previos a la crisis. Este cambio podría explicarse por varios motivos. En primer lugar, podría obedecer a que las entidades «habrían aprendido la lección» tras el fuerte deterioro que experimentaron los balances bancarios que derivó en una reestructuración y recapitalización del sistema bancario español. En segundo lugar, la reestructuración del sistema



## 1. La reasignación del crédito a lo largo del ciclo económico: evidencia del último ciclo de expansión y contracción del crédito en España

bancario ha supuesto la desaparición o la adquisición por parte de entidades más sólidas de aquellas instituciones financieras más débiles. Y en tercer lugar, los cambios que se han producido a nivel internacional en el ámbito de la regulación bancaria como respuesta a la crisis podrían también haber incentivado políticas de concesión de crédito más sensibles al riesgo.

Finalmente, se ha presentado evidencia de que las políticas de concesión de crédito de los bancos con empresas con las que ya mantienen una relación crediticia previa son menos sensibles a información pública, que las aplicadas a las nuevas empresas. Este resultado apoyaría por tanto la idea de que la existencia de información privada entre el prestamista y el prestatario puede mitigar en cierta medida la restricción del crédito. De hecho, las estimaciones apuntan a que durante la última crisis económica la relación entre deudores y acreedores habría contribuido a moderar la contracción del crédito a las sociedades no financieras en España.

### **Bibliografía**

- Blanco, R. y N. Jiménez (2018). «Credit allocation along the business cycle: evidence from the latest boom bust credit cycle in Spain», Documento de trabajo 1826, Banco de España.
- Cole, R. A. (1998). «The importance of relationships to the availability of credit», *Journal of Banking and Finance* 22, 959-977.
- Diamond, D. (1984). «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies* 51, 393-414.





## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

### 2. ANÁLISIS DE LAS DECISIONES DE AHORRO E INVERSIÓN DE LOS HOGARES ESPAÑOLES\*

#### Resumen

Los hogares españoles han ahorrado menos que los de la zona euro en los últimos veinte años, incluso en los momentos de mayor incertidumbre de la crisis cuando aquellos aumentaron su ahorro por un motivo de precaución. De forma paralela y, hasta el principio de dicha crisis, los hogares españoles se endeudaron significativamente más que los de la zona euro, aunque el proceso de desapalancamiento de los años posteriores ha atenuado casi totalmente esta diferencia. Los recursos obtenidos (fundamentalmente vía deuda) fueron destinados mayoritariamente a la adquisición de activos reales, en particular, viviendas, dando lugar a un nivel elevado de riqueza inmobiliaria, muy superior al observado en la zona euro. Por el contrario, el nivel de riqueza financiera es inferior, aunque su diferencia no es tan significativa. En los años anteriores a la crisis, se dieron algunas circunstancias que, al menos parcialmente, pueden explicar estas diferencias. Entre ellas destacan el entorno económico favorable, el *shock* estructural que supuso la incorporación a la zona euro, el aumento de la oferta de crédito, el régimen fiscal así como elementos de carácter cultural.

Este modelo de ahorro-endeudamiento-inversión de los hogares puede propiciar una economía con un crecimiento a corto plazo elevado (basado en el consumo) y una composición de la actividad orientada en mayor medida hacia la construcción y las actividades inmobiliarias. Sin embargo, el modelo también puede estar relacionado con una sociedad de movilidad inferior, con la generación de burbujas en el precio de los activos y con unos mercados financieros susceptibles de un mayor desarrollo lo que, a medio y largo plazo, puede resultar negativo para la productividad y el desarrollo de la actividad. Es previsible que este modelo acabe modificándose a medio plazo por la desaparición de algunas circunstancias del pasado, por los beneficios que la educación financiera tiene de forma progresiva en la población y por los retos financieros que plantea el enve-

---

\* María Isabel Cambón Murcia. Departamento de Estudios y Estadísticas. CNMV.



jecimiento de la misma. Sin embargo, a muy corto plazo la vulnerabilidad financiera de muchos hogares junto con un conocimiento financiero aún limitado seguirá impidiendo un cambio significativo.

### **Evolución del ahorro y el endeudamiento de los hogares españoles**

La tasa de ahorro<sup>1</sup> de los hogares españoles ha sido inferior y más variable que la de la zona del euro durante todo el periodo de análisis (desde 1999). Como media, esta tasa se ha situado en el 9,1% de la renta bruta disponible, oscilando entre el 5,1% y el 13%, mientras que en la zona del euro la tasa de ahorro media ha sido del 13% de la renta disponible, moviéndose en un rango mucho más reducido, entre el 11,8% y el 14,6% (véase gráfico 1).

En España, la tasa de ahorro de los hogares se reducía hasta mínimos inferiores al 6% de la renta bruta disponible justo antes del inicio de la crisis financiera global, en un contexto de crecimiento vigoroso de la economía marcado por el dinamismo del consumo y el endeudamiento de los agentes. Tras el inicio de la crisis, el ahorro se incrementó hasta alcanzar un máximo del 13% por un motivo de precaución y los hogares dieron prioridad a los pagos de las hipotecas contraídas. Por su parte, el consumo se dirigió en mayor proporción a bienes no duraderos, mientras que muchas decisiones de consumo acerca de los duraderos fueron aplazadas. Con posterioridad, el ahorro de los hogares retomó de nuevo una tendencia descendente en un marco caracterizado por una nueva etapa de expansión económica, de crecimiento de rentas agregadas y de tipos de interés en mínimos históricos, que ha permitido que estos reduzcan sensiblemente sus niveles de incertidumbre y recuperen la expansión del gasto. En los últimos años, el descenso del ahorro de los hogares no está relacionado solo con el incremento de su consumo, sino también con el escaso crecimiento de la renta disponible y, por tanto, de la capacidad de ahorro de una buena parte de la población, como se ilustra en un epígrafe posterior. En los hogares con unos niveles de renta muy reducidos, la existencia de algunas rigideces en la función de consumo, tales como la existencia de hábitos o de umbrales mínimos de consumo de algunos bienes, hace que el gasto en consumo no se pueda ajustar ante descensos de los ingresos y, por tanto, limita la capacidad de ahorro.

Los últimos datos sitúan la tasa de ahorro de los hogares españoles en el 5,1% de su renta disponible, frente al 12,3% de la zona del euro, el 17,3% de Alemania o el 13,7%

---

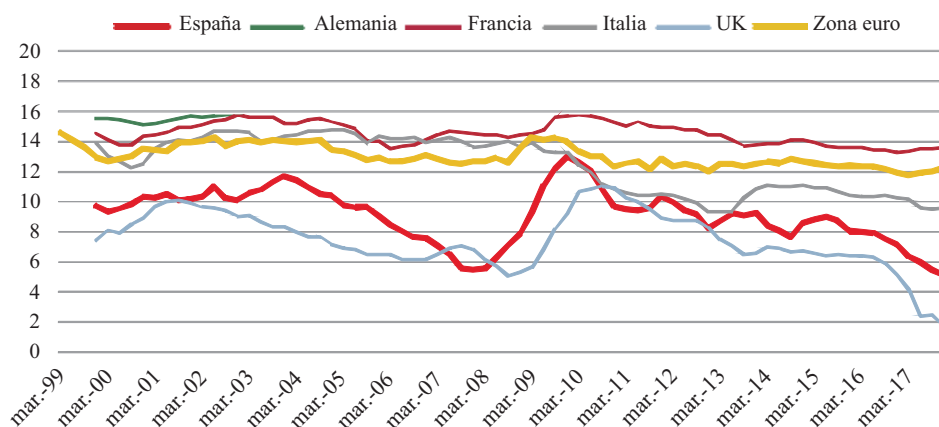
<sup>1</sup> La tasa de ahorro se define como la diferencia entre la renta bruta disponible de los hogares menos el importe del consumo final efectivo.



## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

de Francia. Entre los países considerados en este estudio, solo el ahorro de los hogares británicos es inferior al de los españoles.

**GRÁFICO 1. TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES: % DE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE**



Fuente: Thomson Datastream.

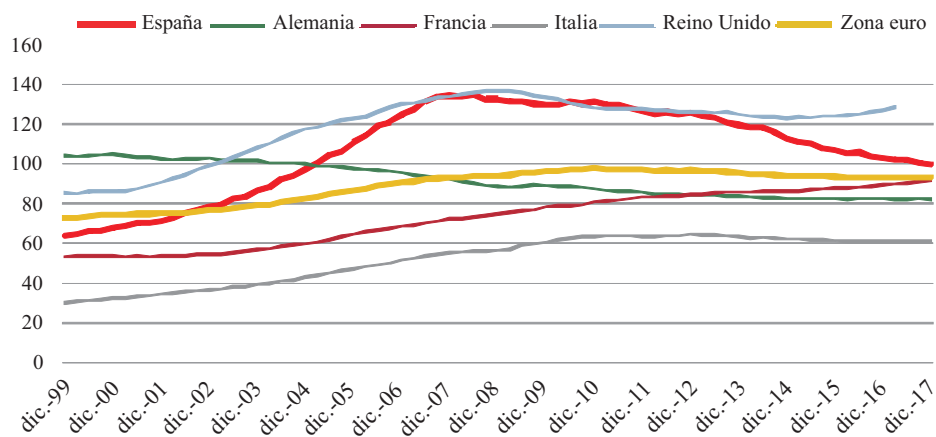
La evolución del endeudamiento de los hogares también ha seguido patrones distintos en relación con los valores observados en la zona del euro. Este endeudamiento creció en España de forma mucho más intensa, desde valores algo superiores al 60% de la renta disponible de los hogares en 1999 hasta máximos cercanos al 135% a mediados de 2008, en un contexto de expansión económica caracterizado por el incremento de las rentas de las familias y unas condiciones muy favorables para acceder al crédito. En los mismos periodos, el endeudamiento de los hogares de la zona del euro pasó del 73% de la renta disponible hasta valores algo inferiores al 100% (véase gráfico 2).

Tras el inicio de la crisis financiera global se pusieron de manifiesto algunos desequilibrios financieros acumulados por diversos agentes de la economía –entre ellos, la elevada tasa de apalancamiento del sector privado–, que se reajustaron en un entorno de recesión de la economía y fuerte incremento del desempleo. El proceso de desapalancamiento de los hogares españoles ha sido prácticamente constante desde finales de 2008 hasta el último trimestre considerado en este análisis, lo que ha dado lugar a una disminución de la tasa de endeudamiento agregada superior a 30 puntos



porcentuales (p.p.) de su renta bruta disponible. Estos niveles de endeudamiento, ligeramente superiores a los de la zona del euro, son significativamente menores en relación con los máximos de 2008 pero se mantienen elevados desde un punto de vista histórico.

**GRÁFICO 2. ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES: % DE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE**



Fuente: Thomson Datastream.

## Evolución de las inversiones en activos financieros y no financieros

### Flujos de inversión

Los recursos disponibles de los hogares que, como hemos visto, mayoritariamente procedieron del endeudamiento, se dirigieron hasta prácticamente el inicio de la crisis hacia la adquisición de activos no financieros (fundamentalmente inmobiliarios), alcanzando en 2007 máximos del 15% de la renta bruta disponible, muy por encima de los registros de la zona del euro. Como en el caso de otras magnitudes financieras de interés, el patrón de la inversión de los hogares en activos no financieros cambió profundamente a raíz de la crisis, mostrando un descenso hasta el 4% de la renta disponible, muy por debajo de la inversión media de los hogares de la zona del euro, que se mantuvo siempre por encima del 8% de la renta y mostró pocas oscilaciones. Esta evolución estuvo en sintonía con el fuerte ajuste de la burbuja inmobiliaria de la economía española, la severa restricción en la oferta de crédito bancario y un nivel de

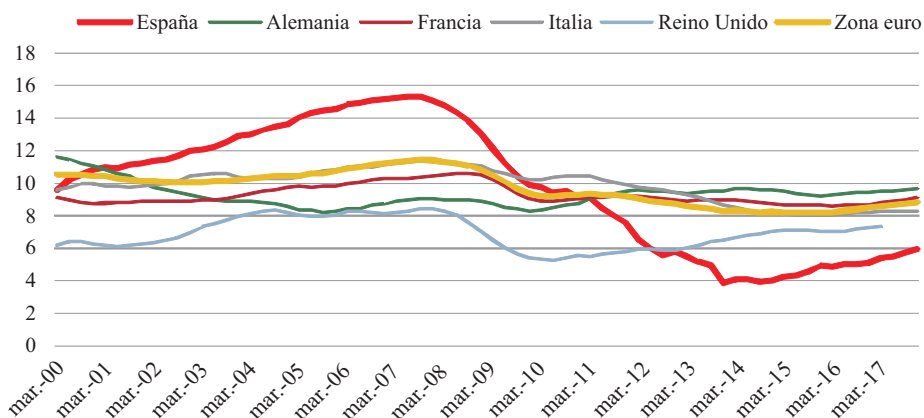




## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

desempleo muy alto, que dificultó el mantenimiento de unas tasas de inversión tan elevadas. Más recientemente (desde 2015) se observa una ligera recuperación de esta inversión.

**GRÁFICO 3. INVERSIÓN EN ACTIVOS NO FINANCIEROS DE LOS HOGARES: % DE LA RENTA BRUTA DISPONIBLE**

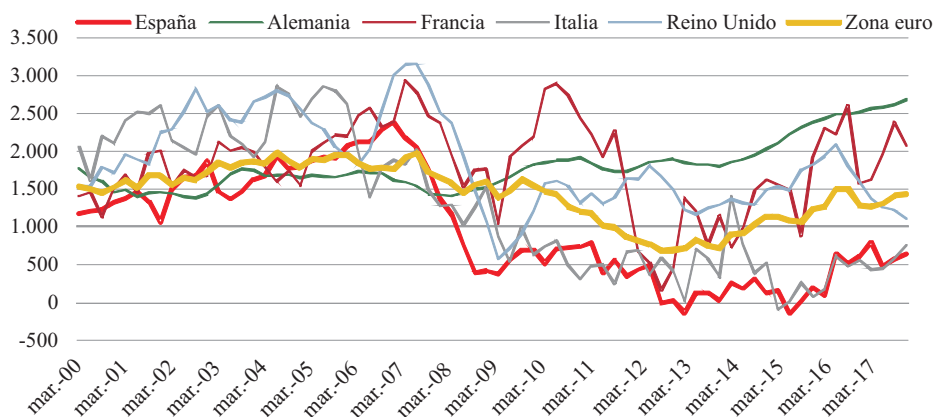


Fuente: Thomson Datastream.

Por su parte, la inversión en activos financieros de los hogares españoles fue creciente y se mantuvo más o menos en línea con la de la media de la zona del euro hasta el inicio de la crisis (véase gráfico 4). Después los recursos de los hogares disminuyeron, lo que se tradujo en una fuerte reducción de la inversión en activos financieros entre 2009 y 2015, que se viene recuperando lentamente desde 2016 pero que aún no resulta suficiente para cerrar la brecha con la zona del euro. Según la información más reciente, la inversión anual per cápita de los hogares españoles en activos financieros se sitúa en 642 euros, frente a los 1.432 euros de la zona del euro. Los promedios de todo el periodo son 976 euros para España y 1.430 euros para la zona del euro.



### GRÁFICO 4. INVERSIÓN EN ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES: EUROS PER CÁPITA



Fuente: Thomson Datastream.

### *Patrimonio de los hogares*

La evolución de estos flujos de inversión y también del precio de los activos financieros y no financieros desde el año 2000 ha repercutido significativamente en la riqueza de los hogares españoles, observándose algunas diferencias en relación con la media de la zona del euro que se han mantenido en el tiempo –incluso se han ampliado durante la crisis–. Como se observa en el gráfico 5, la riqueza financiera neta (saldo de activos financieros menos pasivos) de los hogares españoles disminuyó entre 2000 y 2008 como consecuencia del fuerte aumento de su endeudamiento y, en 2008, de la significativa caída de las cotizaciones bursátiles. Pasó en estos años del 111% del PIB al 66% (del 134% al 106% en la zona euro). Con posterioridad, la disminución de las deudas de los hogares junto con la revalorización de los precios de los activos financieros han permitido un aumento de la riqueza financiera neta de los hogares españoles hasta el 120% del PIB a finales de 2017 (150% del PIB en la zona euro). En promedio del periodo considerado, la riqueza financiera de los hogares españoles ha sido 35 p.p. del PIB inferior a la de la zona del euro.

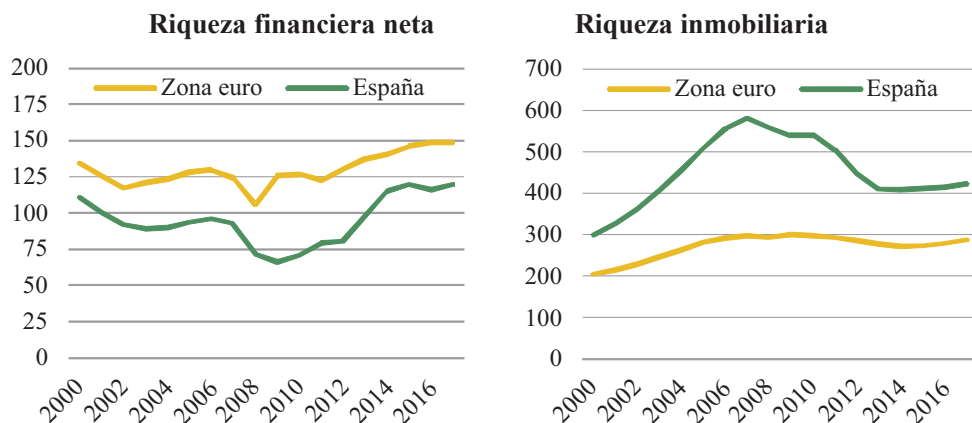
Por el contrario, la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles ha sido históricamente superior. Como se observa en el panel derecho del gráfico 5, al inicio del periodo considerado esta riqueza se situaba en el 300% del PIB en España frente al 200% en la zona del euro. Esta diferencia (cercana a 100 p.p. del PIB) se fue ampliando en el periodo de generación de la burbuja inmobiliaria en España, debido a la fuerte inversión de los hogares en



## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

estos activos mencionada anteriormente, junto con el significativo aumento de sus precios, hasta alcanzar máximos superiores al 280% del PIB. Tras el ajuste de los precios del sector en los años posteriores, la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles se ha reducido hasta niveles algo superiores al 400% del PIB, pero sigue siendo muy superior a la de la zona del euro (algo por debajo del 300% del PIB). De media, la riqueza inmobiliaria de los hogares españoles ha sido 182 p.p. del PIB superior a la de la zona del euro.

**GRÁFICO 5.**  
**RIQUEZA FINANCIERA NETA<sup>1</sup> Y RIQUEZA INMOBILIARIA**  
**DE LOS HOGARES**



Fuente: Thomson Datastream.

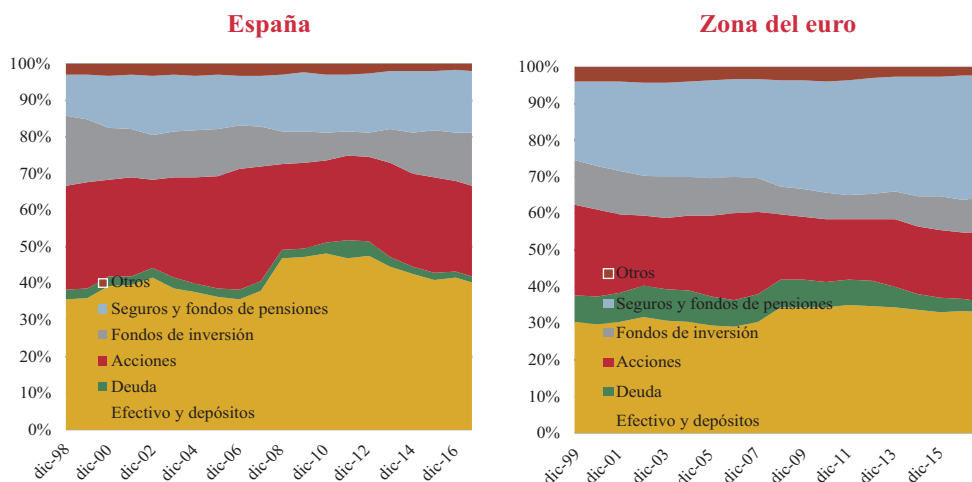
### 1. Activos financieros menos pasivos

En relación con la composición de la cartera de los activos españoles, las principales diferencias entre los hogares de nuestro país y los de la zona del euro radica en la mayor importancia del efectivo y los depósitos (como promedio del periodo, un 41% del total en España y un 32% en la zona del euro) y la menor relevancia de los seguros y los fondos de pensiones (15% en España y 29% en la zona del euro). Esto último se puede relacionar con la cobertura del sistema sanitario y de pensiones actual, que puede contrastar con los modelos de otros países en los que los hogares deben dedicar una parte elevada a estos activos (por ejemplo, en el Reino Unido). Aunque se suele decir que los hogares españoles son más conservadores que los de otros países europeos, argumen-



tando el elevado peso de los activos líquidos, lo cierto es que otras opciones de riesgo como las acciones (cotizadas y no cotizadas) y los fondos de inversión tienen una importancia superior en relación con las cifras de la zona del euro. En promedio de todo el periodo considerado, estas opciones representaron un 38% de la cartera total de activos frente al 29% en la zona del euro (véanse los paneles del gráfico 6).

### GRÁFICO 6. DESCOMPOSICIÓN DEL SALDO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS POR CLASE DE ACTIVO



Fuente: BCE.

### Factores explicativos de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares

En este epígrafe se señalan algunos de los elementos que parecen relevantes a la hora de explicar las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles a lo largo de los últimos años. En particular, se considera la evolución de la renta disponible, las características propias de los activos inmobiliarios, el régimen fiscal y el cambio estructural que supuso la incorporación a la zona del euro.

### *Evolución de la renta disponible y su distribución*

La evolución de la renta disponible de los hogares es el primer elemento clave a la hora de explicar las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión. En los años anteriores



## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

a la crisis, la renta disponible mostraba incrementos notables (un 6,4% de media anual<sup>2</sup> entre 2000 y 2008) en un contexto de fuerte crecimiento económico, que permitió una significativa expansión del consumo privado de la economía (un 3,1% de media entre 2000 y 2008). El consumo se vio dinamizado no solo por el crecimiento de las rentas, sino por la reducida tasa de ahorro, que se explica por el entorno de confianza de los agentes y el descenso de la incertidumbre.

La última crisis económica dio lugar a un aumento de las diferencias tanto de renta como de riqueza en España y también en un número elevado de países de la OCDE. También se acentuaron las diferencias en el consumo per cápita, sobre todo por la caída en el gasto de los hogares en bienes duraderos en los tramos de renta más reducida. Este aumento de las diferencias en la renta que se observó entre 2008 y 2014 ha tendido a estabilizarse en los últimos años, en un contexto de nueva expansión de la economía y de descenso de la tasa de paro que habría permitido una pequeña reducción de la diferencia de las rentas salariales y la renta per cápita. A pesar de esta leve mejoría de la desigualdad, lo cierto es que indicadores como la renta bruta disponible por trabajador (en términos aproximados) presentan caídas en términos nominales y que, además, existe aún un número considerable de empleados cuyo salario es inferior al salario mínimo interprofesional, por lo que es razonable pensar que una parte del reducido nivel de la tasa de ahorro de los hogares españoles se explica por el elevado número de hogares con rentas bajas.

### *Los bienes inmuebles: ¿Una necesidad o un activo de inversión?*

En general, se puede considerar que una proporción significativa de los hogares adquiere activos inmobiliarios para uso propio y no con el fin de obtener una rentabilidad futura. En este contexto, el recurso al endeudamiento se hace con el fin de adquirir un bien que es necesario –en este caso, la vivienda habitual–. La decisión de adquirir viviendas frente a alquilar estuvo durante muchos años relacionada con las fricciones de un mercado de alquiler que ofrecía unos precios similares a los pagos resultantes de la financiación derivada de la compra de vivienda (incluidas las ventajas del régimen fiscal que luego se explicarán), por lo que ante un gasto mensual semejante los hogares han mostrado una preferencia clara por la compra<sup>3</sup>.

---

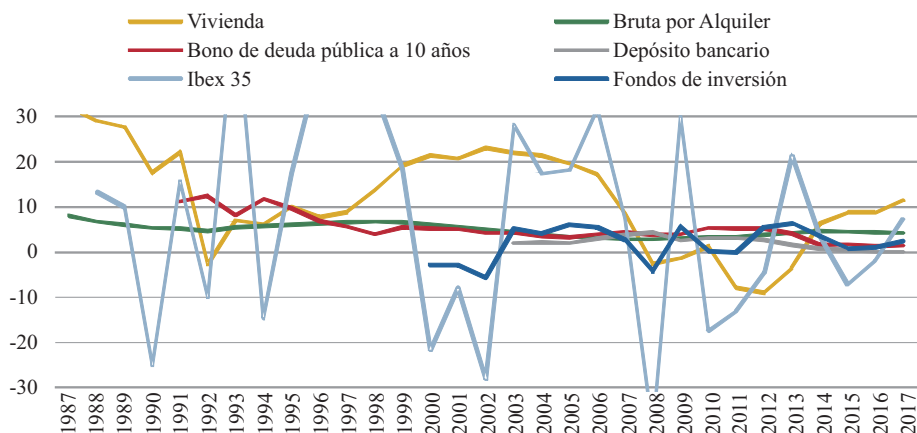
<sup>2</sup> En términos nominales.

<sup>3</sup> En el estudio «Fiscalidad y coste de uso de la vivienda en España (2007)» –que analiza diversos aspectos de la fiscalidad relacionada con la adquisición, la financiación, la tenencia y la enajenación de la vivienda– se concluye, entre otras cosas, que para unos precios dados de la vivienda, el importe tendría que reducirse en torno a un 50% para lograr una equivalencia económica entre las dos opciones.



Además de las compras obvias de inmuebles para su uso, cabe pensar que una parte de los hogares –al menos hasta el inicio de la crisis en 2008– adquirió activos inmobiliarios con el fin de obtener una rentabilidad atractiva, pues los precios de estos activos crecieron un 16,4% anual de media entre 1995 y 2007 (véase gráfico 7). El rendimiento de otras alternativas de inversión en este mismo periodo fue bien mucho más reducido<sup>4</sup> o bien mucho más volátil<sup>5</sup>. Sin embargo, cabe pensar que una parte de los hogares infravaloró los riesgos de mercado y de liquidez de estos activos. Los datos de ganancias patrimoniales obtenidos de los informes de recaudación tributaria ponen de manifiesto que efectivamente una parte de los hogares invirtió en estos activos por un motivo de inversión.

### GRÁFICO 7. RENTABILIDAD DE DIFERENTES OPCIONES DE INVERSIÓN



Fuente: Banco de España (síntesis de indicadores).

### *El régimen fiscal*

El tratamiento fiscal de la vivienda es un elemento clave de la política tributaria que puede tener consecuencias relevantes en la orientación hacia el régimen de propiedad

<sup>4</sup> Por ejemplo, el rendimiento medio del bono de deuda a 10 años se situó en el 5,1% y el de un depósito bancario tradicional en el 2,6%.

<sup>5</sup> El rendimiento medio del Ibex 35 fue del 15,3%, en línea con la revalorización de los precios del sector inmobiliario, pero su desviación típica fue de 21,6 p.p., en lugar de 5,6 para el rendimiento de los inmuebles.



## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

frente al alquiler, en la riqueza de las familias, en sus decisiones de ahorro e inversión e, incluso, en el grado de movilidad geográfica de la población activa. En España, hasta hace relativamente pocos años<sup>6</sup>, el régimen fiscal asociado a la adquisición y tenencia de la vivienda habitual ha favorecido, sin duda, la adquisición de viviendas frente a su alquiler y frente a otros activos. Algunos estudios disponibles revelan que la «cuña fiscal», que se corresponde con la diferencia entre el coste que supone la tenencia de un inmueble (coste de uso), una vez tenidos en cuenta los distintos impuestos y deducciones que afectan al comprador, y el correspondiente coste antes de impuestos podría ser cercana al 20%. En general, se concluye un sesgo fiscal permanente durante aquellos años en favor de la vivienda en propiedad frente al alquiler, y también de las viviendas secundarias de uso propio frente a las destinadas al arrendamiento<sup>7</sup>.

### *Cambios estructurales: la incorporación a la Unión Monetaria*

Uno de los catalizadores más importantes a la hora de explicar el significativo crecimiento del endeudamiento del sector privado durante los años anteriores a la crisis está relacionado con el cambio estructural que supuso la incorporación de España a la zona del euro, con una disminución notable y permanente de los tipos de interés de la economía. La rentabilidad de los títulos de deuda pública a diferentes plazos pasó de mostrar niveles claramente superiores al 8% a cifras que, en general, no se han situado por encima del 4%<sup>8</sup>, o que incluso en los plazos más cortos se han adentrado en terreno negativo.

Esta paulatina mejora en las condiciones de acceso a la financiación se produjo en paralelo a una mayor laxitud en los criterios de concesión del crédito, como consecuencia de la competencia entre diferentes entidades. Esta mayor laxitud ocasionó que el saldo de crédito a los hogares creciera hasta máximos superiores a los 900.000 millones de euros a finales de 2008, de los cuales el 74% se destinaba a adquisición de vivienda y el 26%, a bienes de consumo. Tras el desencadenamiento de la crisis, en un contexto de recesión económica, de fuerte aumento del desempleo y de un endurecimiento significativo de las condiciones de acceso al crédito, la necesidad de disminuir algunos de los desequilibrios financieros acumulados en los años previos hizo que los hogares se desapalancaran de

---

<sup>6</sup> Con efecto desde el 1 de enero de 2013, se suprimió, por ejemplo, la deducción por inversión en vivienda habitual.

<sup>7</sup> Véanse García-Vaquero y Martínez (2005) o Domínguez y López (2007).

<sup>8</sup> Salvo, de forma transitoria, el bono de deuda pública a diez años en los momentos de mayor incertidumbre de la crisis de deuda soberana en Europa, entre 2010 y 2012.



forma notable hasta alcanzar, según los últimos datos, niveles cercanos a los de la media de la zona del euro.

### *Elementos de naturaleza cultural*

Valorar la influencia de los elementos de carácter cultural en las decisiones financieras es una tarea muy compleja. Existen algunos estudios de carácter académico, sobre todo en materia de gobierno corporativo, que han tratado de medir los elementos culturales de diferentes países y las consecuencias de estos sobre algunos comportamientos. En estos estudios se suele definir el término «cultura» como las creencias y los valores habituales que diferentes grupos sociales y religiosos transmiten de generación en generación y que los distinguen de otros grupos. El contexto regulatorio afecta parcialmente a la cultura de una sociedad, pero reglas similares en distintos países pueden dar lugar a resultados diferentes. Algunos autores han tratado de identificar algunas dimensiones culturales y sus diferencias entre países (véanse las seis dimensiones de Hofstede, por ejemplo).

Las dimensiones de Hofstede describen la sociedad española como aquella con una estructura jerárquica relativamente más importante que en otros países, con un predominio del sentimiento de grupo frente al individual, donde son más importantes los valores relacionados con la protección que los de la competitividad, donde se evita mucho más la incertidumbre –aunque sus decisiones son más cortoplacistas– y en la que la indulgencia (frente al cumplimiento estricto de las normas) es algo superior. A falta de un análisis más profundo, parece razonable esperar que las diferencias en las dimensiones relacionadas con la incertidumbre –que denotan una elevada aversión al riesgo– y con la toma de decisiones a corto plazo hayan podido influir en las decisiones financieras de los hogares.

### **La información de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y la Encuesta de Competencias Financieras (ECF)**

La Encuesta Financiera de las Familias es una herramienta útil que nos permite confirmar algunas de las tendencias de los hogares identificadas en las estadísticas agregadas y completar el análisis con los resultados derivados de la distribución de los indicadores, tan relevante en este tipo de estudios. Los hábitos y las preferencias de los hogares cambian sustancialmente en función de variables como la renta, la riqueza o la educación y, por tanto, merece la pena incluirlas en este análisis.





## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

De la última EFF, correspondiente al año 2014, se observa que los hogares siguen teniendo en su cartera una proporción elevada de activos reales, pero esta se ha reducido ligeramente entre 2011 y 2014 (pasando del 84,6% de los activos totales al 80,2%). El descenso no es generalizado entre los estratos de población sino que se origina en aquellos de renta inferior, en los más jóvenes y en los de menor riqueza. Se puede deducir que este comportamiento responde fundamentalmente a los efectos de la pasada crisis en los hogares con menos recursos. En relación con la inversión en activos financieros, la encuesta señala que se ha producido un aumento de la inversión en acciones cotizadas en bolsa, en renta fija y en fondos de inversión. Sin embargo, el avance de las dos primeras se explica por los hogares de renta y riqueza más altos, mientras que el incremento de la inversión en fondos de inversión se observa en todos los estratos de hogares considerados.

Por su parte, la Encuesta de Competencias Financieras, de creación más reciente, ha sido realizada conjuntamente por el Banco de España y la CNMV dentro del Plan de Educación Financiera y se incluye en el Plan Estadístico Nacional<sup>9</sup>. Además ha contado con la colaboración del INE, que ha elaborado la muestra inicial y ha calculado los factores de elevación. La encuesta mide el conocimiento y la comprensión de conceptos financieros por parte de la población española de entre 18 y 79 años, así como la tenencia, adquisición y uso de distintos vehículos de ahorro, deuda y aseguramiento.

Unos de los resultados más relevantes de esta encuesta, de cara al propósito de este análisis, está relacionado con el elevado grado de vulnerabilidad financiera de muchos hogares. En particular, se observa que cerca de la mitad de los hogares podrían hacer frente a sus gastos recurrentes si perdieran su fuente principal de ingresos durante un periodo de ocho meses. Las diferencias son significativas atendiendo a los diferentes niveles de renta o riqueza. Por ejemplo, en el caso de los hogares cuya renta anual es inferior a 14.500 euros, el 30% podrían hacer frente a estos gastos durante un mes y el 15% apenas una semana.

### Impacto en la economía

Una economía en la que, de forma sostenida, los hogares muestran un nivel de ahorro relativamente reducido (y, por tanto, un consumo mayor) y una preferencia más acen-

---

<sup>9</sup> Véase la presentación de sus principales resultados en el siguiente enlace: <http://cnmv.es/docportal/AlDia/EncuestaCompetencias.pdf>



tuada por la adquisición de activos no financieros (frente a los financieros) puede mostrar elementos diferenciales en relación con otras economías de su entorno. A corto plazo, este modelo, que implica una tasa más elevada de consumo puede derivar en un incremento de la demanda nacional de la economía y, finalmente, en un crecimiento superior del PIB. La preferencia de los hogares por la adquisición de activos no financieros –fundamentalmente inmobiliarios– también orienta la composición del crecimiento de la economía hacia actividades relacionadas con la construcción y las actividades inmobiliarias. Estos sectores, relativamente menos intensivos en capital y más en trabajo, se caracterizan por una productividad (aparente) del trabajo menor, que redundaría en la productividad del conjunto de la economía.

Muchos de estos patrones se observaron en la economía española desde mediados de los años noventa hasta justo antes del inicio de la crisis financiera. Así, entre 1995 y 2007, el PIB creció a una tasa media del 3,8% (frente a un 2,3% en la zona del euro), la inversión en construcción supuso en media un 65% de la inversión total (54% en la zona euro) y la productividad del trabajo creció un 0,1% (1,1% en la zona euro).

A medio plazo este modelo de crecimiento puede tener efectos negativos sobre la economía por varias vías. En primer lugar, se trata de un modelo de ahorro e inversión que puede acabar generando burbujas en el precio de los activos inmobiliarios. En el caso español la generación de la burbuja estuvo alimentada por otros catalizadores ya comentados con anterioridad. Sin ellos, es posible que los precios de los activos inmobiliarios no hubieran mostrado un crecimiento tan pronunciado<sup>10</sup>, pero probablemente habrían seguido una marcada tendencia al alza. En paralelo, se pueden producir desequilibrios financieros significativos asociados, por ejemplo, a tasas elevadas de endeudamiento en el sector privado que, que en momentos de recesión y crecimiento del desempleo, pueden redundar en un aumento de la morosidad bancaria.

En segundo lugar, una marcada preferencia por la vivienda en propiedad puede derivar en una disminución de la movilidad del factor trabajo dentro de la economía. Algunos estudios de referencia<sup>11</sup> ponen de manifiesto que en España la movilidad de los trabajadores es más reducida que en otras economías europeas, una característica que en parte se atribuye al elevado porcentaje de hogares con vivienda en propiedad. La perspectiva cambia, no obstante, si atendemos a las migraciones entre países (en lugar de dentro de

---

<sup>10</sup> El crecimiento anual medio de los precios de la vivienda fue del 16,4% entre 1995 y 2007.

<sup>11</sup> Huber, P. (2005). *Inter-regional mobility in the accession countries: a comparison to EU-15 member states*. WIFO Working Papers n.º 249.



## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

ellos)<sup>12</sup>. Por tanto, el sesgo relacionado con la vivienda en propiedad en España parece haber incidido negativamente en la movilidad de los trabajadores dentro del país, pero no en las migraciones a otros países.

Por último, y no menos importante, uno de los efectos más relevantes que estos patrones pueden tener sobre la economía guarda relación precisamente con el menor desarrollo de los mercados financieros, cuyo papel esencial se ha demostrado en tantas ocasiones. Al final, un modelo económico con una menor inversión en activos financieros deriva en unos mercados financieros más pequeños y menos desarrollados, que pueden incidir negativamente en el crecimiento potencial de la economía e impedir que se muestre plenamente su carácter anticíclico en momentos de contracción del crédito. El proyecto relacionado con la Unión de Mercados de Capitales en la Unión Europea precisamente va en esta misma línea, al indicar en sus objetivos que dicha unión pretende impulsar un crecimiento económico más fuerte y sostenido en la zona creando unos mercados financieros más profundos e integrados, eliminando las barreras transfronterizas, aumentando la competencia, reduciendo el coste del capital y mejorando el acceso a la financiación de las empresas –en particular de las de menor tamaño–.

### Conclusiones

Los hogares españoles se caracterizan por ahorrar sistemáticamente menos que los hogares de la zona euro, una tendencia que se observa incluso en los momentos en los que estos ahorraron mucho más en los comienzos de la crisis, por un motivo de precaución. En relación con el endeudamiento, se observan dos periodos diferenciados: uno antes de la crisis, cuando los hogares se endeudaron significativamente y mucho más que los europeos y otro después de la crisis cuando se produjo un proceso notable de desapalancamiento. Estos recursos fueron invertidos en una gran proporción en activos no financieros (en particular, viviendas), frente otro tipo de activos.

En el periodo anterior a la crisis se dieron una serie de factores que permitieron e incluso intensificaron estas tendencias: (i) la economía crecía a unas tasas significativas y las rentas en aumento de los hogares hicieron que estos tomaran decisiones de inversión más ambiciosas, (ii) el descenso de los tipos de interés tras la incorporación a la zona del euro junto con el fuerte aumento de la oferta de crédito impulsaron significativa-

---

<sup>12</sup> European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions (2014). *Labour migration in the EU: recent trends and policies*. Eurofound.



mente el endeudamiento del sector privado y (iii) el régimen fiscal existente impulsó la adquisición de vivienda frente a otros activos y frente a la opción del alquiler.

Tras la crisis, el estallido de la burbuja inmobiliaria y el notable incremento del desempleo, el endeudamiento de los hogares invirtió su tendencia pero el ahorro se ha mantenido en niveles muy reducidos. Este reducido nivel del ahorro se explica, por una parte, por la fortaleza del consumo (en un entorno de nueva expansión económica, gasto en bienes duraderos aplazados durante la crisis y la imposibilidad de reducir el consumo de determinados bienes con independencia de la evolución de la renta) y también, por el elevado número de hogares con rentas reducidas, con escasa capacidad de ahorro.

Los hogares españoles muestran un nivel de riqueza inmobiliaria significativamente superior a la de la zona euro, mientras que su riqueza financiera neta es inferior. Estas diferencias muestran una marcada preferencia de los hogares españoles por la inversión en activos no financieros, pero también las variaciones en los precios de estos activos. En relación con la composición de la cartera de activos financieros, se observa que la importancia relativa del efectivo y los depósitos y de las acciones y participaciones de fondos de inversión es superior en España, mientras que la inversión en seguros y en fondos de pensiones es relativamente inferior.

Del análisis de los datos más recientes –muchos de ellos procedentes de diferentes encuestas– se observan cambios importantes en algunas de estas tendencias. Por ejemplo, ha disminuido un poco la importancia relativa que suponen los activos inmobiliarios dentro de la cartera de los hogares (aunque sigue bien por encima de los niveles de la zona del euro), mientras que la de los activos financieros se ha incrementado. Sin embargo, estos comportamientos no han sido homogéneos para todos los estratos de la población. En particular, el descenso de la relevancia de los activos reales tiene que ver con las dificultades de los hogares más jóvenes y de menor renta para acceder a la vivienda, y el aumento de la inversión solo constituye algo significativo para los hogares de renta más elevada excepto en los fondos de inversión, que ha aumentado en todos los tramos.

Es posible que una economía cuyos hogares ahorran sistemáticamente poco, se endeudan más y muestran una preferencia clara por los activos reales tenga consecuencias favorables para la actividad económica en el corto plazo, generadas por un crecimiento superior (basado en la fortaleza del consumo). Sin embargo, esta economía estaría más orientada hacia actividades que son menos productivas, con la consiguiente repercusión sobre la economía en su conjunto. A medio y largo plazo las consecuencias parecen más bien desfavorables en la medida en que este contexto favorece la acumulación de algu-



## 2. Análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

nos desequilibrios financieros (exceso de apalancamiento) y la formación de burbujas en el precio de los activos (inmobiliarios). Además, la preferencia por la vivienda en propiedad también puede dar lugar a una oferta laboral con menos movilidad dentro del propio país. Finalmente, este modelo supone unos mercados financieros menos desarrollados y, por tanto, una economía con un menor crecimiento potencial.

De cara al futuro, sería deseable que el ahorro de los hogares fuera algo superior y que sus inversiones estuvieran más equilibradas entre activos reales y activos financieros. Sin embargo, en el corto plazo este proceso tiene dos impedimentos fundamentales: el primero relacionado con la evolución de la renta de los hogares y, sobre todo, con su distribución. No es previsible un aumento sustancial del ahorro de los hogares hasta que aquellos con menores niveles de renta experimenten un crecimiento algo mayor –salvo que los de renta muy elevada ahorren más– y que, por tanto, sean menos vulnerables en términos financieros. La segunda limitación está relacionada con las dificultades que todavía existen en relación con la educación financiera. Es muy probable que la mejora de los conocimientos financieros por parte de la población dé lugar a una inversión más equilibrada entre las diferentes opciones, dando cabida a activos que posiblemente no se hayan considerado con anterioridad. En este sentido, todos los esfuerzos de la CNMV y el Banco de España en torno a la mejora de los conocimientos financieros de la población son positivos.

A medio y largo plazo, una esperable mejora de la educación financiera de los inversores junto con los retos derivados del envejecimiento de la población pueden acabar incrementando el ahorro de los hogares y haciendo que este se oriente hacia productos que tengan como finalidad la cobertura de las necesidades propias de la tercera edad. Entre estos productos cabe señalar las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones.





### 3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?

## 3. EL RETO DE LA COBERTURA DE LA VEJEZ. ¿ES CAPAZ EL SECTOR PRIVADO DE OFRECER UNA ALTERNATIVA QUE SEA ACEPTADA DE MANERA GENERALIZADA?\*

### Resumen

La evolución demográfica proyectada para España en los próximos años, plantea uno de los procesos de envejecimiento de la población más acusados del mundo, lo que provocará una reducción importante del número de cotizantes en relación al número de pensionistas, y por lo tanto un incremento sustancial de la presión sobre el gasto público.

El mantenimiento de los niveles actuales de prestaciones públicas (España es uno de los países con la tasa de sustitución más alta del mundo) exigiría aumentos muy significativos de ingresos para el sistema a través de incrementos de cotizaciones o impuestos, que podrían generar efectos negativos sobre las contrataciones en el mercado laboral. El ajuste del balance del sistema por la vía del gasto ha obligado a realizar dos reformas del sistema público de pensiones, 2011 y 2013, esta última aplazada recientemente, que aunque mejoran la sostenibilidad financiera del sistema a medio y largo plazo, su efecto va a ser una reducción significativa de la cobertura del sistema público.

Para compensar esta pérdida de ingresos por parte de los futuros pensionistas, y de paso descargar la enorme presión que soporta el sistema público de pensiones en Europa, distintos organismos públicos (OCDE, BCE, Comisión Europea, Banco de España) han planteado la necesidad de fomentar el ahorro privado a través de los Planes de Pensiones, como por ejemplo los de empresa, con notable éxito en otros países como los sistemas de «autoenrolment» y, en todo caso, concienciar a los actuales trabajadores de que deberán asumir una mayor responsabilidad en la planificación de su futura jubilación mediante el ahorro voluntario.

---

\* José Luis Manrique. Director de Estudios y Estadísticas. INVERCO.



En este sentido, se expone en el segundo punto del artículo una alternativa de Planes de Pensiones desde el segundo pilar (empresas) cofinanciada a partes iguales por empresarios y trabajadores, que proporcionaría varios puntos adicionales de tasa de sustitución para la pensión de jubilación.

### **1. El sistema público de pensiones en España**

El gran reto al que se enfrentan las economías mundiales en las próximas décadas deriva de la presión que el envejecimiento de la población ejercerá sobre las finanzas públicas, y que pone en entredicho la sostenibilidad de sus sistemas de pensiones.

El impacto del factor demográfico sobre las pensiones públicas dependerá en gran medida de las características de cada sistema, así como de las reformas que cada país haya implementado en sus modelos de pensiones, para atemperar dicho impacto y garantizar su sostenibilidad.

En España, el sistema público de pensiones funciona como un sistema de reparto, en el que las pensiones públicas se financian con las aportaciones (cotizaciones) de la población activa. Los cotizantes/trabajadores adquieren con ello el derecho a recibir una prestación en el momento de su jubilación. Dicha prestación es contributiva y definida, ya que bajo ciertas condiciones, va a depender del número de años cotizados y de la base a la que cotizó, y tiene carácter indefinido, permaneciendo el derecho a la prestación desde el acaecimiento de la contingencia prevista (jubilación, viudedad, incapacidad) hasta el fallecimiento, independientemente del número de años transcurridos. Ello genera un desequilibrio actuarial en las prestaciones, ya que en general, el sistema proporciona pensiones superiores a las que corresponderían a cada individuo teniendo en cuenta las contribuciones realizadas.

Aparte de este tipo de prestaciones, existen otras financiadas directamente con impuestos (pensiones no contributivas), que se reconocen a quienes carecen de recursos suficientes y no alcanzan la cotización previa necesaria para obtener pensiones contributivas.

### **2. Pilar de capitalización: complemento necesario**

Ante este panorama, la generación de ingresos complementarios al sistema público va a ser imprescindible para mantener e incrementar en el futuro los niveles de renta disponible y consumo de la población española.





### 3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?

El sistema de pensiones español se articula, de la forma siguiente:

- a) Un primer pilar (la Seguridad Social) de carácter público, obligatorio y de reparto.
- b) Un segundo pilar, constituido en el ámbito empresarial a través de Planes de Pensiones de Empleo y PPSEs, de carácter voluntario, que se nutre de las contribuciones empresariales, y en su caso, de los trabajadores, y basado en la capitalización individual.
- c) Un tercer pilar, voluntario y de capitalización individual, que se configura a través de las aportaciones voluntarias de las personas a Planes de Pensiones Individuales o PPAs.

En la actualidad en España, el sistema público aporta casi el 100% de la pensión de jubilación.

Se hace necesario por tanto, el establecimiento de un segundo y/o tercer pilar de capitalización (obligatorio y/o voluntario) que aporte ahorro adicional para la vejez y que compense la caída de poder adquisitivo de las pensiones del sistema de reparto.

Se exponen a continuación las razones por las que la previsión social complementaria no ha funcionado en España como en otros países de nuestro entorno.

#### **2.1. Fondos y Planes de Pensiones: razones de su escaso desarrollo**

El patrimonio de los Planes de Pensiones en España representa sólo el 9% del PIB, frente al 37,4% en los países de la OCDE, y el sistema de empleo cubre apenas el 12% de los empleados y trabajadores, incluyendo a los del sector público. Las principales razones que actúan como causantes del escaso nivel de desarrollo de los Planes de Pensiones en España son las siguientes:

##### **a. La elevada tasa de sustitución del sistema público**

La elevada tasa de sustitución del sistema público, si bien ha sido un logro de nuestro sistema, ha impedido que se desarrollase en España una cultura de ahorro para jubilación, pues los trabajadores no han percibido la necesidad de complementar su futura pensión con ingresos procedentes de su ahorro a través de sistemas complementarios.



**CUADRO 1.**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA BRUTA DE SUSTITUCIÓN**  
**DEL SISTEMA PÚBLICO**

	Variación (2016-2070)	2016	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060	2065	2070
ESPAÑA	-33,7	78,7	71,8	63	57,8	55,7	53,8	51,3	49,2	47,5	46,4	45,8	45
GRECIA	-14,7	68,4	66,5	62,1	61,6	61,5	59,2	58,7	56,2	53,3	53,8	52,3	53,7
ITALIA	-14,6	64,4	65,5	59,5	57,8	52,9	49,5	46,4	45,2	46,1	48,6	48,1	49,8
PORTUGAL	-12,4	68,3	69,3	77,3	76	71,4	66	62,3	58,6	56,3	55,7	55,1	55,9
SUECIA	-10,3	32,6	32,6	30,7	29,2	26,5	24,8	22,8	23,8	23,3	22,3	22,3	22,3
FRANCIA	-9,9	45,4	52,8	50,1	48,5	44,2	47,9	41,1	40,1	37,9	37,6	38,6	35,6
LUXEMBURGO	-9,9	72,9	66,2	60,4	61,3	63,7	64,3	62,9	61,8	62,6	63,6	63,4	63
ALEMANIA	-4,6	37,8	38,2	37,4	36,5	35,4	34,9	34,8	34,5	34,2	33,9	33,4	33,2
BELGICA	-3,1	40,2	40,5	40,7	42,3	41,2	40,2	39,9	39,1	38,8	37,8	37,6	37,1
IRLANDA	-2,1	36,6	34,3	34,5	34,7	34,9	34,8	34,6	34,4	34,3	34,4	34,4	34,4
AUSTRIA	-1,9	44,4	42,7	49,7	52,2	50,5	48,5	47,5	45,7	45,3	44	43,1	42,5
DINAMARCA	-0,2	27,2	27,9	28,1	28	27,9	27,7	27,6	27,4	27,5	27,3	27,2	27,1
FINLANDIA	0,7	41,3	40,5	41,5	39,2	38,5	38,4	39,8	41,7	41,5	41,9	42,5	42
Unión Europea	-7	45,1	46,3	44,6	43,5	41,7	40,5	39,2	38,6	38,2	38,3	38,1	38,1
Zona euro	-6,5	45,6	47,2	45,8	44,7	43	41,7	40,3	39,3	38,8	39,1	38,8	39

Fuente: «The 2018 Ageing Report» (Comisión Europea).

La tasa de sustitución en España se encuentra en torno al 80%, íntegramente cubierta por el sistema público, siendo la tasa más alta de los países de la OCDE. La media de los países de la OCDE es de un 41%, y ligeramente superior para la media de la zona euro.

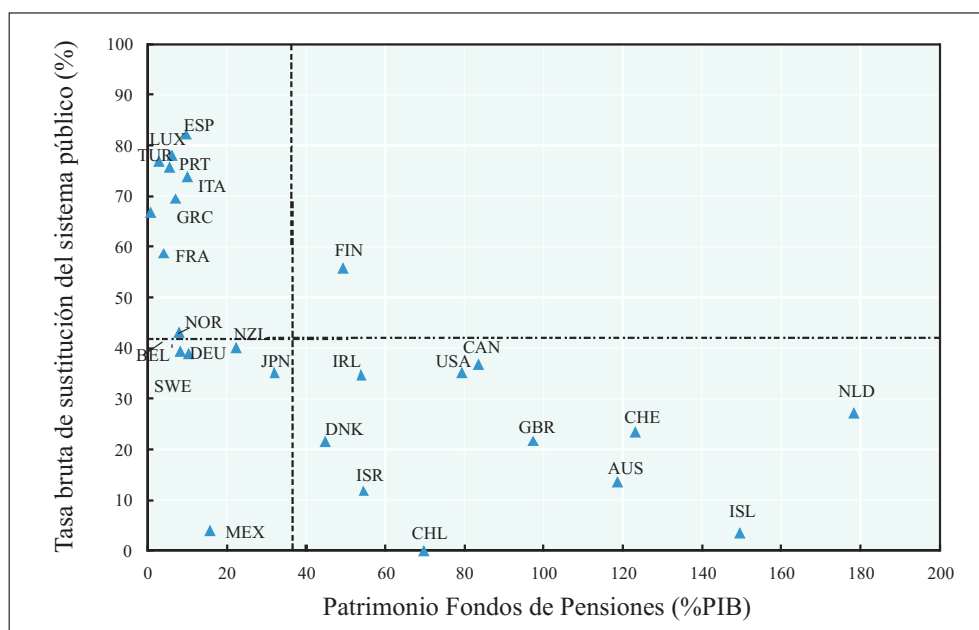
No obstante, si bien la tasa de sustitución pública de los principales países de Europa es inferior a la española, todos ellos la incrementan sustancialmente con las aportaciones a sistemas privados complementarios, aliviando así la presión sobre las finanzas públicas.

En el Gráfico 1, se observa que existe una considerable correlación inversa entre la tasa de sustitución del sistema público y el volumen de patrimonio de los Fondos de Pensiones sobre el PIB. En el caso de España, las cifras lo corroboran, al ser la tasa de sustitución de las mayores del mundo, y el volumen de patrimonio de los Fondos de Pensiones de los más bajos (apenas el 10% del PIB).



### 3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?

**GRÁFICO 1.**  
**TASA BRUTA DE SUSTITUCIÓN DEL SISTEMA PÚBLICO VS. % PATRIMONIO FONDOS DE PENSIONES SOBRE PIB**



#### b. Estructura del ahorro centrada en el sector inmobiliario

La propensión histórica de los hogares españoles a la tenencia de la vivienda habitual en régimen de propiedad, ha originado una estructura de ahorro de las familias españolas muy concentrada en el sector inmobiliario, y que ha incidido de forma relevante en las pautas de ahorro e inversión durante estos últimos años, ya que la compra de activos inmobiliarios requiere un nivel importante de financiación ajena a largo plazo.

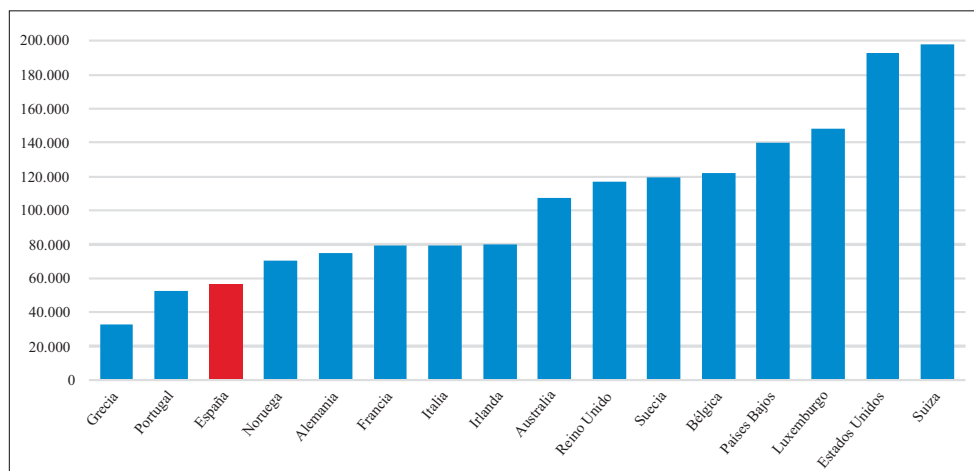
Este comportamiento ha generado por una parte un elevado nivel de endeudamiento de los hogares españoles, y por otra una sustracción de recursos para adquisición de activos financieros (entre los que se encuentran los Planes de Pensiones).

Mientras que en países como EE.UU. más del 70% del total de los activos de los hogares son financieros, en España casi las tres cuartas partes del total de los activos de los hogares son no financieros (principalmente inmobiliarios). Según datos de la OCDE, la



mayoría de los países más desarrollados presentan un volumen de activos financieros per cápita muy superiores al de las familias españolas.

**GRÁFICO 2.**  
**ACTIVOS FINANCIEROS PER CÁPITA EN EUROS**



**Fuente:** INVERCO, con datos OCDE.

En particular, las familias europeas destinan el 38% de su ahorro financiero a Fondos de Pensiones y seguros, frente a sólo el 16% las familias españolas.

### c. Insuficiente información sobre la pensión pública

La reducida información disponible en España sobre la cobertura de pensión del sistema público de pensiones, dificulta la correcta planificación de la jubilación, lastrando el recurso a instrumentos de ahorro finalista como los Planes de Pensiones.

Aunque en 2011 se aprobó una Ley que obligaba a la Seguridad Social a informar a cada trabajador anualmente sobre su pensión pública estimada, nunca ha llegado a materializarse. Frente a esto, el envío de esta información es una práctica que se lleva a cabo en 10 países europeos: Alemania, Suecia, Austria, Reino Unido, Finlandia, Francia, Italia, Croacia, Irlanda y Portugal, con periodicidad anual en casi todos los casos.



### **3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?**

También varía la edad a la que se comienza a recibir esta información. España incluyó en su proyecto un sistema de tramos en el que en 2014 se enviaría esta información a los mayores de 50 años, en 2015 a los mayores de 40 y en 2016 a todos los ciudadanos con 5 años cotizados. En Europa hay diferentes fórmulas. Así, Alemania o Reino Unido establecen la edad para ser informado en 27 años, si se llevan 5 años cotizados; Finlandia en los 18 años de edad o Francia en los 35. Suecia, por su parte, no establece una edad concreta, sino que sus ciudadanos pasan a recibir esta información desde su primera cotización.

En cuanto al contenido de la comunicación, además de la estimación de la pensión a recibir, en la mayoría de países se informa al receptor sobre cómo funciona el sistema de pensiones de su país. En caso de Reino Unido, incluye incluso las previsiones de sostenibilidad del mismo.

#### **d. Desequilibrio en el diseño de incentivos fiscales frente a otros países**

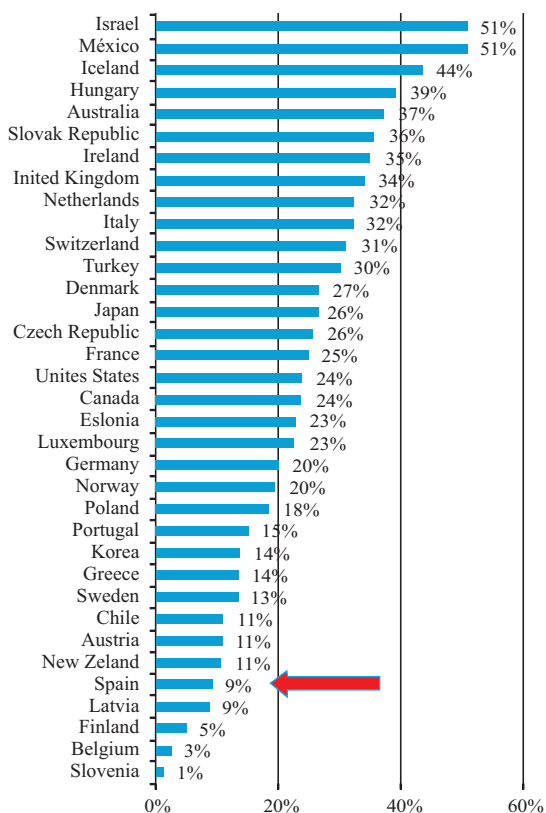
La OCDE («Pensions Outlook», 2016) destaca la necesidad de mejorar del diseño de incentivos fiscales para el ahorro destinado a la jubilación, particularmente para Planes de Pensiones, ya que una estructura apropiada de incentivos fiscales es un mecanismo eficiente para estimular la participación e incrementar las aportaciones.

En este sentido, la OCDE ha elaborado una comparativa en los diferentes países entre los incentivos fiscales de los Planes de Pensiones respecto a una cuenta de ahorro, simulando las mismas aportaciones a ambos instrumentos durante toda la vida laboral de un trabajador con ingresos medios, y pasando a valor presente los activos acumulados al final de la vida laboral.

El resultado es que los incentivos fiscales al ahorro en Planes de Pensiones en España comparados con una cuenta de ahorro son de los más bajos de la OCDE y apenas alcanzan el 9%, frente al 30% de media. Algunos de los países con los sistemas de Planes de Pensiones más desarrollados, como Canadá, Dinamarca, Países Bajos, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, facilitan ventajas fiscales para sus partícipes entre el 24% y el 34%, frente a apenas el 9% en España.



**CUADRO 2.**  
**INCENTIVOS FISCALES DE LOS PLANES DE PENSIONES**



Fuente: ODCE\_Pensiones Outlook 2016.

#### e. Escaso desarrollo del sistema de empleo

Frente a lo que ocurre en la mayoría de países de nuestro entorno, el sistema de empleo aporta un número de partícipes muy inferior al del sistema de capitalización voluntario (sistema individual). Ello se ha debido, fundamentalmente, a que las organizaciones empresariales y sindicales, no han considerado prioritaria la inclusión de nuevos compromisos de pensiones en los convenios colectivos, situación acentuada por la crisis económica iniciada el año 2008, cuyos efectos aún perduran.



### **3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?**

El esquema de los Planes de Pensiones de empleo se ha mantenido inalterado en sus elementos esenciales desde la aprobación de la Ley de 1987, lo que origina que este sistema tan sólo cubra a un 11% de la población laboral (8,0% si se excluye a los empleados públicos), y se concentran casi exclusivamente en grandes empresas que ya disponían de algún compromiso de esta naturaleza antes de la Ley de 1987 a las que, por Ley, se les ha obligado a exteriorizar dichos compromisos.

En todo caso, el balance en cuanto a creación de nuevos compromisos de pensiones del sistema de empleo es prácticamente nulo, en especial en lo que se refiere al colectivo de PYMES, que son las que ocupan en España a la mayoría de trabajadores

#### ***2.2. Sistema de capitalización privado como complemento***

Por las razones apuntadas anteriormente, el desarrollo de los Planes de Pensiones en España va a exigir consolidar un cambio de actitud ante el ahorro para la jubilación acompañándolo de medidas que incentiven las aportaciones a sistemas privados de capitalización, tanto mejorando la información sobre su pensión pública como introduciendo mayores incentivos fiscales.

Con el objetivo de fomentar los Planes de Pensiones del sistema de empleo, podría adoptarse un sistema de inclusión automática de los trabajadores en un Plan de Pensiones de empresa, similar al introducido en varios países, del cual sería posible desligarse si así lo deseara el trabajador.

En este apartado se muestran los resultados de una propuesta de Instauración de un nuevo esquema de capitalización, formulada desde la Fundación INVERCO<sup>1</sup> mediante sistemas de «Soft Compulsion» o autoadhesión, que permita complementar la pensión del sistema de reparto, en línea con las emprendidas con éxito en otros países de la OCDE, que mejoraría la sostenibilidad financiera del sistema y aseguraría un nivel de pensión adecuado en el largo plazo.

Si bien los resultados de las simulaciones deben tomarse con reservas debido a la incertidumbre respecto a los escenarios demográficos y económicos que plantean, sus con-

---

<sup>1</sup> Las características del modelo de proyección propuesto, así como las hipótesis empleadas se describen con detalle en el documento de la Fundación INVERCO: «Sistemas de pensiones, seguridad social y sistemas complementarios: medidas para impulsar los planes de pensiones. 2017».



clusiones resultan muy reveladoras respecto a la posible evolución del balance de ingresos y gastos de la seguridad social y la tasa de sustitución para un individuo medio, y por lo tanto, respecto a la utilidad de las medidas que plantea.

### 2.2.1. Efecto de la reforma de 2011

A partir de la última reforma del sistema de pensiones en España (Ley 27/2011), se establecieron un conjunto de medidas que pretendían mejorar la sostenibilidad financiera del actual sistema de reparto. Se incrementó progresivamente de 15 a 25 el número de años computables en el cálculo de la pensión, exigiéndose 37 años cotizados para alcanzar el 100% de la base reguladora. Otras importantes medidas consistieron en aumentar gradualmente la edad legal de jubilación hasta los 67 años, con la posibilidad de jubilarse a los 65 años con el 100% de la base reguladora, cuando se acreditara un periodo de cotización que iría aumentando hasta los 38,5 años.

El conjunto de estas políticas van encaminadas principalmente a restablecer el equilibrio actuarial del sistema de reparto, vinculando las prestaciones recibidas a las aportaciones realizadas, retrasando la edad de jubilación efectiva (y por tanto, reduciendo el tiempo de percepción de la prestación) y tomando en cuenta un mayor periodo de aportaciones en el cómputo de la pensión.

Las valoraciones generales que se han hecho sobre estas medidas han sido generalmente positivas, aunque no suficientes para alcanzar la sostenibilidad financiera del sistema.

Incorporando estas reformas, y con el escenario macroeconómico sugerido por el modelo (inflación del 2% tendencial y una tasa de crecimiento de la productividad total de los factores de 1 punto porcentual anual), similar al considerado como base en las proyecciones de la Comisión Europea (2015), la evolución de la ratio entre cotizantes y pensionistas a largo plazo se podría mantener en torno a 2 (mínimo necesario en los sistemas de reparto para asegurar la sostenibilidad) hasta 2030. A partir de entonces, el aumento de las pensiones de viudedad y de jubilación principalmente harían reducir dicha ratio hasta 0,7, es decir, que por cada pensionista (incluye todas las contingencias) habría 0,7 cotizantes financiando la prestación (Gráfico 3).

El balance del sistema como la diferencia de los ingresos y los gastos, muestra también un importante desequilibrio creciente en el tiempo. La disminución de la ratio de cotizantes y pensionistas impulsa un deterioro del balance muy importante, alcanzando un máximo del 8,9% en 2050, para luego moderarse un poco hasta el 4,5% en 2075. En

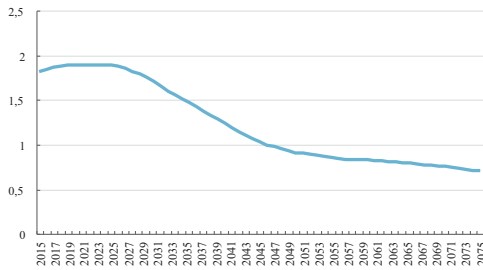




### 3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?

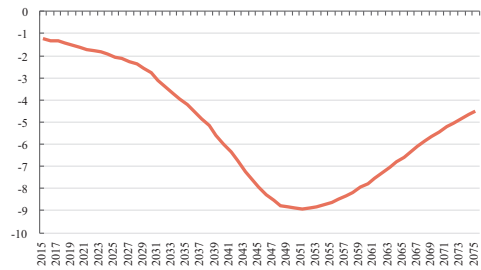
cualquier caso, los sucesivos déficits en los que incurriría el sistema de pensiones incrementarían la deuda de la Seguridad Social hasta el 186% en 2075.

**GRÁFICO 3.**  
**RATIO TOTAL DE COTIZANTES/  
TOTAL PENSIONES**



Fuente: Fundación INVERCO.

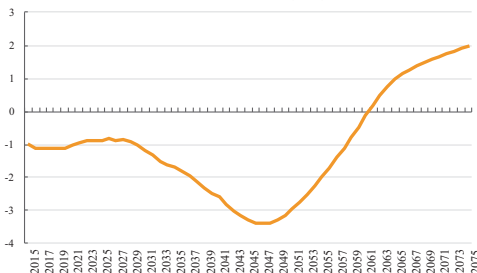
**GRÁFICO 4.**  
**BALANCE DEL SISTEMA EN  
PORCENTAJE DEL PIB (%)**



Fuente: Fundación INVERCO.

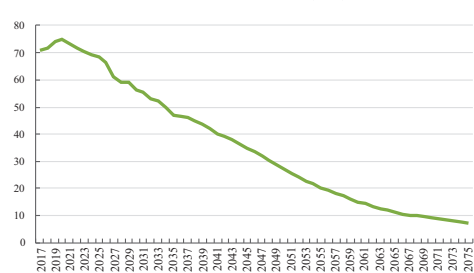
La introducción de los mecanismos automáticos de ajuste aprobados por la reforma de 2013 (factor de sostenibilidad e índice de revalorización de las pensiones), mejorarían la sostenibilidad financiera del sistema. Si bien se ha aplazado su aplicación, se incorporan al modelo, para ilustrar los efectos que tendrían en el balance de ingresos y gastos de la Seguridad Social.

**GRÁFICO 5.**  
**BALANCE DEL SISTEMA  
EN PORCENTAJE  
DEL PIB (%)**



Fuente: Fundación INVERCO.

**GRÁFICO 6.**  
**TASA DE SUSTITUCIÓN MEDIA  
DEL SISTEMA PENSIÓN DE  
JUBILACIÓN (%)**



Fuente: Fundación INVERCO.



Esta mejora de la sostenibilidad financiera del sistema de pensiones tiene un efecto importante: la disminución de la tasa de sustitución del sistema, es decir, una reducción de las prestaciones. En el Gráfico 6 se muestra la proyección de la tasa de sustitución con respecto al salario medio de las nuevas altas. Como se puede observar, a partir del año 2020, la tasa de sustitución de las nuevas altas cae de forma tendencial bajando del 75% en 2020 al entorno del 40% en 2040.

### 2.2.2. Propuesta: sistema de capitalización por adscripción por defecto

Por lo tanto, los efectos de la aplicación de la Ley 23/2013 favorecerían un acercamiento a la sostenibilidad financiera del sistema, pero con el coste en términos de suficiencia de las pensiones de bajar notablemente la tasa de sustitución, especialmente en aquellas pensiones que paulatinamente alcanzan la pensión máxima del sistema.

Para compensar esta pérdida de renta relativa por parte de los futuros pensionistas, se propone instaurar un pilar de capitalización de adscripción por defecto que permita acumular ahorro adicional para el momento de la jubilación. Este fondo de pensiones individual podría estar capitalizado con dos puntos de cotización por parte del empresario, y otros dos puntos por parte del trabajador. Los dos puntos de cotización de la parte empresarial se reducirían del tipo de cotización ordinario de la Seguridad Social para que los costes laborales no se incrementen y no suponga un desincentivo a la contratación de trabajadores.

La reducción de dos puntos del tipo de cotización empeoraría el balance financiero de la Seguridad Social, pero proporcionaría recursos adicionales para completar la pensión actual con la instauración de un pilar de capitalización complementario.

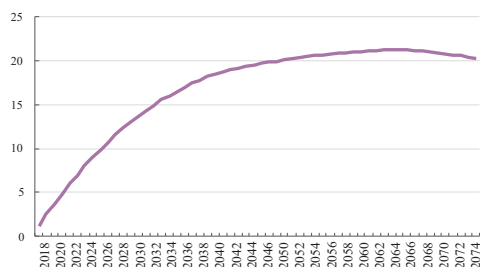
Si bien el balance del sistema empeoraría ante la medida propuesta debido a la menor aportación por cotizaciones, la aportación de los 4 puntos de la base de cotización (dos el empresario y dos el trabajador) permitiría acumular unos saldos en las cuentas individuales que son crecientes en función de que las cohortes de población permanezcan más tiempo en el mercado de trabajo cotizando.

Con las estimaciones del modelo propuesto por la Fundación INVERCO, los fondos acumulados nominales podrían superar el 20% del PIB en el escenario económico propuesto.



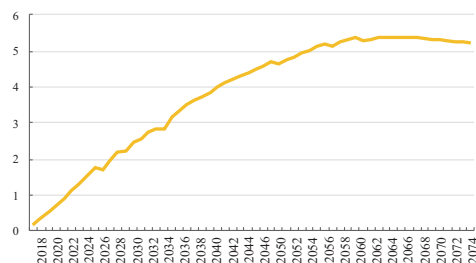
### 3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?

**GRÁFICO 7.**  
**FONDO ACUMULADO DEL PILAR DE CAPITALIZACIÓN EN % PIB**



Fuente: Fundación INVERCO.

**GRÁFICO 8.**  
**TASA DE SUSTITUCIÓN ADICIONAL DEL PILAR DE CAPITALIZACIÓN (%)**



Fuente: Fundación INVERCO.

Pasando los fondos acumulados en el sistema de capitalización a renta vitalicia para poder compararlos, la tasa de sustitución de dichas rentas iría creciendo a medida que las distintas cohortes de población que se jubilen lo hicieran con carreras de cotización más largas en el pilar de capitalización, hasta alcanzar cinco puntos porcentuales, que se añadirían a los percibidos por el sistema público de reparto.

#### 2.2.3. Experiencia internacional: Reino Unido

Este modelo de sistema privado de capitalización en empresas planteado ha sido implantado recientemente con éxito en Reino Unido («*automatic enrolment*»).

El sistema «*automatic enrolment*» es un plan de afiliación automática a planes de pensiones de empresa, al que están obligados a contribuir tanto el empleador como el trabajador. Desde 2012, los empleadores están obligados a inscribir a un plan de pensiones a todos sus empleados mayores de 22 años que ganen más de 10.000 libras al año. Si el salario es inferior, los trabajadores pueden solicitar la adscripción y recibir la aportación del empleador.

Los empleados tienen la opción de salirse del plan voluntariamente durante el primer mes desde la inscripción y, cada tres años, el empleador debe recordarles su opción de acceder (re-enrolment).

La incorporación se llevó a cabo mediante un calendario gradual, de modo que los primeros en incorporarse fueron las empresas con más de 250 empleados (octubre 2012), y finalizando el proceso en 2018.



También las aportaciones a realizar siguen un calendario gradual creciente que llega hasta el 8% del salario en abril de 2019 (3% empleador, 4% empleado y 1% el gobierno, mediante un crédito fiscal). Hasta abril de 2018 las contribuciones del empleador y del empleado se situaron en el 1% y 1% respectivamente, y pasaron al 2% y 2,5% hasta abril de 2019, y al 3% y 4% a partir de entonces.

En la actualidad, y para un salario medio estimado en 28.000 libras, la aportación pública a la pensión de jubilación sería en torno a 8.300 libras de media anual (29,6% de tasa de sustitución pública) y los planes de empleo de afiliación automática aportarían otras 6.600 libras. El objetivo es alcanzar una tasa de sustitución que permita una pensión de jubilación de 19.000 libras.

Durante estos cinco años y medio, los resultados han sido muy positivos, ya que de los 1,2 millones de empresas en Reino Unido que dan trabajo a 28,9 millones de personas, más de 9,4 millones de trabajadores han sido adscritos a un Plan de Pensiones y sólo el 9% han optado por excluirse voluntariamente del Plan de Pensiones. Aparte de éstos, en Reino Unido 11 millones de trabajadores ya eran partícipes de un Plan.

El incremento en las aportaciones a Planes de Pensiones debido sólo al «automatic enrolment» en empresas ha supuesto en torno a 20.000 millones de libras anuales adicionales.

### 3. Conclusiones

Las proyecciones demográficas para los próximos años sugieren problemas de sostenibilidad del actual sistema de pensiones, incluso en los escenarios macroeconómicos más optimistas.

Las reformas de 2011 y 2013 por una parte mejoran la sostenibilidad del sistema, y por otra, resuelven aunque sólo parcialmente, uno de los problemas que presentan los sistemas de pensiones de reparto y prestación definida, como es el caso español: el desequilibrio actuarial con el que fueron diseñados, ya que proporcionan prestaciones superiores a las que correspondería a cada trabajador en función de las aportaciones realizadas. Una de las medidas que podría acometer el sistema público, en aras a mejorar su contributividad, sería la transición hacia un sistema de cuentas notariales, manteniendo el esquema actual de reparto, pero con una base actuarial. Ello requeriría tomar en cuenta toda la vida laboral para el cálculo de la pensión, incorporar al cálculo de la base reguladora los ajustes necesarios para que la pensión estuviera actuarialmente equilibrada e



### 3. El reto de la cobertura de la vejez. ¿Es capaz el sector privado de ofrecer una alternativa que sea aceptada de manera generalizada?

informar a los ciudadanos del proceso de acumulación de sus derechos de pensión (al estilo del sobre naranja sueco). Este tipo de esquemas de aportación definida funciona con éxito en países como Suecia.

En cualquier caso, y aceptando que se llegaran a aplicar las reformas anteriores, el resultado respecto a la cuantía de la prestación por jubilación sería una disminución, que en el caso español podría alcanzar en 2050, y dependiendo de la estimación, el 30% o 40% del último salario, afectando seriamente al poder adquisitivo de los jubilados.

En este contexto, la única opción válida que se plantea es el ahorro privado, como complemento necesario a la pensión pública. Potenciar los sistemas individuales de capitalización voluntarios exige incentivos fiscales adecuados por parte de las administraciones, y disciplina de ahorro por parte de los ciudadanos, en un país con escasa cultura de ahorro-previsión. Por esta razón, una de las mejores alternativas sería el establecimiento de sistemas cuasi-obligatorios de capitalización en las empresas (Planes de Pensiones de empleo) con esquemas de «Matching Contribution» para incentivar la permanencia en el Plan, que aportaría el complemento necesario a la pensión pública.

#### Referencias

- FUNDACIÓN INVERCO (2017): «Sistemas de pensiones, seguridad social y sistemas complementarios: medidas para impulsar los planes de pensiones».
- EUROPEAN COMMISSION (2018) «The 2018 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2016-2070)».
- OCDE: «Pensions Outlook 2016».
- OCDE: «Pensions at a glance 2017».
- HERNÁNDEZ DE COS P., JIMENO J.F Y RAMOS R. (2017): «El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma». Banco de España.





#### 4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos

### 4. EL SECTOR ASEGURADOR COMO INVERSOR INSTITUCIONAL. TAMAÑO, FORTALEZAS Y RETOS\*

#### Resumen

*El sector asegurador entendido como el proveedor de instrumentos de cobertura frente al riesgo contingente que pueda afectar a la renta presente o futura de los agentes es además uno de los principales inversores institucionales y contribuye al crecimiento y la estabilidad financiera. Su naturaleza le confiere algunas fortalezas que le hacen contribuidor neto de la actividad y la estabilidad financiera, pero esta misma naturaleza puede entrañar retos para su correcto desarrollo y para el desarrollo del sector financiero y real en general. Dada su relevancia y dada la experiencia que siguió a la crisis financiera parece relevante que se participe activamente en el diálogo de política monetaria y macro prudencial global a fin de preservar sus bondades y evitar efectos perversos sobre el sistema.*

#### Tamaño y composición del Sector Asegurador (SA). El caso de España: entre Latam y UEM

El S.A. tiene un tamaño moderado pero relevante dentro del sistema real y financiero, tanto medido en términos del propio ejercicio de su actividad (las primas captadas son parte del consumo de servicios total de la economía) como medido en términos de su capacidad para financiar la inversión.

**El tamaño del negocio asegurador español es relevante.** Medido en términos de primas capta € 60<sup>1</sup> m.M lo que supone aproximadamente el 8% del tamaño del sector asegurador europeo pero más del 40% del sector asegurador latinoamericano. El tamaño del

---

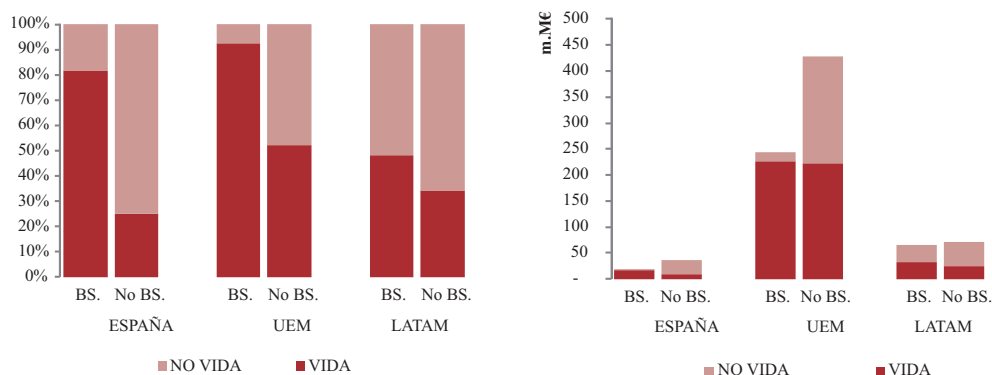
\* Gonzalo de Cadenas Santiago (Director Macroeconomic and Financial Research Department. MAPFRE.

<sup>1</sup> Cifras aproximadas y redondeadas.



negocio total en España equivale aproximadamente a un 6% del PIB, lo que le sitúa entre los 6 principales mercados de Europa y entre 12 los primeros del mundo (datos de *Inverco*).

**FIGURA 1 A & 1B**  
**DISTRIBUCIÓN Y VOLUMEN DE PRIMAS (% DEL NEGOCIO, DCHA. VS. MONTO TOTAL IZQ, DATOS 2016)**



**Fuente:** ICEA, *InsurancEurope* & BSLATAM. (BS es «Bancaseguros» o «canal de distribución bancario».)

**La composición del negocio en España se parece más al de Latam que a la de la UEM** Por negocios: VIDA y NO VIDA el 55% y 45% del negocio respectivamente frente al 60% y 40% de Latam. Algo que contrasta con lo que encontramos en la UEM, donde el negocio VIDA supone más de dos terceras partes de las primas emitidas y el negocio NO VIDA algo menos de la tercera parte.

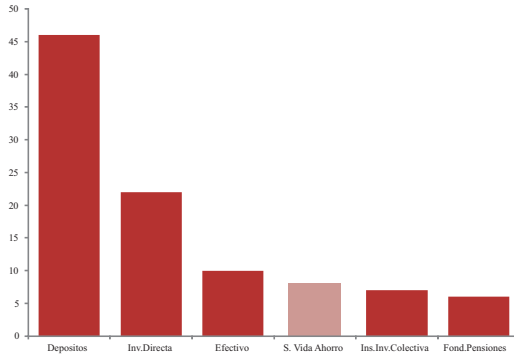
**El uso de los canales de distribución en España, sin embargo, se asemeja más a la UEM que a Latinoamérica**, dado que la captación de primas (especialmente de VIDA) a través del negocio de «*bancaseguros*» es muy superior. Las primas totales captadas por medio del canal bancario suponen en España y en la UEM aproximadamente dos terceras partes de las primas totales, mientras que en Latinoamérica esta proporción es aproximadamente la mitad de las primas totales. La diferencia de penetración del canal de bancaseguros entre la UEM y Latinoamérica se explica por la distribución del seguro VIDA a través de la red comercial bancaria, que al estar más desarrollada en la UEM supone más del doble de lo distribuido por este canal en Latinoamérica (95% UEM, 80% España, y 42% Latam, ver gráfico 1a y 1b).





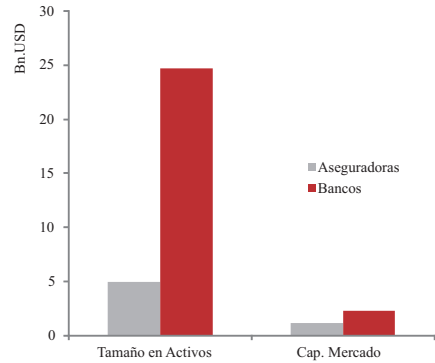
#### 4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos

**FIGURA 2.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL AHORRO FINANCIERO DE ESPAÑA EN 2016**  
**(VALORES EN % PIB)**



Fuente: Inverco.

**FIGURA 3.**  
**TAMAÑO RELATIVO DEL S.A. EN 2016 (TOP 10 BANCOS VS. ASEGURADORAS)**



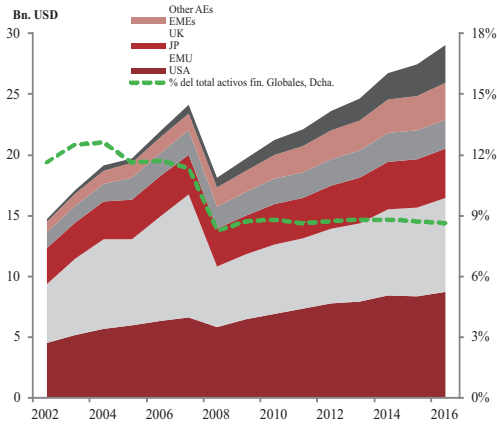
Fuente: Bloomberg.

### Sector Asegurador: inversor institucional y gestor del ahorro

El sector asegurador tiene peso específico en términos de activos gestionados y por lo tanto no puede obliterarse su papel transformador de ahorro en inversión ni su papel financiador de la cuenta corriente en general. El sector asegurador reúne algo menos de la décima parte los activos financieros totales en sistema (USD 30 m.M de un total de USD 340 m.M, en 2016, ver *gráfico 4*) y aproximadamente la quinta parte de los activos que forman el sistema financiero no bancario. Representa más de la sexta parte de los flujos de cartera globales (renta fija y variable, ver *gráfico 5*), lo que le sitúa entre los tres principales inversores institucionales privados junto con los Mutual Funds y Fondos de Pensiones. Resaltando así su papel sobre la inversión y sobre la financiación de la cuenta corriente.

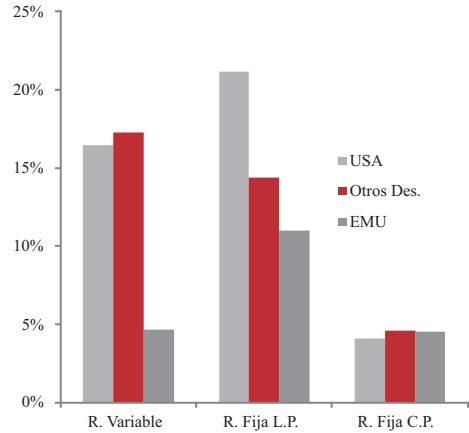


**FIGURA 4.**  
**TAMAÑO GLOBAL DE LOS**  
**ACTIVOS EN EL BALANCE DEL S.A**  
**A FECHA ENTRE 2002 Y 2016**



Fuente: FSB & MAPFRE Economic Research.

**FIGURA 5.**  
**PARTICIPACIÓN DEL S.A. EN FLUJOS**  
**FINANCIEROS GLOBALES (NO**  
**DOMÉSTICOS) PROMEDIO 014-2016**



Fuente: BIS & MAPFRE Economic Research.

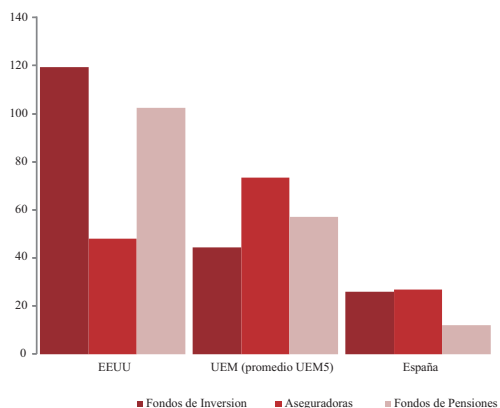
Dicha relevancia del sector como gestor de activos no es homogénea a nivel global. Países como EEUU o UK tienen sectores financieros dominados fundamentalmente por fondos de inversión y fondos de pensiones (120% y 100% del PIB respectivamente vs. 40% del PIB en el caso del sector asegurador de EEUU), mientras que la tónica de la UEM es que el balance del sector asegurador sea visiblemente mayor que en el resto de inversores institucionales. El valor de los activos del sector asegurador en el promedio de los 5 países grandes de la UEM es 75% del PIB<sup>2</sup> mientras que en los fondos de pensiones y de inversión es de 60% y 40% respectivamente (ver gráfico 7).

<sup>2</sup> En el conjunto de la UEM es cercano al 60% del PIB.



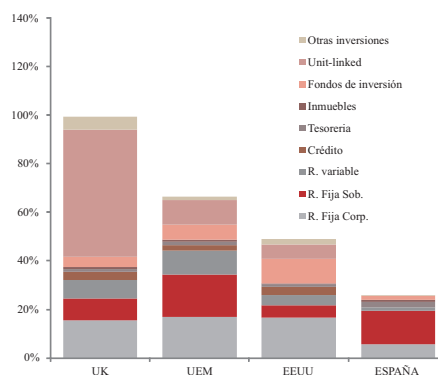
#### 4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos

**FIGURA 6.**  
**ACTIVOS DE INVERSORES**  
**INSTITUCIONALES (% DEL PIB**  
**DE CADA PAÍS A FECHA DIC.2017**



Fuente: OCDE.

**FIGURA 7.**  
**TAMAÑO Y ACTIVOS DE LA**  
**CARTERA ASEGURADORA (EN**  
**% DEL PIB) A FECHA 2016**



Fuente: Mapfre Economic Research.

El caso español (en 2016) es más modesto que el promedio de los grandes países europeos aunque como en estos, el sector asegurador es el principal tenedor de activos (en estos, los activos de aseguradoras representan 27% del PIB, 26% fondos de inversión y 12% los planes de pensiones). Las diferencias de tamaño entre España y países como Alemania, Holanda y Francia estriban exclusivamente en el tamaño del balance del negocio VIDA dado el escaso desarrollo comparativo que este tiene en España frente a su contraparte de la UEM.

El sector asegurador español recoge una décima parte del ahorro financiero nacional, la tercera figura tras los depósitos y la inversión directa<sup>3</sup>. (Gráfico 2).

<sup>3</sup> Aunque en el gráfico 13 figura la cuarta posición, el concepto efectivo es la suma de «efectivo y otros», no es un concepto homogéneo y por eso no lo contabilizamos como tercero.



### Fortalezas del Sector Asegurador:

#### Tamaño relevante y concentración inferior a la banca

A pesar del tamaño no despreciable del sector asegurador, no es posible compararlo ni en volumen ni en concentración con el sector bancario. A fecha de Dic. 2016, el tamaño del balance conjunto de las 10 mayores aseguradoras globales representa un quinto del tamaño de los 10 mayores bancos globales y su capitalización la mitad. Visto de otra manera: el balance de los tres mayores bancos globales acumula la misma cantidad que las diez mayores aseguradoras globales en su balance (grafico 3).

#### Balance Estable

En la estructura del balance por tipo de activo en la mayoría de los países desarrollados prima la renta fija sobre la renta variable (el doble en la mayoría de los casos, ver gráfico 7). La renta fija y variable suma más de dos terceras partes de los activos totales del balance medio global. Reino Unido y crecientemente el resto del mundo sobre pondera los activos en los que el contratante del seguro retiene parte del riesgo (Unit Links, véase gráfico 12).

#### Activos consistentes con el modelo de negocio

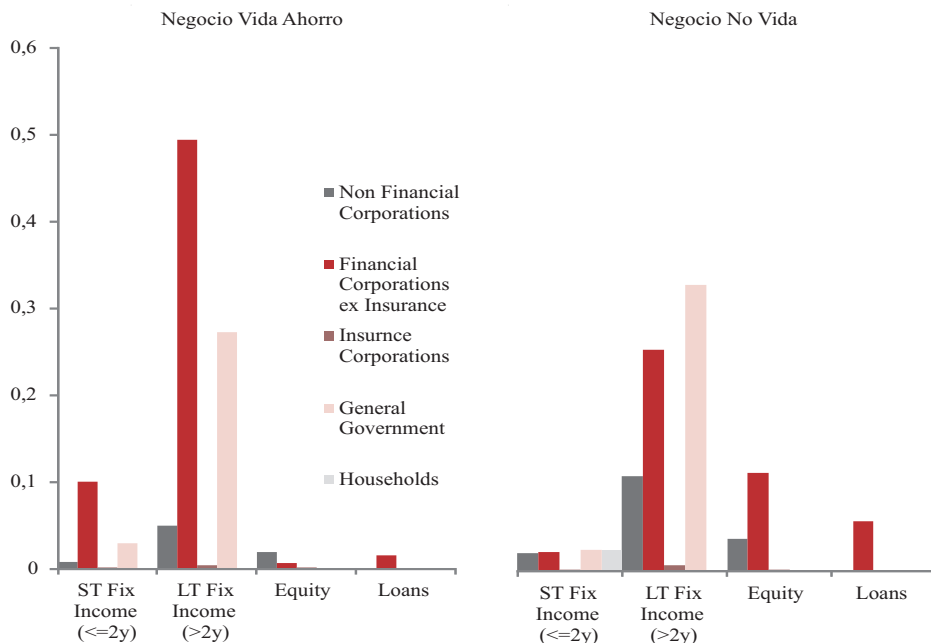
El balance del sector asegurador A fecha de Dic. 2016, resulta llamativo por su sesgo hacia activos relativamente estables dado que el 80% de los activos están considerados de largo plazo y de alta calidad y el 85% de ellos tienen un mandato destinado a países desarrollados. Por negocios, en la UEM el balance del negocio VIDA está representado 80% por renta fija del sector financiero y soberana de largo plazo mientras que este porcentaje es ligeramente inferior al 60% en el negocio NO VIDA (Ver gráfico 8).

**El caso de España** contrasta frente al de EEUU, la UEM y UK por su sobre-ponderación en renta fija soberana (más de la mitad de los activos en balance) casi en su totalidad es doméstica y de largo plazo lo que da una idea del papel financiador del estado que juega el sector asegurador.



#### 4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos

**FIGURA 8.**  
**ACTIVOS EN BALANCE: CONTRAPARTE & TIPO DE ACTIVO (UEM, 2017)**



Fuente: BCE & MAPFRE Economic Research.

La mencionada estabilidad del balance y el sesgo conservador de los activos en los que se traslada el ahorro captado por el sector asegurador responde a la propia naturaleza del negocio que es «*riesgo neutral, inversa en su producción y guiada por su pasivo*». Esto quiere decir que:

- 1) Es un modelo basado en la búsqueda de la **neutralidad del riesgo** dado que la suscripción es de riesgos en su mayoría idiosincráticos y poco correlacionados.
- 2) **Tiene una curva de producción inversa** que limita el riesgo de liquidez puesto que:
  - las primas se cobran antes de la (potencial) materialización del riesgo.
  - El «*rescate masivo*» de pólizas (lo que equivaldría a una retirada masiva de depósitos en la banca minorista<sup>4</sup>) tiene efectos limitados al compartirse su coste entre asegurador y asegurado<sup>5</sup>.

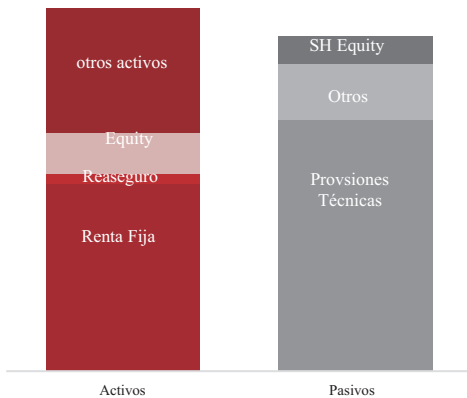
<sup>4</sup> A todos los efectos retirar la prima equivale a deshacer una imposición a plazo fijo bancaria pero en el caso del sector asegurador.

<sup>5</sup> A través de un sistema penalizaciones con apunte sobre el activo y proporcionalmente sobre el pasivo.



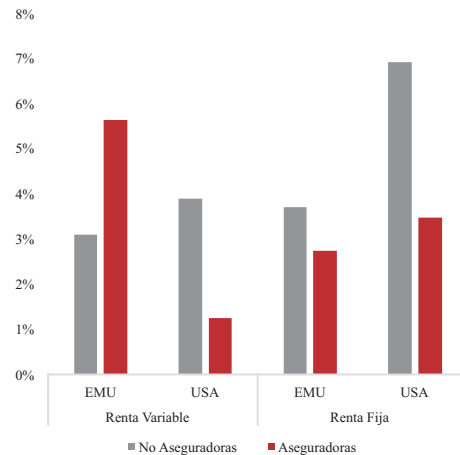
- 3) **Basado en la «gestión del pasivo» («liability driven business model»)** porque precisa garantizar la financiación de los pasivos comprometidos. Lo que condiciona el tamaño, la composición y la estructura del balance como se puede ver en el Grafico 9.
- Las Provisiones Técnicas son el mayor componente del pasivo.
  - Asset / Liability Matching; Duration Matching; Market Risk Matching.
  - Calidad de Activos debe ser elevada.
  - Los Ratios de Solvencia (fondos propios sobre activos ponderados por riesgo) son elevados 160% en el caso del seguro de VIDA y 220% en el seguro NO VIDA<sup>6</sup>.

**FIGURA 9.  
BALANCE SIMPLIFICADO**



Fuente: FSB & MAPFRE Economic Research.

**FIGURA 10.  
VOLATILIDAD DE CARTERA  
INVERSORA POR AGENTES.  
PROMEDIO (2014 -2016)**



Fuente: FMI & MAPFRE.

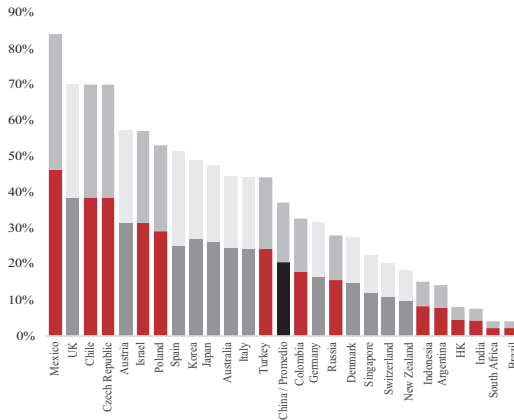
Elementos que le confieren un carácter particular para el desarrollo de sus dos funciones principales: la mitigante del riesgo como **asegurador** de los diferentes sectores económicos y la transformación del ahorro como **inversor institucional**.

<sup>6</sup> Mayor por no disfrutar de tanto margen derivado del encaje de plazos ni el ajuste de valoración por volatilidad como lo hace el seguro VIDA ahorro.



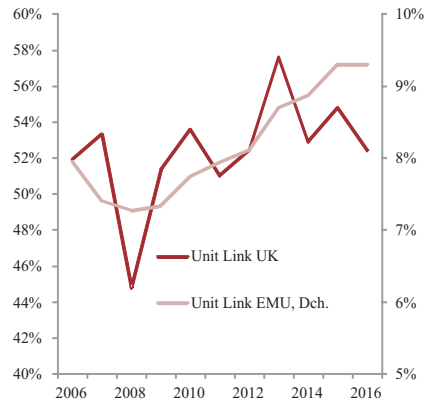
#### 4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos

**FIGURA 11.**  
**FINANCIACIÓN NO BANCARIA COMO**  
**% TOTAL (OSCURO: ORIGINADA EN**  
**SECTOR ASEGURADOR). 2016**



Fuente: FSB & MAPFRE Economic Research.

**FIGURA 12.**  
**UNIT LINKED Y RISK SHARING**  
**2006-2016**



Fuente: European Commission.

**Las funciones como asegurador** son garantes de la estabilidad real y financiera del sistema dado que su actividad tiene las siguientes propiedades:

- 1) Ofrece completitud al balance de los agentes<sup>7</sup> proveyendo estabilidad real y financiera tanto a familias como al resto de los agentes.
- 2) Contribuye a la asignación eficiente del riesgo a través de la diversificación, permitiendo liberar recursos para en el sistema productivo.
- 3) Apoya la estabilidad del sistema financiero a través de la retrocesión y dilución *de riesgos*.
- 4) Presuntamente reduce la *prociclicidad* del sistema gracias a la naturaleza *liability driven* del negocio.

**Las funciones como inversor** (la acumulación y traslación del ahorro hacia la inversión) apoya el crecimiento y la actividad. Esta función es posible gracias a la financiación estable y abundante que da una alineación de plazos positiva y un diferencial en favor del activo mayor que en la banca que permite una liquidez abundante.

<sup>7</sup> En el sentido que la cobertura del seguro genera diferentes posibles activos para afrontar diferentes estados contingentes de la naturaleza.



Los beneficios de esto son sustanciales:

- 1) Mitiga *crowding out* al poner resistencia al incremento de la prima por plazo.
- 2) Produce mayor estabilidad en el sistema, dado que son carteras a vencimiento y no de trading de activos de alta calidad y de largo plazo.
- 3) Financia al Estado con la compra de renta fija y contribuye indirectamente al sistema previsional.
- 4) Participa de manera relevante en la generación de financiación mayorista y en la concesión de crédito directo dado que más de la mitad de la financiación no bancaria se co-genera en el sector asegurador<sup>8</sup> (grafico 9).
  - a. gracias a la intermediación, a las operaciones off balance a la rebaja de costes de financiación, garantías de pago y provisión de liquidez en el mercado de «repos» del interbancario.
  - b. En algunos países (Holanda y Alemania) el sector asegurador es proveedor de crédito hipotecario directo.

### Contribución a la estabilidad financiera

El sector asegurador puede contribuir a la estabilidad financiera tanto a través de su función inversora como aseguradora dado que es el ejercicio de éstas el que genera externalidades positivas que mitigan el riesgo financiero y real del sistema a través de acciones claramente identificadas como son 1) la retrocesión y dilución de riesgos, 2) la contribución a la completitud del balance de los agentes 3) la garantía del desarrollo y continuidad de la actividad productiva y 4) el mitigante de la prociclicidad del sector financiero<sup>9</sup>.

Es decir su naturaleza le hace factor mitigante de varios riesgos como el riesgo de contraparte el de mercado y el de liquidez y a la vez que limita su contribución a la prociclicidad y volatilidad del sistema financiero contribuyendo a limitar cambios abruptos nominales (en los precios relativos<sup>10</sup>) que originen re localizaciones abruptas de activos del sistema con costes sobre el bienestar social.

---

<sup>8</sup> De hecho es una función sistémica clasificada por el FSB (F4).

<sup>9</sup> Gracias a la Inversión a vencimiento (enfocada en el largo plazo y protegida ante riesgos de tipo de interés) conservadora (que prima activos soberanos y corporativos de alta calidad (donde más del 90% son grado de inversión y más del 66% son A-rated o superior) poco susceptible de escenarios abruptos de reducción del riesgo que impliquen cambios en la valoración de activos.

<sup>10</sup> Poco impacto en precio y relocalización de activo. La Geneva Association estima que la elasticidad de las extreme surrenders sobre el precio de los activos se ubica entre -0,1% y -0,7% en el peor de los escenarios,





#### 4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos

##### Retos

El sector asegurador es responsable de la sexta parte de los flujos institucionales de cartera. Representa la décima parte del sector financiero global y la mitad del sector financiero global no bancario. Acumula la sexta parte de los activos de renta fija global y de sus activos de renta fija aproximadamente tres cuartas partes son activos soberanos. Es uno de los mayores inversores del mercado soberano global.

A pesar de las bondades para el crecimiento y la estabilidad financiera derivadas de su naturaleza, el sector asegurador también plantea retos que pueden llegar a tener un considerable impacto sobre el sistema financiero y real. Esto se deriva de tres hechos:

- a) Su considerable tamaño relativo en el mercado financiero, especialmente como tenedor de renta fija.
- b) La elevada sensibilidad a la política monetaria global actual.
- c) La fluidez de canales por los que podría llegar a ser fuente de contagio ante un eventual episodio de estrés financiero.

Estos tres hechos y la mencionada relevancia del sector invitan a reclamar una posición más activa del sector asegurador en el debate de política económica global (en especial monetaria y macro prudencial) y un mayor compromiso del sector como garante de crecimiento y estabilidad del sistema.

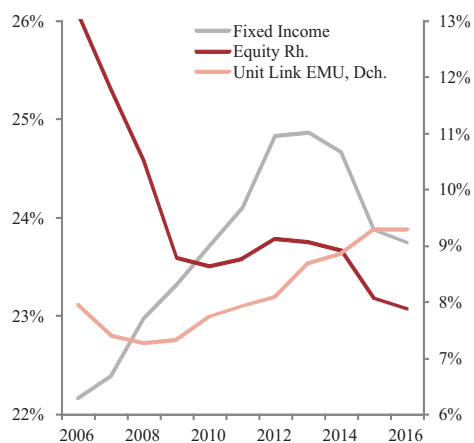
**La relación entre su tamaño y su sensibilidad a la política monetaria queda patente en el desarrollo de los hechos que acontece al sector desde antes de Lehman.** El tamaño actual del balance resulta de un crecimiento acumulado medio (CAGR) cercano al 6% durante los últimos diez años, similar a la media del sistema financiero aunque visiblemente inferior al de los otros dos inversores mayoritarios como las Otras Instituciones Monetarias y Financieras (OMFIs) que crecieron a un ritmo del 9% y como los propios Bancos Centrales del mundo desarrollado quienes durante todo el capítulo de política monetaria heterodoxa y expansión del balance crecieron a un ritmo del 8% CAGR.

---

similar al caso de los fondos de pensiones y varios múltiplos por debajo que los Mutual Funds y Money Market Funds.

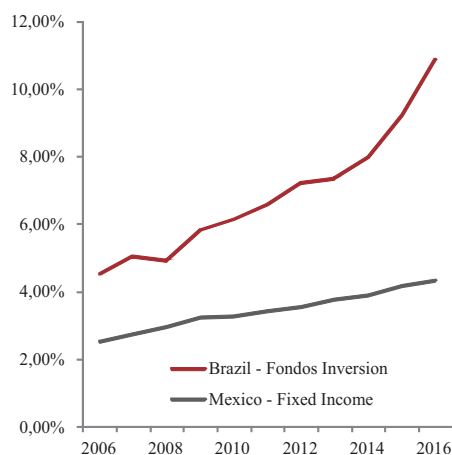


**FIGURA 13.**  
**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL BALANCE ASEGURADOR (EN % DEL PIB)**



Fuente: FSB & MAPFRE Economic Research.

**FIGURA 14.**  
**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL BALANCE ASEGURADOR (EN % DEL PIB) EN EMERGENTES**



Fuente: BIS & MAPFRE Economic Research.

Aunque no ha vivido la exuberancia de los otros dos grandes agentes (OMFIs y BCs), su evolución no ha sido ajena a los acontecimientos financieros globales. La gran recesión trajo una reducción permanente de la participación del sector en el sistema global desde 12% a 9% (grafico 4) no solamente reduciendo el volumen sino alternado también la composición del balance global del sector (en el que posiciones de *equity* se sustituyeron crecientemente con posiciones en renta fija fundamentalmente).

El inicio de la fase *de expansión del balance coordinada* entre la mayoría de los bancos centrales grandes<sup>11</sup> trajo consigo una reducción de las rentabilidades de la renta fija de largo plazo, y con ello una reducción de la posición global en cartera soberana de países desarrollados (UEM y USA especialmente) que paso de 25% del PIB en 2012 a menos del 23% cuatro años después (gráfico 13).

La salida de estas posiciones se orientó hacia nuevos activos bien con mayor perfil de riesgo (tesorería, inmobiliario y crédito fundamentalmente) o bien hacia instru-

<sup>11</sup> Protagonizada y simbólicamente marcada con el «whatever it takes» del BCE cuando se sumaba a a la FED, BoE y BoJ en la compra de activos de renta fija.



#### 4. El sector Asegurador como inversor institucional. Tamaño, fortalezas y retos

mentos en los que el riesgo es compartido entre asegurado y asegurador<sup>12</sup> («*risk sharing*»).

**Es decir, dicha evolución pone de manifiesto el efecto que existe de la política monetaria global sobre el comportamiento del sector asegurador en general** (especialmente en el negocio VIDA) al que las variaciones de precios y el entorno de bajos tipos indujeron a ajustar su modelo de negocio y su naturaleza hasta cierto punto, pasando de un modelo estable y puramente guiado por el pasivo a uno crecientemente basado en mayor asunción y creciente mutualización del riesgo.

#### Hacia delante

Las expectativas son de normalización del balance de los bancos centrales. Que se desharán de activos de renta fija re perfilando la curva de tipos nuevamente e influyendo en las decisiones de inversión de los agentes institucionales como el sector asegurador. De la misma manera que la compra de activos tuvo un efecto sobre el modelo de negocio del sector en el pasado, la política monetaria que viene también lo va a tener ahora. El crecimiento de los tipos a largo es bueno para el sector asegurador en la generación del nuevo negocio pero puede suponer costes para el negocio existente y con efectos asimétricos entre aseguradoras. Para afrontar estos costes existirán estrategias que diluyan su efecto (como pasó cuando el movimiento era el contrario) y algunas de estas pueden conllevar una situación de estrés para el mercado.

Las aseguradoras tienen (como el resto de agentes del sistema financiero) capacidad para trasladar el estrés financiero. Esto puede derivarse de la alteración de la propia actividad aseguradora en una situación de mala administración del riesgo y negocio ajeno a su naturaleza (AIG pre Lehman, por ejemplo) o canalizando su propio estrés financiero a través del precio de los activos en su balance (como los «*knock on effects*» en los balances bancarios), a través del canal de liquidez (vía «*extreme surrenders*» que equivalen a las corridas bancarias) y/o a través del canal de la confianza.

Dado que la historia reciente nos ha mostrado la disposición del Estado para asumir y mutualizar las pérdidas y los pasivos del sistema financiero (y no solamente del banca-

---

<sup>12</sup> Emulando a Reino Unido en donde los productos Unit Link representan más de la mitad de los activos de las aseguradoras. En la UEM la proporción de estos productos en cartera pasó de 7% a más del 9% del PIB durante la década posterior a Lehman.



## **Retos financieros pendientes de la economía española**

rio) es aconsejable que el sector asegurador tome partido del dialogo de política monetaria y macro prudencial actual que en definitiva determinará su naturaleza y la efectividad de sus fortalezas como contribuidor a la estabilidad del sistema financiero, al crecimiento económico y bienestar social.



## 5. Incentivos fiscales a la inversión institucional orientada a la pequeña y mediana empresa

### 5. INCENTIVOS FISCALES A LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL ORIENTADA A LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA\*

#### I. La alternativa de la inversión indirecta

La inversión en el mercado de valores en régimen colectivo, también llamada *inversión indirecta*, es la gran alternativa para que los ciudadanos canalicen su ahorro hacia la renta variable. Frente a la inversión directa, en la que el ahorrador se convierte en propietario de activos financieros, en la inversión indirecta el ahorrador adquiere los productos de inversión con la mediación de un tercero que gestiona el capital, sea una gestión activa o una gestión pasiva o indexada. La inversión indirecta o colectiva representa un instrumento fundamental para administrar el ahorro de los inversores privados al constituir una vía especialmente apta para facilitar la participación del pequeño ahorrador en el mercado de capitales. Además, para ese pequeño ahorrador la inversión colectiva cuenta con innegables ventajas añadidas. Así, mejora la liquidez, permite una gestión más profesionalizada de las inversiones y reduce los riesgos.

Como es sabido, la inversión colectiva se articula en la Unión Europea en torno a los denominados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios y, en España, tiene lugar a través de Instituciones de Inversión Colectiva<sup>1</sup>, reguladas con carácter general, en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva.

La importancia que en los últimos años ha adquirido la inversión colectiva en España se pone de manifiesto por el creciente volumen de activos que tales instituciones vienen manejando. En datos suministrados por INVERCO, dicho volumen se incrementó en 2017 en un 17,7 %, situándose en 463.886 millones de euros, con unos 262.847 millo-

---

\* César García Novoa. Catedrático de Derecho Financiero y Tributario. Universidad de Santiago de Compostela.

<sup>1</sup> BEL FENELLÓS, L., «Tributación derivada de la inversión en instituciones de inversión colectiva», *Hacienda Pública Española*, Instituto de Estudios Fiscales, nº 3, 2011, pág. 1.



nes de patrimonio para los fondos de inversión, que superaron la mejor marca histórica alcanzada en mayo de 2007<sup>2</sup>. Y, en la misma línea, se señala que las instituciones de inversión colectiva han mantenido durante el año 2017 su condición de activo de referencia para los ahorradores, experimentando suscripciones netas positivas de casi 118.000 millones de euros, y un volumen estimado de traspasos que ascendería en 2017 a 71.610 millones de euros (un 62% superior a los realizados durante 2016)<sup>3</sup>.

Por eso resulta importante plantearse el régimen fiscal de la inversión indirecta<sup>4</sup>. La forma habitual de obtener rentabilidad para los partícipes en estas instituciones de inversión es la transmisión o reembolso de las acciones o participaciones, que dará lugar a ganancias o pérdidas patrimoniales en el IRPF por la diferencia entre el valor de adquisición más, en su caso, gastos y comisiones, y su valor de transmisión. Salvo que lo obtenido por la enajenación o reembolso se reinvierta en el propio fondo. En este último caso, estamos ante una importante ventaja fiscal para el ahorrador individual, vigente desde el 1 de enero de 2003, consistente en la posibilidad de cambiar de institución, enajenando participaciones de una entidad y reinvertiendo en otras, sin tributación. Así, se ha venido asumiendo la ventaja de la ausencia del llamado *peaje fiscal* desde que el Informe para la Reforma del IRPF de 3 de abril de 2002 aconsejó la eliminación de tal peaje. Para la Comisión que elaboró este Informe «desde un punto de vista puramente tributario, lo que interesa es el mantenimiento del ahorro durante un periodo determinado y no necesariamente la permanencia de ese ahorro en un cierto tipo de colocación»<sup>5</sup>. Por lo demás, la

---

<sup>2</sup> INVERCO, como resultado del notable cambio de perfil de inversión del partícipe durante los últimos años, se observa una modificación sustancial de la composición de las carteras de los Fondos de Inversión en este período. La renta variable directa ya es superior al 14% del total del patrimonio, y la exposición total a acciones (incluyendo la exposición indirecta a través de IIC) supera ya el 25% del total de los activos. *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*, Informe 2017 y perspectivas 2018, 13 de febrero de 2018, pág. 2.

<sup>3</sup> Además, INVERCO, *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*, Informe 2017 y perspectivas 2018, 13 de febrero de 2018, pág. 2.

<sup>4</sup> La Ley introducía un régimen muy pormenorizado para la inversión indirecta en mercado de valores, a través de entidades de inversión colectiva, modificando para ello los entonces vigentes artículos 77 y 78 del título VIII de la Ley 40/1998.

<sup>5</sup> Sólo disfruta de este régimen de diferimiento la parte de ganancia patrimonial correspondiente al importe reinvertido, de manera que no gozará de esta ventaja fiscal la parte del importe obtenido en la transmisión o reembolso que no se haya reinvertido por resultar insuficiente para cubrir el coste de una nueva acción o participación cuya adquisición o suscripción tiene que ser entera (Consulta de la DGT de 10 de septiembre de 2003). Aunque puede aplicarse a la transmisión o reembolso de acciones cuya adquisición originaria se hubiera realizado directamente por el contribuyente en el extranjero, sin intervención de entidad comercializadora. Y, se excluirá este régimen privilegiado, siempre y cuando se ponga a disposición por cualquier medio el importe derivado del reembolso o transmisión de las acciones o participaciones, como ha reconocido la DGT en Consulta de 5 de septiembre de 2003. Sin embargo, su origen es mucho más espurio. Pero esta medida



## 5. Incentivos fiscales a la inversión institucional orientada a la pequeña y mediana empresa

distribución de resultados a través de estos instrumentos tiene la condición de rendimiento de capital mobiliario (artículo 25, 1 a) de la Ley 35/2006, del IRPF).

Sin embargo, creemos oportuno plantear, como se ha hecho en otros países, la posibilidad de una inversión indirecta orientada a mejorar la financiación de la pequeña y mediana empresa (pyme). Y suscitar el debate acerca de la conveniencia de que esta inversión resulte incentivada fiscalmente.

## II. La importancia de las PYMES en el tejido económico

Se suele señalar que una de las taras de nuestro tejido productivo es el reducido tamaño de las empresas<sup>6</sup>. España es un país de pequeñas y medianas empresas. En los últimos años, y en el contexto de crisis económica, se ha consolidado un panorama en el cual las pequeñas y medianas empresas son más y crecen más, mientras que las empresas grandes se reducen. Así lo señala, por ejemplo, el Estudio sobre la Evolución de las Empresas y Trabajadores, Serie Histórica 1999-2016, elaborado por la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE). Dice este informe que «desde 2010 el número de empresas de menos de 50 trabajadores ha ido aumentando, mientras las empresas de más de 50 trabajadores aún no han recuperado los porcentajes anteriores a 2010...las empresas de menos 50 trabajadores han pasado de representar en 2010 el 97,77 %, al actual 97,98 %...mientras que las empresas de más 500 trabajadores han sufrido una ligera variación a la baja, de un 0,16 % en 2010 a un 0,15 % en 2016»<sup>7</sup>. Así, en datos facilitados por la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, de abril de 2018, para un total de 2.874.068 empresas inscritas en la Seguridad Social, 1.546.209 serían autónomos, entendiéndose por tales, PYMES sin asalariados (el 53,8 %) y 1.145.965 serían microempresas –de 1 a 9 asalariados– (el 39,9 %). Las empresas pequeñas, entre 10 y 49 asalariados serían 152.664 (el 5,3 %). Las medianas, entre 50 y 249 asalariados serían 24.581 (el 0,8 %). Y las grandes, de 250 o más asalariados, sólo sumarían 4.649, lo que supone el 0,2 %.

---

fiscal surge en realidad por la presión que supuso la comercialización de los *fondos paraguas*, respecto a los cuales la DGT defendió que se producía una ganancia o pérdida patrimonial (contestación de 20 de junio de 1995) y después los *unit-linked*.

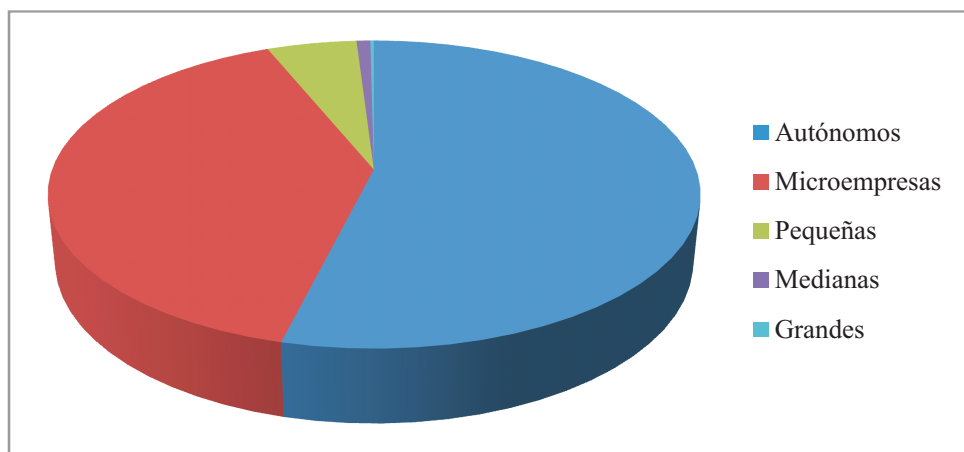
<sup>6</sup> PAMPILLÓN OLMEDO, R.-MINGORANCE-ARNÁIZ A.C., «La situación de las PYMES en España», en *La evolución de las PYMES en España*, Colegio de Economistas de Madrid, nº 149, octubre, 2016, pág. 7.

<sup>7</sup> *Estudios sobre evolución de empresas y trabajadores*, Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE), Madrid, julio, 2017, pág. 10.



## Retos financieros pendientes de la economía española

En términos gráficos, la distribución de la empresa española por tamaños se repartiría de la manera que sigue:



Así pues, la importancia de las pymes en el tejido empresarial español es evidente. Se calcula que cerca del 73% del empleo que existe en nuestro país es generado por las pymes. Estamos hablando de un sector que representa el 66 % del Producto Interior Bruto. Repetimos, España es un país de pequeñas y medianas empresas, y más de pequeñas que de medianas. Las empresas pequeñas y medianas no crecen y las pequeñas no se hacen medianas, entre otras cosas por los umbrales que provocan errores de salto (por ejemplo, la llamada *maldición del trabajador 50*, combinada en algunos casos con el volumen de facturación, que conlleva la imposibilidad de formular cuentas abreviadas, la exigencia de comité de empresa o la exigencia de presentar declaración mensual de IVA...). En suma, la abundancia de pymes es un problema estructural de nuestro sistema productivo. Este reducido tamaño de las empresas en España afecta a factores como la productividad, volatilidad del empleo y, en lo que aquí nos interesa, dificultad para acceder a una financiación con un coste razonable.

Este peso de la pequeña y mediana empresa convierte el crecimiento de las mismas en una exigencia de la política económica, por la importancia que tienen en la generación de empleo. De modo que se ha ido consolidando una visión *macroeconómica* del crecimiento de la pyme, según la cual son las necesidades de incremento de la actividad económica y de creación de puestos de trabajo las que justifican que la pyme crezca. Sobre todo en un contexto de crisis, en el que se dice que las pymes facilitarán la creación del empleo nece-





## 5. Incentivos fiscales a la inversión institucional orientada a la pequeña y mediana empresa

sario para relanzar la economía. Pero, desde esta perspectiva, si, por un lado la pequeña y micro empresa debe ser objeto de protección por su potencialidad para generar riqueza y empleo, por otro, promover que las empresas mantengan una dimensión reducida no parece la mejor manera de afrontar eficazmente la cuestión del tamaño de la empresa española.

Por eso es necesario acudir a otras razones para justificar el apoyo al crecimiento de las pymes. Serían fundamentalmente razones de competitividad las que impulsarían estas políticas. La pyme debe crecer porque si no crece no es competitiva y la aspiración a una mayor competitividad exige y justifica que cada pequeña y mediana empresa haga lo posible por aumentar su dimensión.

Y entre los problemas que genera el reducido tamaño de la empresa española están los concernientes a su financiación y los referidos a la alternativa entre financiación propia (incrementando recursos propios) y a la financiación ajena (préstamos). La financiación aumentando recursos propios supone reforzar la estructura financiera de la empresa y retribuir a un tercero que comparte los riesgos. Por el contrario, el uso de fondos prestados implica que la empresa que recibe los fondos debe pagar una deuda, con intereses. Y el reducido tamaño de las empresas propicia lo que se suele denominar *restricciones financieras*<sup>8</sup>. Por un lado, existe una relación inversa entre tamaño y acceso y coste de la financiación externa. Diversas externalidades negativas de las pequeñas y medianas empresas penalizan su financiación vía préstamos. Las empresas de menor tamaño se ven perjudicadas en cuanto a la financiación ajena por su escaso poder de transacción, su baja reputación y una más reducida transparencia. La práctica revela que la concesión de créditos está condicionada, no tanto por la solvencia y calidad crediticia de la empresa solicitante sobre la base de unas cuentas debidamente auditadas, sino por el tamaño de la empresa. Por ello, las pequeñas empresas soportan mayores dificultades para acceder al crédito. Lo que crea la llamada *brecha de financiación* que sufre la pyme, que lastra tanto su crecimiento como su potencial innovador y que es fruto, principalmente, de su exceso de dependencia de las entidades financieras<sup>9</sup>.

Se produce así una situación paradójica: por un lado las pymes tienen peores condiciones para acceder al crédito, tanto en las exigencias generales (avales y garantías, por

---

<sup>8</sup> Véase el excelente trabajo de GARCÍA TABUENCA, A., «Algunas razones de por qué no crecen las PYME en España», en *La evolución de las PYMES en España*, Colegio de Economistas de Madrid, nº 149, octubre, 2016, pág. 7.

<sup>9</sup> GARCÍA TABUENCA, A., «Algunas razones de por qué no crecen las PYME en España», en *La evolución de las PYMES en España*, op. cit., pág. 8.



ejemplo) como en los tipos de interés que soportan. Esas dificultades financieras lastran la internacionalización y dificultan el crecimiento. Pero, por otro, el endeudamiento bancario de la pequeña empresa resulta excesivo<sup>10</sup>, y sólo se palía en parte con el recurso a la financiación a través del Instituto de Crédito Oficial y a los programas del Banco Europeo de Inversiones, como el L4SME (*Loan for SMEs* o préstamos para pymes) o el programa *Horizon 2020 InnovFin* y el programa COSME para la competitividad de las empresas y las pymes.

Por eso mismo se han sugerido en los últimos tiempos fórmulas alternativas para la financiación de las pyme. Al margen de figuras novedosas, como el *crowdfunding* (reco-gido en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial) y la potenciación del capital riesgo, se habla de fondos de deuda, fondos de capital riesgo y desarrollo del Mercado Alternativo de Renta Fija –MARF– y el Mercado Alternativo Bursátil –MAB–. En este último caso se dice que «convendría fomentar su uso, y reducir sus costes asociados»<sup>11</sup>.

La conclusión parece evidente: es necesario promover la financiación propia y la capitalización de la pyme, como contrapeso a la financiación ajena, singularmente la concedida por las entidades financieras, para reducir esa dependencia bancaria y favorecer un marco financiero que facilite el crecimiento. Y, en este contexto, la cotización de las empresas pequeñas es la mejor forma de captar fondos. Además, la inversión en el capital de una empresa cotizada tiene la ventaja para los inversores de una mayor liquidez a través de la enajenación de los títulos.

Por todo lo anterior resulta conveniente una política de promoción de la salida de muchas más empresas a mercados de capitales. Esa política puede abarcar diversos ámbitos. Uno de ellos es la de facilitar la captación transfronteriza de financiación, especialmente en el marco de la libre circulación de capitales de la Unión Europea, libertad comunitaria que, además, es aplicable a residentes en terceros países que operen en la Unión. En este sentido, una acción para la construcción progresiva de una unión de mercados de capitales parece una parte esencial de la política de captación de financiación por parte de la pequeña y mediana empresa.

---

<sup>10</sup> PAMPILLÓN OLMEDO, R.-MINGORANCE-ARNÁIZ A.C., «La situación de las PYMES en España», op. cit., pág. 14.

<sup>11</sup> CORONILL JONSON, A., -DEL CAMPO RODRÍGUEZ, C.-GRANDAL BOUZA, M., «Obstáculos en el crecimiento de las empresas», en *La evolución de las PYMES en España*, Economistas, Colegio de Madrid, nº 149, octubre, 2016, pág. 52.



## 5. Incentivos fiscales a la inversión institucional orientada a la pequeña y mediana empresa

En esa línea, ya se había producido alguna actuación relevante de los órganos de la Unión Europea, como la modificación del Reglamento 345/2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos, y el Reglamento 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos, para incluir algunas medidas esbozadas en la comunicación de la Comisión de 26 de noviembre de 2014 sobre un Plan de Inversiones para Europa, orientadas a mitigar la falta de financiación de las empresas. Dicho Plan de Inversiones contaba con tres pilares: la estrategia del mercado único (*Single Market Strategy*), la estrategia del mercado único digital (*Digital Single Market Strategy*), y, sobre todo, la Unión de los Mercados de Capitales (*Capital Markets Union*).

La Unión de Mercado de Capitales fue la acción más inmediata del Plan de Inversiones y se materializó en la comunicación de la Comisión de 30 de septiembre de 2015 relativa al Plan de Acción para la creación de una Unión del Mercado de Capitales. La finalidad del Plan era reducir la fragmentación de los mercados financieros y aumentar la oferta de capital a las empresas, tanto desde el interior como desde el exterior de la Unión. Se trataba de movilizar el capital en Europa para dar acceso al mismo a todas las empresas, especialmente las pequeñas y medianas. Para la articulación del Plan se reconocía que eran necesarias ciertas actuaciones normativas, por ejemplo, la modificación de los Reglamentos 345/2013 y 346/2013. Y se prevenían ciertas acciones muy concretas para favorecer el aprovechamiento de la libre circulación de capitales, eliminando barreras, en especial las denominadas *Barreras Giovannini*, identificadas por el Grupo Giovannini, formado en 1996 para aconsejar a la Comunidad Europea sobre cuestiones relativas a la integración financiera y a la eficiencia de los mercados financieros<sup>12</sup>. El Plan de Acción para la creación de la Unión de Mercados de Capitales incluye seis áreas. Y la primera de ella hace referencia a la necesidad de financiar la innovación, las *start-ups* y empresas no cotizadas. Se prevén medidas como la propuesta de un *fondo de fondos* de capital riesgo paneuropeo y el Fondo de Inversión Europeo (*European Investment Fund*), así como se sugiere revisar la legislación de los fondos EuVECA y EuSE. Se anima también a facilitar la entrada y obtención de capital por parte de las empresas en los mercados públicos, modernizando la normativa de folletos y revisando barreras normativas para la admisión a cotización de las pymes.

Pero la política de fomento de la financiación ajena de las pyme puede venir por muchas vías. Una de ellas es el flanco fiscal, al que nos vamos a referir a continuación.

---

<sup>12</sup> El Grupo identificó un total de 15 barreras específicas (llamadas *Barreras Giovannini*), que impedirían la eficaz actividad financiera transfronteriza en compensación y liquidación en la Unión Europea.



### III. Beneficios fiscales e inversión en instrumentos de captación de recursos para las pequeñas y medianas empresas

El vocablo *beneficio fiscal* es un término polisémico, de límites imprecisos y que comprende en su ámbito semántico diversas técnicas desgravatorias como las reducciones en la base, las bonificaciones porcentuales o las exenciones. Éstas últimas suponen la dispensa total del pago de la obligación tributaria mientras las primeras (deducciones y bonificaciones) abarcarían las reducciones que se apliquen en la *base imponible* para convertirla en *base liquidable* y, sobre todo, deducciones y bonificaciones en la cuota íntegra del tributo<sup>13</sup>. Los incentivos fiscales, normalmente, tienen una función extrafiscal. La jurisprudencia del Tribunal Constitucional ha venido señalando que la creación de beneficios fiscales con fines extrafiscales, como la propia extrafiscalidad, será admisible si tiene como fundamento la persecución de fines públicos con amparo constitucional<sup>14</sup>. Y es evidente que la canalización del ahorro y de la inversión hacia las pequeñas y medianas empresas, principales responsables de la creación de empleo, se situaría dentro de los fines públicos de política social y económica que pueden y deben ser potenciados fiscalmente<sup>15</sup>.

A ello hay que unir que, desde la perspectiva del Derecho de la Unión europea, no existe obligación de notificación en las ayudas para el acceso de las pyme a la financiación, condición que podrían tener las ventajas fiscales. Y ello porque este tipo de ayudas están previstas en el Reglamento General de exención por categorías de la Unión Europea (Reglamento nº 651/2014 de 17 de junio de 2014) lo que supone un aval a la compatibilidad de las mismas con la libre competencia

Admitida la posibilidad de ventajas fiscales, las propuestas que vamos a formular se centrarán, por un lado, en los estímulos a los ahorradores, principalmente personas fisi-

---

<sup>13</sup> VELARDE ARAMAYO, M.S., *Beneficios y minoraciones en Derecho Tributario*, Marcial Pons, Madrid, 1997, pág. 145.

<sup>14</sup> Así ocurre cuando los fines extrafiscales que amparan la adopción de beneficios fiscales «radican en el objetivo de dar cumplimiento al mandato constitucional de los principios rectores de la política social y económica. A ello se refirió el Tribunal Constitucional en la emblemática sentencia 37/1987, de 26 de marzo, en cuyo Fundamento Jurídico 13, se decía que «...es cierto que la función extrafiscal del sistema tributario estatal no aparece explícitamente reconocida en la Constitución, pero dicha función puede derivarse directamente de aquellos preceptos constitucionales en los que se establecen principios rectores de política social y económica (señaladamente arts. 40.1 y 130.126), dado que tanto el sistema tributario en su conjunto como cada figura tributaria concreta forman parte de los instrumentos».

<sup>15</sup> GASCÓN CATALÁN, J., «La evaluación de los incentivos fiscales: una tarea imprescindible»; <https://jesus-gasconcatalan.com/2018/05/11/la-evaluacion-de-los-incentivos-fiscales-una-tarea-imprescindible/>



## 5. Incentivos fiscales a la inversión institucional orientada a la pequeña y mediana empresa

cas. Por otro, en el tratamiento adecuado de las instituciones a través de las que pueda canalizarse el ahorro que va a financiar a las pymes.

Al tratar la posibilidad de habilitar deducciones para fomentar la suscripción de acciones de pequeñas y medianas empresas que accedan a algún mercado público de capitales, la disyuntiva más razonable consistiría en prever un incentivo directo a las personas físicas que invierten en acciones y participaciones de entidades que coticen en estos mercados.

En este marco, y de cara a utilizar el instrumento de la inversión indirecta para captar financiación para las pequeñas y medianas empresas, podemos barajar varias alternativas siempre pensando en un incentivo para entidades de ahorro que inviertan en acciones de empresas de reducida capitalización. Vamos a exponerlas acudiendo a diversos ejemplos en el Derecho Comparado.

### IV. Propuesta para la implantación de beneficios fiscales. Valoración general de las distintas alternativas

Una primera propuesta sería la de incentivar fiscalmente la inversión directa en acciones de entidades que invierten en algún mercado público de capitales. Para ello, se regularía una deducción estatal por inversión en acciones, similar a la que contemplan ciertas Comunidades Autónomas para la inversión en títulos de sociedades del MAB. Cabría hablar de una deducción en la cuota íntegra estatal de un porcentaje legalmente fijado de las cantidades invertidas en la adquisición de acciones correspondientes a procesos de ampliación de capital o de oferta pública de valores de pequeñas y medianas empresas que acuden a un mercado de capitales<sup>16</sup>. La propiedad de las acciones o participa-

---

<sup>16</sup> El concepto de pequeña y mediana empresa a estos efectos no debe ser equivalente al de entidad de reducida dimensión del Impuesto de Sociedades. Desde la perspectiva fiscal, el artículo 101,1 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre del Impuesto de Sociedades prevé la aplicación de incentivos fiscales a entidades de reducida dimensión, para empresas cuyo importe neto de la cifra de negocios en el período impositivo inmediato anterior sea inferior a 10 millones de euros. Parece más apropiado acogerse al concepto que la Unión Europea viene defendiendo, y que ha sido reformulado en la Recomendación de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas y pequeñas y medianas empresas. Tal definición incluye unos perfiles conceptuales aplicables en la Unión desde el 1 de enero de 2005. Así, se entiende por *mediana empresa* aquellas que tienen entre 50 y 249 trabajadores. El límite del volumen de negocios se fija en 50 millones de euros, y el del balance general, hasta 43 millones de euros. Son *pequeñas empresas* las que disponen entre 10 y 49 trabajadores y con un volumen de negocios y balance hasta 10 millones de euros. Y son *microempresas* las de menos de 10 trabajadores. Se introducirá un límite de 2 millones de euros para el volumen de negocios y el balance general. Este concepto es el aceptado por la Circular del Banco de España que recoge la modificación del concepto de pyme para las entidades de crédito.



ciones adquiridas se debería mantener al menos durante dos años y la participación en la entidad a la que correspondan las acciones o participaciones no será superior al 10% del capital social.

Esta deducción co-existiría con la prevista en el artículo 68, 1º de la Ley 35/2006, del IRPF, que permite descontar el 20 % de las cantidades satisfechas en el período de que se trate por la suscripción de acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente creación. Esta deducción debe mantenerse porque es una medida fiscal plausible aunque deberían introducirse algunas modificaciones en su régimen jurídico. Por ejemplo, debería incrementarse la cifra de fondos propios de la entidad financiada, a efectos de que se puedan afrontar proyectos más ambiciosos. Tal cifra podía situarse en torno a los 10 millones de euros. Y ampliar el concepto de empresa *nueva o de reciente creación* a las que tengan, como máximo, diez ejercicios de actividad económica. La suscripción de estas acciones quedará al margen del Impuesto de Transacciones Financieras.

La segunda alternativa sería la de promover la inversión indirecta, a través de un instrumento de inversión específico, en la línea de lo que han hecho otros países de nuestro entorno. Así, cabe pensar en ventajas fiscales en relación con inversiones en entidades que destinen fondos a pequeñas y medianas empresas, bien se trate de la creación de un singular vehículo de inversión, bien se aprovechen las fórmulas del capital riesgo o de institución de inversión colectiva.

Así podría optarse por la forma de un plan o fondo *paraguas* (como el ejemplo italiano de los *Piani Individuali di Risparmio* o PIR) o por un vehículo de inversión específico. Este último caso sería el ejemplo francés de los *Fonds Communs de Placement a Risques* o FCP. Concretamente, de las subcategorías de los FCPI (*Fonds Communs de Placement dans l'Innovation*) y de los FIP (*Fonds d'Investissement de Proximité*). También, la experiencia británica de los *Venture Capital Trust* (VCT), introducidos por las secciones 70 a 73 y las *schedules* 14 to 16 to, de la *Finance Act* de 1995. Así, en España, el legislador podría optar por un fondo singular de ahorro que invierta en entidades de reducida capitalización o aprovechar la regulación del Capital Riesgo Pyme en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, para contemplar una entidad singular que destine fondos a este tipo de empresas.

Sea la fórmula incentivada fiscalmente un plan especial de ahorro, una entidad de capital riesgo o una sociedad de inversión, las ventajas tributarias han de depender de que se cumplan una serie de requisitos. El más importante, que el plan o la entidad destinen al menos el 20 % de sus inversiones totales a valores emitidos por pequeñas y medianas empresas con domicilio social en España o en cualquier país miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo con establecimiento permanente en España.



## 5. Incentivos fiscales a la inversión institucional orientada a la pequeña y mediana empresa

En cuanto a las ventajas fiscales, debería permitirse una deducción similar cuando se hagan aportaciones a la cuenta o fondo o cuando se adquieran participaciones del instrumento de inversión que destina fondos a pequeñas y medianas empresas. A nuestro juicio, los destinatarios de las ventajas fiscales serían personas físicas, sujetos pasivos del IPRF, que no actúen en el ejercicio de actividades económicas. Obviamente, este tratamiento fiscal ventajoso estaría condicionado por un límite máximo de inversión al año y por un mantenimiento mínimo de la misma, que podría ser de cinco años contados desde que la inversión se haya materializado y con la excepción de fallecimiento, enfermedad grave o desempleo de larga duración.

En el caso de instrumentos de inversión societarios, es habitual en derecho comparado prever exenciones para los dividendos. Así, el Informe de INVERCO, *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*, al que ya nos referimos, propone una exención plena para dividendos al referirse a los instrumentos que se pueden implantar para promover la financiación de las pymes y siguiendo, sobre todo, el ejemplo británico. Existe una razón muy consistente para defender tal exención y es que si los dividendos están exentos hay un incentivo para buscar la rentabilidad de la inversión a través de tales dividendos y no mediante la venta de las participaciones, fomentando así una inversión a más largo plazo.

Pero si proponemos una deducción en la cuota del IPRF de una parte de lo aportado, sería poco entendible auspiciar también una exención total a la distribución del resultado. Por eso, parece mejor una exención parcial (creemos que de, al menos, el 50 %) de los dividendos percibidos, tratamiento que se aplicaría también a otras formas de retribución de la inversión cuando ésta no tuviera técnicamente la naturaleza de retribución de fondos propios.

Debe, además, asegurarse la ausencia de peaje fiscal, para garantizar, cualquiera que sea la fórmula utilizada, un *régimen de diferimiento* que supondría remitir el gravamen al momento de la desinversión. De esta manera, se extendería a todos los contribuyentes una de las grandes ventajas que, por ejemplo, se atribuye a las Sicavs. Tal ventaja no es otra que la demora de la tributación de las ganancias patrimoniales al momento en que los valores se transmiten.

## V. Bibliografía

BEL FENELLÓS, L., «Tributación derivada de la inversión en instituciones de inversión colectiva», *Hacienda Pública Española*, Instituto de Estudios Fiscales, nº 3, 2011.



- CORONILL JONSON, A., -DEL CAMPO RODRÍGUEZ, C.-GRANDAL BOUZA, M., «Obstáculos en el crecimiento de las empresas», en *La evolución de las PYMES en España*, Economistas, Colegio de Madrid, nº 149, octubre, 2016.
- GARCÍA TABUENCA, A., «Algunas razones de por qué no crecen las PYME en España», en *La evolución de las PYMES en España*, Colegio de Economistas de Madrid, nº 149, octubre, 2016.
- GASCÓN CATALÁN, J., «La evaluación de los incentivos fiscales: una tarea imprescindible»; <https://jesusgasconcatalan.com/2018/05/11/la-evaluacion-de-los-incentivos-fiscales-una-tarea-imprescindible/>
- PAMPILLÓN OLMEDO, R.-MINGORANCE-ARNÁIZ A.C., «La situación de las PYMES en España», en *La evolución de las PYMES en España*, Colegio de Economistas de Madrid, nº 149, octubre, 2016.
- VELARDE ARAMAYO, M.S., *Beneficios y minoraciones en Derecho Tributario*, Marcial Pons, Madrid, 1997.





**6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros.  
La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal.  
Nuevas figuras fiscales**

**6. CUESTIONES JURÍDICAS DE RELEVANCIA EN LOS  
MERCADOS FINANCIEROS. LA REGULACIÓN DE LAS NUEVAS  
TENDENCIAS DIGITALES. LA REGULACIÓN CONCURSAL.  
NUEVAS FIGURAS FISCALES\***

**I. INTRODUCCIÓN**

Los mercados financieros están en constante evolución; de hecho, en los últimos años han surgido nuevas figuras que desafían a la forma en la que tradicionalmente han estado concebidos. Precisamente por dicho motivo consideramos que el análisis de los retos a los que se enfrentan los mercados financieros no puede llevarse a cabo si no es con una perspectiva global y que comprenda distintos ángulos económico-jurídicos.

A tal efecto, a lo largo del presente artículo trataremos de analizar determinadas realidades existentes, desde la perspectiva financiera, concursal y fiscal, con la humilde intención de poner de relieve los retos a los que se enfrenta el marco jurídico actual que regula los mercados financieros.

**II. RETOS FINANCIEROS Y REGULATORIOS DE LOS MERCADOS**

**II.1. Marco jurídico aplicable**

La última crisis económica global por la que han atravesado nuestros mercados financieros ha tenido un grandísimo impacto en la sociedad provocando, a su vez, una crisis de confianza. Si a este hecho le añadimos la falta de competitividad de un sistema bancario «estresado» y el alto grado de desarrollo alcanzado por las herramientas tecnológicas se produce un caldo de cultivo idóneo para que florezcan no sólo nuevos presta-

---

\* Ana García, Laura Camarero, Tona Azpeitia (Baker Mckenzie).



dores de servicios financieros sino también fórmulas alternativas en la prestación de los servicios financieros.

No resulta novedoso hablar de innovación tecnológica dentro del ámbito financiero. La transición que se está dando en la forma de proveer servicios financieros está teniendo un impacto tanto en la parte de la demanda como en la de la oferta. Por parte de la demanda, las nuevas generaciones de nativos digitales están marcando cambios sustanciales en los patrones de consumo y de ahorro. Esto es, la existencia de una nueva concepción en la forma de hacer negocio y acceder a los mercados financieros. Por parte de la oferta, se ha observado un aumento en el número de participantes en el mercado digital, las llamadas *Fintechs*. El objetivo de estas es centrarse en segmentos específicos de la cadena de valor, separando los servicios que tradicionalmente se han prestado de forma conjunta por la banca.<sup>1</sup>

De hecho, la industria *Fintech* ha crecido exponencialmente, pasando de menos de dos mil millones y medio de dólares en 2010 a cerca de 20 mil millones en 2015. Se prevé que este nuevo tipo de agentes contribuyan a mejorar el sistema financiero reduciendo el coste de los servicios y su democratización en un mundo donde todavía hay dos mil millones de personas sin cuenta bancaria.<sup>2</sup>

Estas nuevas tendencias tecnológicas en el mundo financiero hacen de la innovación un valor transformador en sí mismo, potenciando la creación de nuevos agentes en este marco. Esto, en última instancia puede ser beneficioso para la sociedad en sí, reduciendo los costes de intermediación y facilitando el acceso a los mercados a nuevos participantes.

Sin embargo, el hecho de la falta de regulación no debería necesariamente significar que se encuentren en el ámbito de la desprotección legal ni que la prestación por parte de las mismas de determinados servicios no esté sometida a regulación. Es cierto que en los últimos años la reacción regulatoria a la depresión de los mercados trajo como consecuencia una sobrerregulación normativa que nos ha «malacostumbrado» a buscar en la norma hasta el último detalle necesario para llevar a cabo la prestación de cualquier servicio regulado o el cumplimiento con cualquier norma.

---

<sup>1</sup> Basado en extractos seleccionados de GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel (2017) *Financial innovation in the digital age: challenges for regulation and supervision*. Banco de España, Revista de Estabilidad financiera n. 32.

<sup>2</sup> GOIRIGOLZARRI, José Ignacio (agosto 2016) *El sector bancario en Europa: presente y futuro*. Boletín de estudios económicos, Deusto Business Alumni.



## 6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros. La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal. Nuevas figuras fiscales

Por ello, ha devenido tendencia el hecho de no saber actuar en los mercados financieros si no existe algún tipo de directriz legal que encauce el *modus operandi*. Esto, por un lado asegura que todos los operadores del mercado sigan un camino similar en sus actuaciones del mercado; sin embargo, por otro produce el efecto contraproducente de considerar que lo que no está expresamente regulado con «todo lujo de detalles» es carente de regulación.

Se está perdiendo, en cierto modo, la capacidad jurídica de llevar a cabo la aplicación de las normas siguiendo los principios generales del derecho establecidos en nuestro Código Civil según el cual *«Las normas se interpretarán según el sentido propio de sus palabras, en relación con el contexto, los antecedentes históricos y legislativos, y la realidad social del tiempo en que han de ser aplicadas, atendiendo fundamentalmente al espíritu y finalidad de aquellas.»*

Por ello es importante que recuperemos esa capacidad de interpretar la finalidad teleológica de la norma a la hora de aplicarla a la realidad que, sin lugar a dudas, ha experimentado un cambio estratosférico en los últimos años y aplicarla estableciendo criterios de prudencia y, sobre todo, de sentido común.

A mayor abundamiento, es importante hacer el ejercicio de tratar de redactar una normativa que se encuentre a medio camino entre potenciar estas nuevas propuestas de valor digital (que benefician al consumidor y aumentan la competencia en el mercado) y la protección de los riesgos que presentan.<sup>3</sup> En Europa concretamente, la falta de un régimen común a este respecto está actuando en detrimento del desarrollo de las plataformas online, puesto que implica riesgos y no nivela el terreno de juego entre las instituciones financieras y no financieras<sup>4</sup>. La más importante consecuencia de esto es la pérdida de competitividad de Europa en relación con otras jurisdicciones.

### II.2. Evolución de los mercados

Tradicionalmente han sido las entidades bancarias las encargadas de proporcionar financiación tanto a los individuos como a las sociedades no financieras. Sin embargo, y tras la última crisis financiera, ha ocurrido un proceso de desintermediación financiera. Es

<sup>3</sup> Basado en extractos seleccionados de GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel. Vid supra. 1.

<sup>4</sup> BBVA Research (January 2017) *Turning the spotlight on shadow Banking*. Digital Economy Outlook. [https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2017/01/DEO\\_Jan17\\_Cap31.pdf](https://www.bbva.com/wp-content/uploads/2017/01/DEO_Jan17_Cap31.pdf)



decir, de ser los bancos prácticamente el único punto de contacto para cualquier necesidad financiera, ha pasado a que existan diferentes tipos de servicios de intermediación. Esta proliferación de servicios de intermediación aumenta la comparabilidad de los productos y servicios financieros y reduce el coste de cambio entre proveedores de servicios de intermediación. Esto, últimamente tiene como consecuencia el aumento de la competencia entre los proveedores financieros, lo que puede derivar en mayor eficiencia del sistema financiero.<sup>5</sup>

Estos métodos alternativos de financiación a los que se ha recurrido tras la referida desintermediación han sido principalmente los mercados de valores y la financiación participativa (también conocida como *crowdfunding* o *crowdlending*). Estos últimos tienen la característica de que *constituyen un mecanismo de canalización directa del ahorro a la inversión productiva complementario al que tiene lugar a través de las bolsas y de los mercados alternativos*<sup>6</sup>. Como consecuencia, la aparición de estos intermediarios está expandiendo las posibilidades de acceso a la financiación de los mercados tradicionales.

Pero esta evolución de los mercados financieros no se ha quedado en esta mera desintermediación bancaria «descafeinada» o, por llamarlo de una forma más correcta, la aparición de nuevos competidores a la banca sino que ha ido más allá y ha supuesto la aparición de mecanismos «financieros» que propugnan una desintermediación absoluta y pura utilizando el consenso de los usuarios que se adhieran a la red a través de la tecnología *blockchain*. A pesar de que no es objeto de este artículo, a nadie le es ajena la cantidad de problemas de seguridad, protección de datos, fraude, blanqueo de capitales y muchos otros que esta descentralización pura puede acarrear (sobre todo si añadimos incentivos económicos como uno de los casos de uso de esa *blockchain* pública).

Todo esto ha supuesto un conjunto de retos jurídicos de tal calado que han activado los mecanismos de defensa de varios países, muchos de los cuales han prohibido determinado número de casos de usos con incentivos económicos (conocidos generalmente como criptomonedas) y otros han creado numerosos comités de expertos para llevar a cabo un cuidadoso estudio sobre la naturaleza jurídica de las cosas y cómo regular esta nueva realidad.

---

<sup>5</sup> GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel. Vid supra. 1.

<sup>6</sup> GARCIA-VAQUERO, Víctor y ROIBÁS, Irene (2018) *La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas*. Artículos analíticos. Banco de España.



## **6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros. La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal. Nuevas figuras fiscales**

Esta adaptación de la regulación existente a la realidad actual de los mercados no significa que el legislador no deba continuar con su labor de actualización y adaptación de la normativa reguladora de los mercados a la realidad. Al contrario, es necesario continuar proveyendo y adaptado un marco jurídico de protección de los mercados, todo ello sin perjuicio de que el marco normativo existente deba interpretar y ajustar la realidad jurídica de los nuevos agentes a la realidad actual.

### **II.3. Conclusión**

La falta de un marco jurídico «ad hoc» para cada una de las innovaciones en el ámbito de los mercados financieros no debería necesariamente significar la desprotección jurídica en ese ámbito. Al contrario, debería interpretarse la realidad de las innovaciones en el marco de las regulaciones existentes en la materia, tomando en consideración sus principios inspiradores y la función que cumplen en el mercado. De no ser así, y dada la rápida evolución de los agentes *Fintech* e *Insurtech* (y cualquier otro «*newtech*» que aparezca) siempre existirá lugar para la innovación fuera del espacio regulado y, por lo tanto, fuera de la protección que provee un marco regulatorio comprensivo.

## **III. RETOS EN EL MARCO DEL DERECHO CONCURSAL: EL VALOR DE LA GARANTÍA REAL**

### **III.1. Cuestiones prácticas e interrogantes en relación con el valor de la garantía real en el concurso, su ejecución y el pago al acreedor titular de la misma**

Mi deudor se ha declarado en concurso. Mi crédito está garantizado con una hipoteca sobre uno de los activos principales de aquél. ¿Qué he de hacer? ¿Puedo contar con la recuperación del crédito por la vía de la ejecución hipotecaria? ¿Cómo me afecta y limita el concurso?

El concurso efectivamente impacta sobre prácticamente todos aquéllos que mantienen una relación empresarial o profesional con el deudor, no siendo ajenos al mismo los acreedores titulares de garantías reales.

En concreto, ni el valor de la garantía tiene por qué coincidir con el que se consideró en el momento de constitución de la misma, ni su ejecución se va a desarrollar del modo previsto para un escenario extraconcursal, pues el concurso impone determinados tiempos y formalidades, limitativos de los derechos de los acreedores. El pago de la deuda



al acreedor titular de la garantía se efectuará por otra parte con arreglo a distintas normas, según la fase del concurso en que nos hallemos y las circunstancias concurrentes. Los siguientes apartados abordan las cuestiones más relevantes y frecuentes que se plantean en la práctica en relación con las garantías reales, consistentes normalmente en hipotecas o prendas sobre activos del deudor, una vez éste ha sido declarado en concurso, en función de los distintos escenarios que pueden plantearse, y que es preciso tener en cuenta para proteger, del mejor modo posible, la posición del acreedor.

### **Escenario 1: Quiero ejecutar la garantía real. Mi deudor es insolvente, pero aún no ha sido declarado su concurso ¿Puedo hacerlo?**

El deudor ha incumplido sus obligaciones de pago. El acreedor ha declarado, con base en tal incumplimiento, el vencimiento anticipado del préstamo. El valor del bien hipotecado en garantía de éste parece cubrir el importe de la deuda.

Pero el prestatario está en una situación de insolvencia. ¿Qué ha de tener en cuenta el acreedor?

En un escenario aún preconcursal, como pudiera ser el existente una vez el deudor ha reconocido su situación de insolvencia, comunicándola al juez que sería competente para conocer de su concurso, y alegando estar intentando alcanzar un acuerdo con sus acreedores para evitar el concurso (esto es, ha realizado la comunicación prevista en el artículo 5 bis de la Ley Concursal), la ejecución de la garantía real podrá iniciarse en todo caso, pero sólo se continuará si el bien afecto no es necesario para la continuidad de la actividad del deudor (apartado 4 del artículo 5 bis).

El problema en este escenario viene así dado por la determinación de si el bien afecto a la garantía es necesario para tal continuidad. ¿Quién valora la misma?

El deudor, único legitimado para presentar la comunicación del artículo 5 bis, puede señalar en ésta qué bienes considera necesarios para su actividad. Así, en el apartado 4 de este artículo, se señala que «en su comunicación el deudor indicará qué ejecuciones se siguen contra su patrimonio y cuáles de ellas recaen sobre bienes que considere necesarios para la continuidad de su actividad profesional o empresarial».

Ahora bien, la Ley Concursal no exige formalidad o requisito alguno para ello. Cabe así la mera mención al carácter necesario del bien, sin aportar prueba o evidencia alguna al respecto.



## **6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros. La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal. Nuevas figuras fiscales**

Y la tramitación de la comunicación se limita a la mera resolución del letrado de la administración de justicia (el antiguo secretario judicial), mediante decreto, teniendo por efectuada la comunicación por el deudor y haciendo constar tal consideración de los bienes como necesarios. No se prevé así por la Ley análisis alguno ni por este letrado de la administración de justicia (ni mucho menos por el juez, que no interviene en este expediente preconcursal), ni audiencia alguna al resto de partes que pudieran verse afectadas (como sería, entre otros, el acreedor titular de la garantía real).

La única previsión legal es que «en caso de controversia sobre el carácter necesario del bien se podrá recurrir aquel decreto ante el juez competente para conocer del concurso».

Obviamente, todo ello genera un innegable nivel de incertidumbre en el acreedor, quien puede ignorar incluso la presentación de la comunicación del 5 bis por su deudor (esta comunicación puede realizarse con carácter reservado, de modo que ni siquiera se publique en el Registro Público Concursal, no habiendo tampoco lógicamente obligación alguna para el deudor de comunicar la misma a sus acreedores) y que pudiera tener conocimiento de la imposibilidad de seguir su ejecución sólo una vez presentada su correspondiente demanda, al recibir noticia de la paralización de la misma, por el juzgado ante el que se presentó la demanda ejecutiva, con base en la comunicación del 5 bis por el ejecutado.

Cabe plantearse así si el acreedor pudiera incluso no poder ya recurrir el decreto del letrado de la administración de justicia teniendo por presentada la comunicación del 5 bis, por haber vencido ya el plazo para ello, así como si este recurso en la práctica añade tiempos y costes adicionales, habida cuenta de que tanto el deudor como el acreedor se verán entonces envueltos en la disputa sobre el carácter necesario del bien, que podrá culminar meses después.

Todo ello considerando además que el plazo de la suspensión en la ejecución previsto en el artículo 5 bis tiene una duración limitada, de un máximo de cuatro meses, tras los que la misma se mantendrá sólo si finalmente no se logra superar la insolvencia y se declara el concurso del deudor.

Parece así que en la práctica podría no tener mucho sentido y utilidad recurrir el decreto dictado en el seno del expediente de la comunicación preconcursal, salvo que se prevea o se plantee como altamente probable la posterior declaración concursal del deudor, en cuyo caso la suspensión de la ejecución se podrá prorrogar hasta un año más (a ello nos referimos en el apartado siguiente, sobre la ejecución una vez declarado el concurso).



En un escenario igualmente preconcursal en el que no se haya producido la comunicación del artículo 5 bis, no habrá limitación para el inicio y continuación de la ejecución, por lo que la consideración clave en este caso será el valorar la mayor o menor inminencia de la declaración concursal, la cual, en caso de bienes necesarios, sí limitará la posibilidad de iniciar o continuar la ejecución de las garantías constituidas sobre los mismos.

En este caso, sería igualmente clave tener en cuenta que si el deudor solicitase su liquidación con carácter simultáneo a su solicitud de declaración de concurso o brevemente tras la misma, ya no cabría iniciar ejecuciones de garantías reales, de modo que si el acreedor considerase ventajosa la ejecución por él controlada, frente al escenario alternativo del sometimiento a lo que prevea el plan de liquidación (elaborado por el administrador concursal y al que el acreedor sólo podrá formular observaciones o propuestas de modificación, que no tendrán por qué ser tenidas en cuenta por el juez al aprobar dicho plan), habrá de proceder a iniciar la misma, aunque posteriormente se suspenda, para salvaguardar dicho derecho.

### **Escenario 2: Quiero ejecutar la garantía real. Mi deudor ha sido declarado en concurso ¿Qué he de tener en cuenta?**

Una vez declarado el concurso, la ejecución de garantías reales puede iniciarse o continuarse sólo en la medida en que el bien afecto a la garantía no sea necesario para la continuidad de la actividad.

Si se reputa necesario, aplicará el plazo de un año de espera previsto en el artículo 56 de la Ley Concursal, plazo éste que podrá recortarse si, como se prevé en este mismo artículo, se aprueba previamente un convenio cuyo contenido no afecte al ejercicio del derecho de ejecución o se abre la liquidación.

Se habrá así de valorar la conveniencia de instar la ejecución de la garantía, habida cuenta además de que, según ha sido señalado anteriormente, una vez iniciada la liquidación, ya no cabrá el inicio de la ejecución.

### **Escenario 3: Si no ejecuto la garantía real, ¿cómo me afecta el convenio que en su caso se apruebe en el concurso?**

En caso de que el concurso siga la solución de convenio, el crédito del titular de la garantía real frente al concursado será considerado como privilegiado especial sólo en el importe que equivalga a los 9/10 del valor razonable del bien.





## 6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros. La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal. Nuevas figuras fiscales

Esto es, en todo caso va a haber una parte del crédito que no se considere privilegiada, y que será clasificada como ordinaria (o subordinada, de consistir en intereses), y por tanto sujeta a las quitas, esperas y demás contenido que pudiera contemplar el convenio de acreedores que se apruebe por el juez del concurso.

Podría darse así el supuesto de que, en caso de que el crédito del titular de la garantía real sea de importe muy significativo respecto del total del pasivo del deudor, la parte clasificada como ordinaria de su crédito sea de cuantía tal que de la misma dependa la aprobación del convenio.

Habría que tener también en cuenta que la parte del crédito afectada por el convenio se verá en su caso prorrogada en el plazo de la espera, no pudiendo por tanto ser objeto de ejecución en dicho importe.

Y la parte del crédito reputada privilegiada especial podrá también eventualmente verse afectada por los términos de un convenio no suscrito por el acreedor si acreedores privilegiados de su misma clase votan a favor del mismo en mayoría suficiente (del 60 o 75%, según el contenido del convenio, según dispone el artículo 134.3 de la Ley Concursal).

No entramos a valorar por otra parte lo relativo al cálculo del valor razonable de la garantía, cuestión ésta que da lugar asimismo a abundante debate.

### **Escenario 4: No he ejecutado la garantía real y se abre la fase de liquidación en el concurso ¿cómo me afecta?**

Si el acreedor no ha iniciado la ejecución de su garantía real antes del inicio de la liquidación, ya no podrá hacerlo tras ésta, viéndose sujeto al contenido del plan de liquidación en cuanto a la realización del bien afecto a dicha garantía.

Dicha realización podrá tener lugar de modo individual o aislado, de modo que el acreedor perciba el precio obtenido por la misma, hasta el importe de su deuda (artículo 155.5 de la Ley Concursal) (esto es, tendría un resultado equivalente al de haber ejecutado la garantía).

La realización también podrá tener lugar mediante la transmisión del bien como parte de una unidad productiva. En este caso, el acreedor percibirá el porcentaje del precio que corresponda al bien que estaba afecto a su garantía real (artículo 149.2.a de la Ley Concursal). Cabe plantearse quién fija este porcentaje (en este sentido, el citado artícu-



lo de la Ley Concursal se limita a señalar que el acreedor percibirá «la parte proporcional del precio obtenido equivalente al valor que el bien o derecho sobre el que se ha constituido la garantía suponga respecto a valor global de la empresa o unidad productiva transmitida»; ¿quién determina esta proporción? ¿la administración concursal?). Asimismo, hay que tener en cuenta que el acreedor no podrá oponerse a la transmisión ni por tanto al porcentaje del precio que le corresponde, salvo que el importe resultante sea inferior a los 9/10 del valor razonable del bien, y al menos el 25% de acreedores de su misma clase (y con derecho a ejecución separada) se opongan asimismo a dicha realización (artículo 149.2.a, segundo párrafo, de la Ley Concursal).

Habrà de tenerse en cuenta asimismo que el bien podrá transmitirse manteniendo la carga real, de modo que el comprador del mismo sería el nuevo deudor. El acreedor no podrá en este caso oponerse a esta novación subjetiva de su contrato, siendo el juez el que suple tal voluntad, (a) decidiendo sobre la transmisión de la unidad productiva y velando por la solvencia económica y los medios del adquirente (referencia ésta en el artículo 149.2.b de la Ley Concursal que no deja de estar sujeta a una alta dosis de subjetividad y consiguiente incertidumbre para el acreedor), y/o (b) ordenando mantener el gravamen aunque el acreedor no quiera (en efecto, en casos de realización individual del bien, la Ley prevé que en este caso sólo se habrá de dar audiencia al acreedor, sin que se exija en modo alguno la conformidad de éste a la realización y el precio).

### **Escenario 5: El bien afecto a la garantía real se vende en fase común. ¿Qué importe se me ha de pagar con motivo de esta venta?**

En caso de que la administración concursal plantee la venta del bien afecto a la garantía real durante la fase común, sin subsistencia del gravamen, se pagará al acreedor privilegiado el precio obtenido hasta el valor de la deuda garantizada (artículo 155.5 de la Ley Concursal). Esto es, se llega a una solución similar a la que tendría la ejecución de la garantía.

Por otra parte, si voluntariamente la administración concursal opta por pagar el crédito privilegiado antes de la aprobación del convenio o la apertura de la liquidación y dentro del primer año desde el inicio del concurso, y sin realización de los bienes y derechos afectos, se pagará tan sólo el importe correspondiente a los 9/10 del valor razonable del bien, contra la masa (artículo 155.2 de la Ley Concursal). Y el acreedor privilegiado no podrá oponerse a esta decisión unilateral de la administración concursal.

Esta previsión no deja de plantear importantes interrogantes, puesto que podría incluso utilizarse como medio para minorar el precio a pagar al acreedor privilegiado, que en



## **6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros. La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal. Nuevas figuras fiscales**

otro supuesto percibiría no los 9/10 del valor razonable del bien (calculado éste según las normas del artículo 94.5 de la Ley Concursal), sino el importe obtenido, hasta el valor de la deuda originaria (artículo 155.5 de la Ley Concursal).

### **III.2. Reflexiones**

La garantía de pago que supone la constitución de una garantía real puede verse significativamente afectada por la situación preconcursal o concursal del deudor, ya no sólo en lo que respecta a la posibilidad de ejecución de la misma, sino a los tiempos y formalidades que se exigen.

Igualmente, el privilegio que otorga la existencia de la garantía al acreedor no siempre permite a éste decidir voluntariamente el modo en que quiere ver satisfecho su crédito, y se le pueden imponer de hecho determinadas soluciones unilateralmente decididas por la administración concursal, con las que no necesariamente ha de estar de acuerdo.

Es asimismo incierto el importe del crédito que podrá recuperar.

Con todo ello, el acreedor que decide garantizar su crédito mediante hipoteca o prenda habrá de ser en todo caso consciente de las limitaciones que en su caso pudieran darse en caso de que su deudor devenga insolvente.

## **IV. PRINCIPALES RETOS EN EL ÁMBITO FISCAL: IMPORTANTES INCERTIDUMBRES EN UN MOMENTO DE TRANSFORMACIÓN DEL MODELO DE NEGOCIO**

### **IV.1. Introducción**

Al tiempo de realizar la presente ponencia, no se había aún reabierto la polémica respecto de quien es o debería ser el sujeto pasivo del gravamen de Actos Jurídicos Documentados correspondiente a los préstamos hipotecarios, buen ejemplo de lo que ahora diremos, y sin embargo ya anticipamos entonces que el principal reto que a nuestro juicio afecta al sector financiero es precisamente la constante incertidumbre a que debe enfrentarse, la cual si ya es grave en general, lo es aún más en un momento en que la transformación digital de la economía y la aparición de nuevos operadores en el mercado hacen necesaria una importante transformación de su modelo de negocio más tradicional. Incertidumbre que en una parte importante viene además generada por la mul-



titud de medidas o anuncios de medidas que impactan de forma específica a este sector, al que se ve como un sector que, en opinión de determinados ámbitos políticos y opinión pública, debe una mayor contribución a la sociedad.

Esa supuesta «mala prensa» o «deuda pendiente del rescate» ha hecho que por parte de diversos partidos políticos o sectores de opinión se mire hacia la Banca y el ámbito financiero en general en busca de nuevas fuentes de financiación que permitan incrementar la recaudación impositiva y reducir el déficit público.

Así, frente a rumores iniciales de posible introducción de un nuevo Impuesto a la Banca –que no se descarta íntegramente a más largo plazo–, el acuerdo presupuestario suscrito entre el Gobierno y Unidos Podemos, parece decantarse a más corto plazo por la incorporación de dos posibles nuevas figuras o medidas de aplicación específica al sector financiero:

- Impuesto sobre Transacciones Financieras (o la mal llamada Tasa Tobin) que, con fuerte inspiración de la figura similar implantada en Francia, pretende gravar al tipo del 0,2% las adquisiciones a título oneroso de acciones cotizadas de entidades españolas con una capitalización bursátil superior a 1.000 millones de euros (o certificados de depósito representativos de las acciones -CDAs-), incluidos aquellos casos que deriven de la ejecución de obligaciones o bonos convertibles o canjeables y de determinados instrumentos o contratos financieros (incluyendo derivados). Quedarían fuera de gravamen las operaciones de emisión y OPVs. Medida que, al implantarse a nivel nacional, y no coordinadamente con el resto de las jurisdicciones europeas, puede afectar a la competitividad española.
- Tipos incrementados del Impuesto sobre Sociedades (más allá del tipo mínimo sobre resultado contable anunciado como de aplicación general –15%– se alude a un tipo mínimo del 18% para las entidades de crédito cuyo tipo impositivo es del 30% frente al general del 25%).

Pero es que además, junto a ello, cabe hablar de otras posibles medidas que, si bien no son específicas del sector financiero, igualmente van a afectarle.

Así, por ejemplo, frente a la inicial impresión de que el anunciado Impuesto sobre determinados Servicios Digitales no debería ser un problema en este ámbito ya que la intención es dejar fuera del mismo los denominados servicios de inversión (Anexo I, Sección A de la Directiva 2014/65/UE), los de pago y los de proveedores de servicios de Financiación Participativa Regulada; lo cierto es que el mundo financiero incluye muchos otros que sí podrían caer bajo el ámbito del mismo, como los relativos a las pla-



## **6. Cuestiones jurídicas de relevancia en los mercados financieros. La regulación de las nuevas tendencias digitales. La regulación concursal. Nuevas figuras fiscales**

taformas de intermediación en servicios de crédito o incluso la prestación de servicios de publicidad en sus páginas, siendo así que la norma anunciada no excluye de su ámbito de aplicación los servicios intra-grupo, por lo que la inclusión de publicidad de otras entidades del Grupo en la página de una de ellas quedaría grabada. Y ello sin contar con el encarecimiento de los servicios de publicidad digital de que sean destinatarias, puesto que es previsible que las entidades de publicidad digital trasladen el coste de este nuevo impuesto a las empresas destinatarias de sus servicios vía incrementos de precio.

Pero quizá el aspecto que ha pasado más desapercibido es el relativo al gravamen de la cesión de datos de los usuarios que hayan sido generados por actividades desarrolladas por estos últimos en las interfaces digitales. La Banca posee una ingente cantidad de datos cuyo tratamiento permite una importante monetización en un mundo en que cada vez la información tiene mayor valor para poder acercarse de forma más eficiente a los consumidores. Y sin duda esta realidad está ya en la base de muchos de los negocios que se están iniciando o estudiando en la actualidad.

Adicionalmente, y como antes indicábamos, a diferencia de lo que preveía el borrador de Directiva que inspira la regulación española, no se prevé la exclusión de las operaciones intra-grupo.

Hoy por hoy, son muchos los Grupos de este sector en que sus distintas líneas de negocio se canalizan a través de distintas empresas que, no obstante y con el necesario consentimiento de los usuarios, comparten datos de los mismos recopilados por cada una de ellas para poder ofrecerles los distintos servicios y productos del Grupo. Cesión que, en los términos que finalmente prevea la norma de llegar a aprobarse, podrán quedar gravados por este nuevo Impuesto.

Circunstancias todas ellas que pueden impactar de forma significativa a los nuevos modelos de negocio y servicios del sector, cuyo denominador común en muchos casos es precisamente su componente digital.

Junto a ello, cabe mencionar otras medidas como las destinadas a un mayor control por parte de la Agencia Tributaria de las SICAVs, instrumento de inversión de alguna manera demonizado por su especial régimen tributario y que se percibe como una oportunidad para que los más ricos puedan diferir la tributación de sus ganancias financieras, pero que, lo cierto es que no sólo existe en similares términos en muchos países de nuestro entorno -a los que es previsible que acudan los inversores que se sientan inseguros ante dicho nuevo régimen de control-, sino que, además, ha perdido ya una parte significativa de su «ventaja competitiva» en la medida en que cualquier particular, y desde el



## Retos financieros pendientes de la economía española

primer euro de inversión, puede obtener diferimientos equivalentes a través de la inversión en los denominados «*Fondos pasaportables*», que permiten el movimiento entre inversiones sin tributación.

E igualmente está previsto una limitación de los beneficios del régimen de las SOCIMIs, haciendo tributar al 15% los beneficios no distribuidos de las mismas.

Todos estos anuncios, cuya implementación definitiva o ausencia de la misma al margen de una posición uniforme por parte, sino de los países de la OCDE al menos de la UE, pueden afectar significativamente a la viabilidad, competitividad y estructuración de los nuevos modelos de negocio que están surgiendo, en un momento además en que el sector, dados los bajos tipos de interés y los nuevos competidores surgidos desde el mundo de las grandes tecnológicas, está tratando de hacer frente a la necesidad de transformación y digitalización de su modelo de negocio. En definitiva, la actual incertidumbre tributaria, sin duda supone un reto adicional en un contexto en que sería deseable una mayor seguridad jurídica y reflexión, contando con el sector, antes de adoptar las medidas con objetivos más cortoplacistas de recaudación.

\*\*\*



**Relación de asistentes a la 3ª Sesión del Panel de Seguimiento Financiero  
IEAF-FEF de la Economía Española (11 de abril 2018)  
celebrada en el Palacio de la Bolsa de Madrid**

**Patricia Alonso Cadenas**  
*BANCO SANTANDER*

**Oscar Arce**  
*BANCO DE ESPAÑA*

**Mª Isabel Cambón**  
*CNMV*

**Eudald Canadell**  
*CNMV*

**Gonzalo de Cadenas**  
*MAPFRE*

**Juan Carlos Delrieu**  
*AEB*

**Ana Isabel Fernández**  
*CUNEF*

**Domingo García Coto**  
*BME*

**Cesar García Novoa**  
*UNIVERSIDAD DE SANTIAGO DE COMPOSTELA*

**Javier Garrido Domingo**  
*BME*

**Bernardo Hernández**  
*S.G. DEL TESORO*

**Alfredo Jimenez**  
*IEAF-FEF*

**Javier Mendez**  
*IEAF-FEF*

**Juan Antonio Mielgo Carrizo**  
*TELEFÓNICA*

**Beatriz Pérez Galdón**  
*Periodista*

**Alberto Placencia Porrero**  
*EY*



## **Retos financieros pendientes de la economía española**

**Félix Sánchez**  
*BANCO SABADELL*

**Javier Santacruz**  
*UNIVERSIDAD DE ESSEX*

**Tano Santos**  
*COLUMBIA BUSINESS SCHOOL*

**Almudena Semur**  
*IIE*

**Juan Carlos Ureta Domingo**  
*RENTA 4*

**Sebastián Velasco Meseguer**  
*FIDELITY*

**Jorge Yzaguirre**  
*IEAF-FEF*





**Relación de asistentes a la 4ª Sesión del Panel de Seguimiento Financiero  
IEAF-FEF de la Economía Española (11 de octubre 2018)  
celebrada en la sede de la C.N.M.V.**

**Cirus Andreu**

*BANCO SABADELL*

**Oriol Aspach**

*CAIXABANK RESEARCH*

**Manuel Balanzat**

*MIRABOUD*

**Manuel Balmaseda**

*CEMEX*

**Antonio Barderas**

*Asociación de la Empresa Familiar Madrileña*

**Werner Bijkerk**

*IOSCO*

**Roberto Blanco**

*BANCO DE ESPAÑA*

**Nuria Bustamante Martínez**

*BANKIA*

**M<sup>a</sup> Isabel Cambón**

*CNMV*

**Eudald Canadell**

*CNMV*

**Miguel Cardoso Lecortouis**

*BBVA RESEARCH*

**Daniel Carrasco**

*BANCO SABADELL*

**Antonio Cortina**

*BANCO SANTANDER*

**Gonzalo de Cadenas**

*MAPFRE*

**Emilio Díaz Ruiz**

*URÍA MENÉNDEZ*

**Rafael Domenech**

*BBVA RESEARCH*



## Retos financieros pendientes de la economía española

**Ana Isabel Fernández**

*CUNEF*

**Fernando Fernández Méndez de Andés**

*IE BUSINESS SCHOOL*

**Domingo García Coto**

*BME*

**Javier Garrido Domingo**

*BME*

**Ricardo Gimeno**

*BANCO DE ESPAÑA*

**Carolina Herrero Izquierdo**

*CEMEX*

**Alfredo Jimenez**

*IEAF-FEF*

**José Luis Manrique**

*INVERCO*

**Jose Luis Martinez Campuzano**

*AEB*

**Tomás Riestra Giner de los Rios**

*BANCO SANTANDER*

**Javier Mendez**

*IEAF-FEF*

**Juan Antonio Mielgo Carrizo**

*TELEFÓNICA*

**Alberto Placencia Porrero**

*EY*

**Ana Rubio**

*BBVA*

**Javier Santacruz**

*UNIVERSIDAD DE ESSEX*

**Almudena Semur**

*IIE*

**Leopoldo Torralba**

*ARCANO*

**Sebastián Velasco Meseguer**

*FIDELITY*

**Jorge Yzaguirre**

*IEAF-FEF*



**FOROS DE DEBATE – DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA  
FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambios normativos en los seguros (LOSSEAR/ROSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.
- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable?. Octubre 2017.
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demográficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.





**ENTIDADES PATRONO**

de la Fundación de Estudios Financieros

BANCO SANTANDER, S.A.  
TELEFÓNICA, S.A.  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT  
INDITEX  
KPMG  
LA CAIXA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
URIA & MENÉNDEZ  
ACS  
CAJA RURAL CASTILLA LA MANCHA  
EY  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
MIRABAUD  
BAKER & MCKENZIE  
DELOITTE  
J&A GARRIGUES, S.L.  
CECA

**ENTIDAD FUNDADORA**

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS

