

El asesoramiento financiero, la figura del Asesor Financiero y de las E.A.F.I.s

Montserrat Casanovas Ramon



**Reial Acadèmia Europea de Doctors
Real Academia Europea de Doctores
Royal European Academy of Doctors**

BARCELONA - 1914



Montserrat Casanovas Ramón es Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Barcelona y Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Barcelona. Economista, Analista Financiero, Auditora y European Financial Adviser. Ha trabajado en el mundo de la empresa y de las Instituciones Financieras, siendo creadora y directora de los Masters en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias, del de Asesor Financiero Europeo y del de Nuevas Tecnologías Aplicadas a los Mercados Financieros.

Su labor docente e investigadora se ha desarrollado en las más prestigiosas Universidades Españolas: Universidad de Barcelona, Universidad Autónoma de Barcelona, Universidad Autónoma de Madrid, Universidad del País Vasco, Universidad de Sevilla, Universidad de Murcia, etc, así como en diversa Escuelas de Negocios y Universidades extranjeras.

Actualmente es secretaria de la Junta de Gobierno del Colegio de Economistas de Cataluña, presidenta de la Comisión de Economistas Docentes e Investigadores y del Fórum de Economistas en Mercados Financieros, vicepresidenta de la Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección de Empresas y del Registro de Economistas Docentes e Investigadores del CGCEE. Co-presidenta del Observatorio Financiero del CGCEE, consejera del Registro de Empresas de Asesoramiento Financiero. Y vocal de la Comisión de Valoración de Empresas de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Autora de más de cincuenta libros sobre Finanzas, Mercados Financieros y Valoración de Empresas y de más de un centenar de artículos publicados en prestigiosas revistas.

El asesoramiento financiero, la figura del Asesor Financiero y de las E.A.F.I.s

Excma. Sra. Dra. Montserrat Casanovas Ramon

El asesoramiento financiero, la figura del Asesor Financiero y de las E.A.F.I.s

Discurso de ingreso en la Real Academia Europea de Doctores, como
Académica de Número, en el acto de su recepción
el 20 de junio de 2017

Excma. Sra. Dra. Montserrat Casanovas Ramon
Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales

Y contestación del Académico de Número

Excmo. Sr. Dr. José Maria Gay de Liébana Saludas
Doctor en Derecho

COLECCIÓN REAL ACADEMIA EUROPEA DE DOCTORES



Reial Acadèmia Europea de Doctors
Real Academia Europea de Doctores
Royal European Academy of Doctors
BARCELONA - 1914

www.raed.academy

© Montserrat Casanovas Ramon

© Real Academia Europea de Doctores.

La Real Academia Europea de Doctores, respetando como criterio de autor las opiniones expuestas en sus publicaciones, no se hace ni responsable ni solidaria.

Quedan rigurosamente prohibidas, sin la autorización escrita de los titulares del “Copyright”, bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático y la distribución de ejemplares de ella mediante alquiler o préstamos públicos.

Producción Gráfica: Ediciones Gráficas Rey, S.L.

Impreso en papel offset blanco Superior por la Real Academia Europea de Doctores.

ISBN: 978-84-697-3635-7

Depósito Legal: B 15061-2017

Impreso en España –Printed in Spain- Barcelona

Fecha de publicación: junio 2017

A mis hijos Laureano, Blanca y Emma

❖ AGRADECIMIENTOS

Excelentísimo Señor Presidente,
Excelentísimos Señores Académicos,
Excelentísimos e Ilustrísimos Señores,
Señoras y Señores,

Es para mí un gran honor el hecho de ser recibida como Académico Numerario en la Real Academia Europea de Doctores. Por ello, mis primeras palabras en este momento de especial relevancia en mi vida personal y profesional son de agradecimiento.

Agradecimiento a todos aquellos prestigiosos Académicos que han apoyado mi ingreso, especialmente al Excelentísimo Señor Presidente de esta Ilustre Corporación, Dr. Alfredo Rocafort Nicolau, así como a los miembros de la Junta de Gobierno y a todos los ilustres académicos que desde un principio aceptaron la propuesta de mi ingreso en la Academia.

Gracias, también, a mi amigo el Excmo. Dr. José María Gay de Liébana Saludes, que me hace el gran honor de contestar a mi discurso de ingreso en este solemne acto.

Asimismo, quiero agradecer a mis hijos Laureano, Blanca y Emma el cariño, el apoyo, y la ilusión que me han transmitido siempre para ir asumiendo nuevos retos, en especial durante la elaboración de este trabajo de investigación.

No puedo olvidarme en esta ocasión tan entrañable para mí de mi esposo Laureano y de mis queridos padres que, aunque físicamente no están con nosotros, si lo están en mi mente y en mi

corazón, y sin sus ejemplos y sus consejos no hubiera podido continuar en mi carrera profesional.

Quiero acabar mis agradecimientos haciendo especial mención de todas aquellas personas, familiares, amigos, compañeros y académicos que hoy se encuentran acompañándonos en este acto, de tanta importancia para mí, haciéndolo todavía si es posible más solemne.

El tema elegido para mi ingreso en la Real Academia Europea de Doctores es un tema de gran actualidad y de gran trascendencia económica y financiera en los últimos años, tanto a nivel mundial como en España en particular, se trata del Asesoramiento Financiero y de la figura del Asesor Financiero y de las Empresas de Asesoramiento Financiero (E.A.F.I.s).



ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	9
DISCURSO DE INGRESO	13
INTRODUCCIÓN.....	13
1. GENERALIDADES SOBRE EL ASESORAMIENTO	
FINANCIERO	17
1.1. Justificación del Asesoramiento Financiero.	17
1.2. Asesoramiento Financiero y Comercialización de Productos	
Financieros.	20
1.3. Cambios profundos en los mercados financieros en España.....	23
1.4. Los cisnes negros.....	28
2. CAMBIOS REGULATORIOS EN LOS MERCADOS	
FINANCIEROS	33
2.1. MIFID I	33
2.2. MIFID II y MIFIR	36
2.3. Reglamento PRIIPs	40
2.4. O.M. sobre Clasificación de Productos Financieros	42
3. LA FIGURA DEL INVERSOR.....	47
3.1. Objetivos del inversor	47
3.2. Perfil del inversor	54
3.3. Diferencias de género en la inversión	56
3.4. El comportamiento del inversor	65
4. EL ASESORAMIENTO FINANCIERO.....	69
4.1. El Test de Conveniencia y el de Idoneidad	69
4.2. El proceso de Asesoramiento Financiero	73
4.3. Asesoramiento Financiero y Planificación Financiera	78

5. LA FIGURA DEL ASESOR FINANCIERO	83
5.1. El Asesor Financiero Independiente	83
5.2. Las Empresas de Asesoramiento Financiero (E.A.F.I.s)	86
5.3. Desarrollo de las E.A.F.I.s en España	92
 BIBLIOGRAFÍA Y WEBGRAFÍA	 99
 DISCURSO DE CONTESTACIÓN.....	 105
 Publicaciones de la Real Academia Europea de Doctores	 123

❧ INTRODUCCIÓN

El hilo conductor de mi actividad investigadora desde el principio hasta la actualidad ha sido los mercados financieros, la valoración de las empresas que en ellos se negocian y los diferentes instrumentos financieros, así como la aplicación de nuevas metodologías para la toma de decisiones.

La lectura de las obras de Eugene Fama sobre la eficiencia de los mercados en general y en concreto sobre el mercado americano y de Juan Palacios Raufast en el caso español, despertaron en mi inquietud sobre la eficiencia de los mercados bursátiles que desembocaron en la realización de mi tesis doctoral sobre la versión débil de la eficiencia en la Bolsa española, leída el año 1.977.

El hecho de que para invertir en Bolsa además de conocer el mercado hay que saber valorar las empresas que en ellas cotizan, con el fin de poder elegir aquellas que están infravaloradas, me llevó a investigar y proponer nuevas metodologías para la valoración de las empresas, que años más tarde se centrarían en la valoración de empresas hoteleras junto con el Profesor Pol Santandreu.

La inauguración del primer mercado de opciones en España, el día 8 de noviembre de 1.989, de la mano de la sociedad OM Ibérica y la no existencia de ningún libro en lengua española sobre los mercados de opciones, dirigieron el centro de atención de mis estudios hacia los mismos. Ello dio lugar a la publicación de mi libro Opciones Financieras.

La importancia que fueron adquiriendo en España las inversiones inmobiliarias me llevaron al estudio de las mismas y a la publicación en el año 1.997, junto con el Profesor Jorge Bachs Ferrer del libro: *Management y Finanzas de las Empresas Promotoras-Constructoras*.

En los mercados financieros la incertidumbre se iba instalando en ellos cada vez en mayor proporción, lo cual dirigió mi centro de atención a la aplicación de la inteligencia artificial a la predicción de los mercados bursátiles y a la toma de decisiones. En este sentido, cabe destacar los trabajos realizados con el Profesor José María Merigó Lindhal sobre los operadores OWA, en especial el realizado para la Fundación Mapfre sobre: *Inteligencia computacional en la gestión del riesgo asegurador*.

En relación a la predicción de los mercados bursátiles hay que resaltar la creación del Índice de Expectativas Bursátiles de los Economistas (I.E.B.E) el año 2002, junto con el Profesor Alfons Fernández Pascual, así como nuestros trabajos de la gestión de la tesorería en la incertidumbre.

La crisis financiera española y las fuertes restricciones crediticias a las que estaban sometidas las empresas españolas hicieron que mi interés se dirigiera hacia la importancia de la financiación para la empresa, lo que dio lugar a la publicación del libro: *“La Financiación de la Empresa: Cómo optimizar las decisiones de financiación para crear valor”*, junto con el Profesor Josep Bertrán Jordana, en 2013.

Finalmente, los cambios regulatorios en los mercados financieros, especialmente con la entrada en vigor en 2007 de la Directiva Europea MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), que armonizó la normativa sobre los mercados de

valores, los instrumentos financieros que en ellos se negocian y sobre las ESIs (Empresas de Servicios de Inversión), a la vez que tenía por finalidad dar una mayor protección al inversor, aumentaron mi interés por el campo del Asesoramiento Financiero. Temática que ya hace veinticinco años me impulsó a la creación de un Master Profesional sobre el mismo en la *Facultat d'Economia i Empresa de la Universitat de Barcelona*, el cual tengo la satisfacción de seguir dirigiendo.

Pero no solamente han sido los cambios regulatorios que han producido fuertes transformaciones en los mercados financieros, sino también una mayor culturización económica de los ciudadanos, un aumento y concentración de las Entidades Financieras, el desarrollo de la inversión colectiva, los avances tecnológicos, la deslocalización del ahorro, la globalización del ahorro y la titulización.

Además, y no menos importante ha sido la pérdida de confianza de los inversores en las Entidades Financieras, debido a los escándalos financieros ocurridos en los últimos años en el sector.

Todos estos motivos, enumerados anteriormente, junto con la coyuntura económica actual de reducidos o nulos tipos de interés, para los activos sin riesgo, han provocado que los inversores para obtener la misma rentabilidad que obtenían anteriormente tengan que invertir en activos con mayor riesgo.

La amplia gama de activos financieros en los que un inversor puede actualmente invertir, así como su grado de complejidad y la aparición de nuevos mercados hacen que la figura del Asesor Financiero tenga un papel fundamental en la inversión de nuestros ahorros, más allá de la cuantía de estos.

El Asesor Financiero Independiente de manera objetiva asesorará a su cliente, el inversor, sobre la inversión que más se ajusta a su perfil, sus objetivos y necesidades, en cada momento.

Dicho asesor, ya sea actuando como figura individual o como Empresa de Asesoramiento Financiero (E.A.F.I.), no puede eliminar el riesgo de mercado o riesgo sistemático, ni los riesgos geopolíticos (conocidos actualmente en la jerga bursátil como cisnes negros), pero si puede reducirlos mediante la diversificación de divisas, de mercados, de activos y de valores.

Por ello, en mi Discurso de Ingreso he distinguido cinco capítulos. El primero de ellos tiene por objeto la justificación del asesoramiento financiero, el análisis de los cambios financieros profundos que se han producido en los últimos años en España, así como el estudio de los cisnes negros, hechos todos ellos que han despertado la necesidad del asesoramiento financiero. El segundo capítulo se destina al análisis de los cambios regulatorios (MIFID, MIFID II y MIFIR, Reglamento PRIIPs, y a la O.M sobre clasificación de los productos financieros) que han transformado los mercados financieros y han incrementado la protección del inversor. El tercer capítulo se dedica al estudio de la figura del inversor (objetivos, perfil, diferencias de género en la inversión y comportamiento del inversor). El cuarto capítulo se refiere al proceso de asesoramiento financiero y de planificación financiera, analizando con detalle los mismos y los test de Conveniencia e Idoneidad. Y el último capítulo se centra en la figura del Asesor Financiero Independiente y en las Empresas de Asesoramiento Financiero, poniendo especial énfasis en el desarrollo de éstas en España.



❧ **CAPÍTULO I - GENERALIDADES SOBRE EL ASESORAMIENTO FINANCIERO**

1.1. Justificación del Asesoramiento Financiero

La coyuntura económica actual (de bajos tipos de interés, elevada volatilidad de los mercados financieros y complejidad de los productos financieros), hace que la tarea de selección de la mejor inversión para nuestros ahorros sea una tarea difícil. Dicha dificultad se incrementa a medida que no se posee una educación financiera sólida.

Por otra parte, los escándalos financieros habidos en los últimos años, tanto en España como a nivel internacional, han creado desconfianza en las Entidades Financieras y han puesto en evidencia la necesidad de un Asesoramiento Financiero Independiente.

Este nuevo escenario que sin duda implica un cambio en viejos y generalizados comportamientos en la inversión de nuestros ahorros y exige un mayor nivel de riesgo para la obtención de un nivel de rentabilidad no muy elevado, ha tenido como consecuencia el desarrollo creciente de la figura del Asesor Financiero Independiente en España, ya sea a nivel individual o societario, a través de las denominadas E.A.F.I. (Empresas de Asesoramiento Financiero).

Los objetivos perseguidos por la mayoría de los ciudadanos al invertir sus ahorros, independientemente de la coyuntura económica que esté atravesando el país, son: rentabilidad, seguridad y liquidez. Pero estos tres objetivos están correlacionados de manera inversa, de forma que los productos financieros que ofrecen una mayor rentabilidad son los menos seguros, es decir

los que comportan mayor riesgo y a su vez los más líquidos son los menos rentables. Esto es lógico ya que se retribuye el mayor riesgo (o lo que es lo mismo menor seguridad) y/o la menor liquidez con una prima por riesgo y/o por iliquidez, implícita dentro de la rentabilidad ofrecida.

Durante la época de tipos de interés altos el ahorrador-inversor podía obtener una rentabilidad interesante, con mucha seguridad, invirtiendo por ejemplo, en imposiciones a plazo fijo, las denominadas IPFs de Instituciones Financieras, siempre que el importe por titular no fuera superior a 100.000 euros (importe garantizado por el Fondo de Garantía de Depósitos Español). Pero con la Recomendación del Banco de España, a partir del 1 de enero de 2013, sobre la limitación de la retribución de los depósitos bancarios a plazo de 12 meses del 1,75%, del 2,25% a 24 meses y del 2,75% a 36 meses, la “rentabilidad nominal” de dichos depósitos disminuyó considerablemente. Rentabilidades que a día de hoy se han visto reducidas, a nivel de ejemplo, al 0% para IPFs a doce meses y que a corto plazo no se prevé que aumenten. Ello se debe en parte al nivel negativo existente en los tipos de interés interbancarios para el euro. Actualmente el EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*), para el plazo de doce meses se sitúa en torno al -0,111%.

Por otra parte, con la fuerte y necesaria reestructuración bancaria habida, el número de Entidades Financieras oferentes de depósitos ha disminuido notablemente y con ello la competencia en el sector bancario.

Además, el ahorrador tiene que considerar que las rentabilidades de los diferentes productos financieros ofertados son “rentabilidades nominales”, es decir que no tienen en cuenta la pérdida de poder adquisitivo debida a la inflación, con lo cual mientras la inflación sea positiva la “rentabilidad real” al

tener en cuenta ésta disminuye considerablemente. Si consideramos la tasa interanual última del IPC (índice de precios al consumo), en diciembre 2016, la cual se ha situado en el 1,6%, vemos que la “rentabilidad real” de los depósitos bancarios, en estos momentos, es negativa.

Por consiguiente, el ahorrador para obtener “rentabilidades reales” positivas tiene que asumir cierto nivel de riesgo. Pero el problema es que, dada la complejidad actual de los mercados y productos financieros existentes, así como su amplia gama, sólo el ahorrador bien informado y con un buen nivel de cultura financiera puede discernir cual es el producto financiero más adecuado para su combinación rentabilidad-riesgo.

Sin embargo, no hay que olvidar nunca la liquidez ya que, dado el alto grado de incertidumbre existente actualmente, en las economías domésticas y en la economía en general es recomendable saber cuál sería la penalización de rentabilidad en caso de tener necesidad de desinvertir y si, en su caso, existe tal posibilidad.

Pero el tema es todavía más complejo ya que estos tres objetivos rentabilidad- seguridad y liquidez hay que contemplarlos a la luz de nuestro horizonte temporal de inversión.

Por tanto, todo ello exige una adecuada planificación y diversificación de la inversión de nuestros ahorros, en función de nuestras necesidades presentes y futuras y de nuestros objetivos. Planificación que en la mayoría de los casos exige el asesoramiento de un Asesor Financiero Independiente (AFI), con el fin de garantizar al inversor la mayor objetividad posible.

El AFI nos aconsejará con objetividad cuales son los productos financieros y de seguros más adecuados a nuestras necesida-

des, nuestros objetivos y nuestra fiscalidad para que la rentabilidad financiero-fiscal sea la mayor posible, en términos reales. Para ello combinará productos financieros que tengan diversos vencimientos, diferentes rentabilidades y diferentes niveles de riesgo, mediante una diversificación adecuada de la cartera de inversión.

Pero, además, la elevada volatilidad e incertidumbre de los mercados financieros actuales hace que, aunque sepamos los diferentes activos que tienen que componer nuestra cartera, existe otra incógnita difícil que es el *Timing* de nuestras inversiones. El AFI gracias a sus conocimientos, experiencia y análisis de gran número de informaciones, nos aconsejará sobre los momentos más recomendables de compra y de venta de los diferentes activos.

Finalmente, y a modo de resumen de dicho epígrafe, quiero resaltar que la compraventa estricta de productos financieros en el entorno actual ya no es suficiente. El cliente demanda soluciones de inversión integrales. Y que el cliente cada vez tiene mayor cultura financiera y sabe evaluar el servicio que recibe y el nivel de formación del Asesor Financiero.

1.2. Asesoramiento Financiero y Comercialización de Productos Financieros

La comercialización de productos financieros exige de acuerdo con la normativa actual, la explicación por parte del colocador (asesor o gestor o director de cuentas de una Entidad Financiera o Aseguradora, subdirector o director de una oficina bancaria,) de los diferentes productos que ofrece, detallando sus ventajas e inconvenientes. Habitualmente se trata de consultas puntuales sobre la colocación de una parte de los ahorros del cliente.

Mientras que el Asesoramiento Financiero exige el conocimiento exhaustivo del perfil del inversor, sus necesidades y objetivos para la planificación financiero-fiscal de sus inversiones, teniendo en cuenta la globalidad de su patrimonio y procediendo a una Recomendación final personalizada.

El Asesoramiento Financiero para que sea totalmente objetivo debe ser realizado por un Asesor Financiero Independiente, el cual contemplará el amplio abanico de alternativas de inversión, con independencia de cuál sea la Entidad Emisora o Comercializadora, y teniendo presente las peculiaridades del inversor en cuestión y de la composición de su patrimonio. De manera que el asesoramiento financiero no acaba con la Recomendación sobre cómo debe invertir sus ahorros el cliente, sino que continua con el seguimiento sobre su cartera de inversiones. Por consiguiente, el Asesor Financiero contribuye a la optimización de las decisiones de inversión de su cliente.

Otra diferencia básica entre el Asesor Financiero y el Comercializador de productos financieros es que el primero busca oportunidades de inversión, en el sentido de buenos valores que estén infravalorados por el mercado, es decir, practica una gestión “*value investing*”.

Sin embargo, tanto el Comercializador de Productos Financieros como el Asesor Financiero deben poseer una formalización financiera especializada. Actualmente, la *European Financial Planning Association* (E.F.P.A), certifica la idoneidad profesional de personas físicas en lo que se refiere a los ámbitos indicados y acredita la idoneidad de los Centros de Formación que preparan a los aspirantes a las certificaciones en los citados ámbitos. Asimismo E.F.P.A. creó y gestiona el registro de personas que poseen dichas certificaciones, a la vez que establece y controla los procedimientos de Recertificación Periódica.

E.F.P.A España ofrece las siguientes certificaciones profesionales: *European Investment Assistant* (E.I.A), con el objetivo de formar a las personas de los segmentos básicos de las redes comerciales de las Entidades Financieras y Aseguradoras. Diploma de Agente Financiero (D.A.F), nivel intermedio para la obtención del certificado de *European Financial Advisor* (E.F.A), cuyo objetivo es dotar al asesor financiero de conocimientos, habilidades y herramientas para ser capaz de diseñar e implementar un Plan de Inversión para sus clientes. Y *European Financial Planning* (E.F.P), con el objetivo de dotar de conocimientos más profundos a aquellos profesionales que se dedican a la gestión de grandes fortunas y que necesitan ofrecer un asesoramiento integrado, multidisciplinar, pro-activo y personalizado.

Desde un punto de vista macroeconómico, las figuras del Comercializador de Productos financieros y del Asesor Financiero ayudan a corregir las asimetrías de información que existen en los mercados. Así como las asimetrías de comprensión o conocimientos y las de posición, poder o capacidad. Los ciudadanos en general, tienen menor información que el “Colocador” y que el “Asesor”. La información en todos los campos del saber siempre está desigualmente distribuida. El paciente tiene menos información y conocimientos que el médico. Lo mismo ocurre con el arquitecto y la persona que quiere que éste le haga los planos para construir su casa, etc.

Las asimetrías entre comprador y vendedor en los mercados actuales y globalizados han sido estudiadas por Michael Spence, Joseph Stiglitz y George Akerlof, cuyos trabajos les valieron el Premio Nobel en el año 2001. Ellos pusieron en evidencia de una manera científica como el vendedor siempre tiene más información que el comprador.

1.3. Cambios profundos en los mercados financieros en España

En España en los últimos veinticinco años se han producido fuertes transformaciones en los mercados financieros, no solamente debidos a cambios regulatorios sino también ocasionados por el desarrollo de la inversión colectiva, la deslocalización del ahorro, la globalización del ahorro, la titulización, un aumento y concentración de las Entidades Financieras, los avances tecnológicos y por una mayor culturización económica de los ciudadanos, a la vez que se ha implantado un sentimiento de desconfianza hacia las Entidades Financieras.

Los cambios regulatorios debido a su especial entidad los vamos a tratar en el capítulo siguiente, para referirnos a continuación al resto de hechos enumerados anteriormente.

Las Instituciones de inversión colectiva definidas por la legislación española como “aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos valores y otros instrumentos financieros o no, siempre que el régimen del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”, en España se desarrollaron más tempranamente que en otros países de Europa, bajo la fórmula de Sociedades de Inversión Inmobiliaria (S.I.M) de capital fijo en 1952,. Sin embargo, y a pesar de que los sucesivos cambios normativos permitieron el desarrollo de los Fondos de Inversión Mobiliaria, su crecimiento espectacular no se produce hasta el año 1.990.

El buen comportamiento de los mercados de capitales de la época favoreció la expansión de los Fondos de Inversión Mobiliaria, especialmente de renta variable. También contribuyó a dicho crecimiento la Reforma fiscal de 1.991, al evitar la doble

imposición y hacer que la Sociedad o Fondo de Inversión tributara al 1%, desplazando la imposición a socios o partícipes y al momento en que se produce la plusvalía. Los Bancos y Cajas de Ahorros empezaron a canalizar una parte significativa de los recursos de sus clientes hacia dichos vehículos de inversión.

Los recursos captados por estas Instituciones de Inversión Colectiva se canalizan hacia los mercados de capitales con el objetivo de financiar el crecimiento económico ya sea mediante los mecanismos de crédito como en los de participación en el capital de las empresas. De manera que han contribuido a la institucionalización de la inversión, a su gestión profesionalizada y a la transparencia y eficiencia de los mercados. Y han representado una manifestación de la denominada “desintermediación financiera” al ser un medio de canalización del ahorro, especialmente de los inversores minoristas, hacía la inversión productiva.

Sin embargo, el desarrollo de la inversión colectiva no ha sido uniforme a lo largo de su historia, ya que en su evolución ha influido tanto la coyuntura económica como el comportamiento de los mercados financieros, pero su crecimiento a partir de 1.989 ha sido espectacular, especialmente por lo que se refiere a Fondos de Inversión. El número total de Fondos de Inversión Mobiliaria (F.I.M), según Inverco, ha pasado de 89 a 2.329 al final del año 2016. Esta cifra recoge la amplia gama de F.I.M.s que se han ido desarrollando, tanto Fondos de Inversión de los Mercados Monetarios como los Fondos de Inversión de Renta Fija Euro, Renta Fija Internacional, Renta Variable Euro, Renta Variable Internacional, Renta Fija Mixta, Renta Variable Mixta, Fondos Globales, Fondos Garantizados, etc.

La deslocalización del ahorro ha sido otro de los factores que ha influido en la transformación del mercado de capitales. La im-

plantación del euro favoreció la diversificación de la inversión en la zona euro sin correr riesgo de cambio alguno. De manera que el ahorro se dirigió hacia la renta fija y renta variable de otros emisores tanto públicos como privados de la Unión Monetaria Europea. Despertando también la inversión hacía otros activos denominados en otras divisas, en particular el dólar, el franco suizo, la libra esterlina y más recientemente en yenes.

La facilidad que ha encontrado la inversión del ahorro español hacia los mercados internacionales se ha debido al fenómeno de la globalización que ha hecho que la inversión por parte del ciudadano español, así como la financiación por parte de las empresas ha rebasado las fronteras domésticas.

Sin embargo, conviene señalar que, junto con los aspectos positivos de la globalización de cara a la diversificación de las inversiones, existe el riesgo de contagio de cualquier caída de un mercado bursátil de un país a otro de otro país. Asimismo, el impacto de un evento en un país tiene consecuencias en los mercados financieros de otro país. En este sentido cabe señalar el efecto de BREXIT en los diferentes mercados financieros: renta variable, renta fija, divisas y *comodities*, en especial oro y petróleo.

En el caso de la Bolsa Española, su índice de referencia el IBEX 35 cayó el día 24 de junio de 2016, un 12,35% y algunos valores cayeron más del 20% como fue el caso de I.A.G que perdió en una sesión un 26,81%.

Otro fenómeno que ayudó a esta transformación del mercado financiero español fue la titulización. El marco jurídico para este tipo de operaciones en España se aprobó en 1.992, con el objetivo de contribuir a abaratar la financiación para la adquisición de vivienda, favoreciendo la movilización de los prés-

tamos hipotecarios dentro del sistema financiero, que un año más tarde se extendió a otros préstamos y derechos de crédito, principalmente préstamos a pequeñas y medianas empresas.

A partir del año 2000 con la expansión inmobiliaria las emisiones de bonos de titulización crecieron de forma exponencial, pero con la crisis de las *subprime*, en Estados Unidos, la demanda de valores de titulización prácticamente desapareció.

Otro cambio relevante en el mercado financiero español ha sido la concentración de las Entidades Financieras, debido a la Reforma del Sistema Financiero Español. Esta concentración se pone de manifiesto al observar el número de Entidades de Crédito y de Establecimientos Financieros de Crédito que en el período 2008 a 2016 pasó de 45 a 16. Asimismo, el número de oficinas de Entidades de Depósito existentes en España, según el Banco de España, fue de 45.662 en el año 2008 y de 29.325, al final del tercer trimestre de 2016, es decir una reducción del orden del 35,77%.

También, la concentración del mercado puede medirse mediante la proporción total de activos mantenida por el agregado de las cinco mayores entidades de crédito que ha aumentado notablemente desde 2008, pasando de detentar un 42% en 2008 a un 60% en 2015, por encima de la media de la zona Euro que ha pasado del 44% al 48%, en el mismo período. Y como consecuencia de esta reestructuración del sistema financiero español, motivada en gran parte por la necesidad de reducir costes, existe actualmente una menor competencia en el sector.

Los avances tecnológicos han irrumpido tanto en la información, como en el funcionamiento y sistemas de contratación de los mercados, así como en los procesos y modelos de negocio en el sector financiero. En este sentido, quiero destacar la Ley

de Reforma del Mercado de Valores de 1.988 con la creación del Mercado Continuo.

El Mercado Continuo es un mercado dirigido por órdenes, a un ordenador central y recibidas a través de terminales informáticas, con información en tiempo real, lo cual implicó un avance enorme en la transparencia de la Bolsa. Las órdenes se clasifican según precio y momento de introducción. Si existe contrapartida la orden se ejerce automáticamente y si no permanece a la espera. Existe un precio único para cada valor independientemente de la plaza bursátil (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) a través de la que se haya cursado.

En estos últimos años los avances tecnológicos en el ámbito financiero se han centrado en las estrategias FINTECH de la Banca y de las Compañías de Seguros que han aportado una innovación disruptiva en el desarrollo de aplicaciones, procesos y modelos en el sector, produciéndose una auténtica transformación digital de las Entidades que operan en el mismo. Asimismo, la aparición de compañías de Tecnofinanzas, conocidas como FINTECH están adquiriendo importancia significativa en nuestro país. Según la Asociación Española de Fintech e Insurtech (A.E.F.I.) existen unas 200 firmas que dan trabajo 2500 personas y manejan 250 millones de euros aproximadamente.

En el aspecto social, debemos poner de relieve una mayor culturización económica de los ciudadanos españoles en general. Ello ha sido posible gracias a la importancia que ha ido adquiriendo la información financiera en los medios de comunicación (prensa, televisión, radio e Internet), en los últimos años. Y también los programas de Educación Financiera impulsados por la Comisión del Mercado de Valores, así como la introducción de asignaturas de Economía y Empresa en el Bachillerato.

Pero paralelamente a esta mayor culturización por parte de la sociedad en general se ha creado un sentimiento de desconfianza hacia las Entidades Financieras, debido a los escándalos financieros producidos en los últimos años, como el caso MADDOX, las participaciones preferentes, la deuda subordinada y actualmente las cláusulas suelo de los préstamos hipotecarios, entre otras.

1.4. Los cisnes negros

Un cisne negro es la denominación que en la jerga bursátil se da a los riesgos geopolíticos. Es decir, aquellos acontecimientos extremos e inesperados que son difíciles de prever y de cuantificar. Es decir, aquellos hechos que no solamente son complejos a la hora de atribuirles una probabilidad de ocurrencia sino también que es muy complicado valorar el impacto que tendrían en los mercados financieros en caso de ocurrir.

Los cisnes negros provocan incertidumbre y su impacto es inmediato sobre los mercados financieros mundiales. Si bien, dicho impacto puede presentar intensidades y duraciones diferentes.

Puede haber cisnes negros positivos o negativos, según se prevé impacten de manera positiva o negativa en los mercados. Si bien, se suele poner el acento en los cisnes negros negativos.

En el presente siglo podemos destacar el atentado terrorista en las Torres Gemelas, en Estados Unidos el 11 de septiembre del 2001, los atentados de Madrid el 11 de marzo de 2004, el resultado negativo del referéndum británico sobre la permanencia de Reino Unido en la Unión Europea o el resultado de las elecciones americanas en 2017.

Existen un gran número de estudios dedicados a analizar las consecuencias económicas y financieras del ataque terrorista a las Torres Gemelas. En ellos se constata que todos los mercados de capitales mundiales se vieron afectados, aunque lógicamente el que fue afectado en mayor medida fue el americano. La magnitud del atentado fue enorme y el número de víctimas importantísimo.

Por consiguiente, la reacción de los mercados fue inmediata con una fuerte bajada de las cotizaciones en general y en especial de las compañías de líneas aéreas. Según el trabajo de Drakos, las cotizaciones de tres compañías europeas, dos japonesas y una neocelandés bajaron de media un 30% mientras que cinco estadounidenses cayeron un 53%. Además, el hecho de que el atentado se produjera en un momento en que la Bolsa americana estaba atravesando una coyuntura bajista desde el segundo semestre del año 2000, como consecuencia del pinchazo de la burbuja de las “punto com”, hizo que la caída de las cotizaciones todavía fuera más fuerte.

También hay que señalar que como el ataque se produjo en el centro neurálgico del sistema financiero mundial, la Bolsa Neoyorkina no pudo abrir hasta diez días después de los atentados ya que las infraestructuras se vieron afectadas.

En el caso de los atentados del 11 de marzo de Madrid también se produjo un predominio de las órdenes vendedoras, si bien, el impacto en el resto de mercados mundiales fue menor que el del 11S. La causa fue que se consideró un hecho de carácter más regional que global. En la Bolsa Española los sectores más afectados fueron los medios de comunicación, el turístico, el bancario y el asegurador, con una caída media de sus cotizaciones del orden del 10%. En este caso, el mercado bursátil español estaba en fase alcista y por tanto las bajadas fueron de menor intensidad.

En general, se puede afirmar que la reacción de los mercados varía en función del tamaño del atentado (número de víctimas) y de la autoría del mismo.

El caso del *Brexit* es diferente pero también fue un cisne negro ya que los mercados esperaban una respuesta afirmativa al referéndum de Gran Bretaña.

Por lo que hace referencia a la victoria inesperada de Donald Trump en las elecciones americanas el día 8 de noviembre de 2016, contrariamente a lo previsto, produjo un fuerte impacto positivo en los mercados bursátiles en general, con la excepción de México.

México sufrió las consecuencias del fortalecimiento del dólar, de los repuntes del tipo de interés en los Estados Unidos, así como las expectativas de un entorno menos favorable al comercio internacional, por lo que su Bolsa registró una caída del 4%, en el último trimestre sin tener en cuenta el efecto de la depreciación del peso mejicano.

Sin embargo, el principal índice estadounidense el S&P 500 tuvo una revalorización del 3,1% en el último trimestre del año y una variación anual del 9,5%. Dicha variación al ser en dólares si descontamos el efecto de depreciación del euro en relación al dólar de un 3% quedaría en un 6,5%. Asimismo, el índice *Dow Jones* subió de 17.425 puntos a 19.764, es decir un 13,42% en el año 2016 sin deducir el efecto divisa.

Los mercados bursátiles de la Euro Zona también tuvieron un comportamiento muy positivo, reflejados de manera conjunta en el índice EUROSTOXX 50, en el último cuatrimestre de 2016, experimentaron una variación del 8,8%, aunque su variación anual fue tan solo del 0,7%.

Por lo que hace referencia a la Bolsa Española, medida por su principal índice de referencia el IBEX 35, el último trimestre de 2016 tuvo un comportamiento magnífico con un alza del 7,3%, lo que le permitió cerrar el año con una variación anual negativa del 2%, debido básicamente al mal comportamiento registrado al principio del año.



❖ CAPÍTULO II CAMBIOS REGULATORIOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

2.1. MIFID I

La normativa conocida como MIFID, acrónimo del inglés *Market in Financial Instruments Directive*, es la Directiva 2004/38/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, que entró en vigor el 21 de diciembre de 2007, con el objetivo de armonizar y mejorar la competitividad de los mercados financieros de la Unión Europea.

Actualmente también se la denomina MIFID I para no confundirla con la reformada de ésta y conocida como MIFID II.

La MIFID armoniza la regulación sobre los mercados de valores, los instrumentos financieros que en ellos se negocian, la organización y relación de las Empresas de Servicios de Inversión (ESISs) con sus clientes, con el fin de mejorar la protección de los inversores minoristas, es decir de aquellos que no invierten de forma profesional.

Los objetivos principales que se pretendían alcanzar con la MIFID eran:

- Armonizar el marco legal europeo, mediante la introducción de un régimen regulatorio común para todos los Estados miembros de la Unión Europea y de los del Área Económica Europea (Islandia, Noruega, Liechtenstein).
- Reforzar la protección a los inversores, a través del suministro de una información de mayor calidad y del “princi-

pio de mejor ejecución” por parte de la ESI, mediante el cual ésta debe de obtener el mejor resultado posible cuando ejecuta las órdenes de sus clientes. En el bien entendido que el mejor resultado posible no se limita al precio de ejecución de la orden sino también al coste, a la rapidez y a la probabilidad de ejecución, entre otras. Asimismo, debe velarse por una mayor transparencia en los mercados de valores y en general por un mayor perfeccionamiento de las normas de conducta entre inversores y entidades financieras.

- Incrementar la competencia, con una mayor diversificación de los mercados. Estableciéndose junto a los Mercados Regulados (M.R.), es decir las tradicionales Bolsas, plataformas alternativas de negociación. Así como instaurando un régimen de mayor transparencia de precios y flexibilizando la regulación del Pasaporte Europeo (ESIs de los diferentes países de la Unión Europea actuando en diversos países mediante agentes vinculados). El agente vinculado, en régimen de exclusividad, podrá captar negocio para la ESI mediante la promoción de los servicios de inversión, recibir órdenes de clientes, transmitirlos y prestar servicios de asesoramiento en materia de inversiones.

Los principales impactos de la MIFID en los mercados financieros han sido:

- Aparición de los Sistemas Multilaterales de Negociación (S.M.N) y los Internacionalizadores Sistemáticos (I.S), con nuevos requisitos de transparencia en la realización de operaciones.

Los S.M.N. son plataformas alternativas de negociación tales como Chi-X y Turquoise, operadas por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, en las que los inverso-

res pueden comprar y vender las acciones. Pero para liquidar acciones españolas se necesita que tengan una referencia de registro (RR) que es un código que identifica al propietario del título. Para ello un bróker local cruzará las operaciones con BME (Bolsa y Mercados Españoles) para obtener la RR. Los I.S. son ámbitos de contratación descentralizados con un operador (por ejemplo un Banco) que negocia posiciones por cuenta propia, de forma frecuente y organizada, pero sin pasar por los Mercados Regulados ni por los Sistemas Multilaterales de Negociación.

- Nueva regulación en el ámbito de las Empresas de Inversión. La modificación de la estructura de los mercados afecta a la forma de operar de las ESI., a su organización y a la forma de comercializar los productos financieros a sus clientes. En este sentido cabe destacar, por una parte, la exigencia de una Unidad de Cumplimiento Normativo Independiente que se asegure de la adecuación de los procedimientos y actuaciones a la normativa y del asesoramiento a la Entidad para que ésta no se aparte del cumplimiento. Y por otra parte, en cuanto a la interrelación con los clientes hay que resaltar la clasificación de los clientes, a través del conocimiento de los mismos y de la aplicación del Test de idoneidad y conveniencia, a los que nos referiremos en el próximo capítulo. También debemos hacer referencia al principio de mejor ejecución al que nos hemos referido anteriormente y a las normas de conducta. En este ámbito, también la MIFID regula la política de incentivos, es decir que se deben controlar los pagos recibidos o efectuados por la ESI en el desarrollo de sus actividades de prestación de servicios. Poniendo especial hincapié la transparencia de las tarifas e informando a los clientes de las posibles retrocesiones de comisiones que se produzcan a terceras Entidades en el marco de la prestación de servicios.

- Régimen del Asesoramiento Financiero como Servicio de Inversión.

El asesoramiento Financiero antes de la MIFID era considerado como un servicio auxiliar, pero es con esta regulación que cobra entidad propia y la regula.

MIFID define el Asesoramiento Financiero como la prestación de recomendación personalizada a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la ESI, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos. Por consiguiente, la recomendación de inversión de carácter general hecha en un medio de difusión no se considera asesoramiento Financiero.

- Autorización y regulación del Pasaporte Europeo.

Las ESI deben ser autorizadas y reguladas por sus propios Estados. Normalmente en el país en el cual tengan su domicilio social y su registro oficial. Pero una vez autorizadas podrán usar el Pasaporte Europeo para prestar servicios a clientes en otros Estados miembros de la U.E. (particularmente a través de agentes vinculados). En consecuencia, ello redunda en un incremento de la competencia a nivel internacional.

2.2. MIFID II y MIFIR

La Directiva 2004/38/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, MIFID, analizada anteriormente, se ha modificado en diversas ocasiones y a la vez, como consecuencia de la Crisis Financiera se han puesto en evidencia algunos puntos débiles en el funcionamiento y transparencia de los mercados financieros, dejando claro la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros. Sin olvidar la negociación en mercados extrabursátiles. La reforma de dicha Directiva se plasma en la Directiva 2014/65/

del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, que se conoce como MIFID II.

La MIFID II, está previsto que entre en vigor el 3 de enero de 2018. El motivo de los sucesivos retrasos en su implantación reside en la dificultad que están teniendo las empresas y los reguladores para implementar los requisitos técnicos de la normativa.

La nueva Directiva se inspira en las premisas básicas de seguridad, eficacia y transparencia de los mercados en aras de una mayor protección a los inversores. Y el reglamento 600/2014/UE, MIFIR (*Market in Financial Instruments Regulation*), de 15 de mayo de 2014, regula básicamente los nuevos requerimientos de información, con el fin de incrementar la transparencia pre y post negociación en relación con las autoridades competentes y los inversores. Asimismo, establece los requisitos y obligaciones de los proveedores de los servicios de datos y la obligación de negociación de derivados en centros de negociación y ciertas acciones supervisoras.

Con el objetivo de ofrecer una mayor protección a los inversores MIFID II:

- Amplía el abanico de instrumentos financieros sometidos a la Directiva.
- Aplica el principio de ejecución óptima a un gran número de operaciones de negociación por cuenta propia.
- Endurece los criterios para la consideración de un instrumento financiero como “no complejo”.
- Da mayor énfasis a la prevención y gestión de conflictos de interés con el cliente.

- Revisa la política de clasificación de cliente, así como la conveniencia de servicios e instrumentos en función del perfil de cada cliente.
- Modifica las prácticas de retribución variable a la red por comercialización de determinados productos.
- Revisa la política de protección de activos de clientes.
- Regula la independencia del Asesoramiento Financiero. Las Entidades Financieras deben informar a su cliente de si el asesoramiento que ofrecen es independiente o no y atenerse a las consecuencias de ello.
- Exige una mayor transparencia en la fijación del precio del servicio, excluyendo las retrocesiones de incentivos en el caso del asesoramiento independiente y estableciendo unos honorarios explícitos.
- Refuerza las obligaciones de información a los clientes, tanto sobre productos complejos como sobre la ejecución de órdenes, etc.
- Obliga a dar mayor información a los órganos supervisores, especialmente en relación con las posiciones de derivados de sus clientes.

Por lo que hace referencia a una mayor transparencia de los mercados MIFID II:

- ✓ Pretende dar una respuesta regulatoria a las nuevas plataformas de negociación y a los nuevos desarrollos tecnológicos que han hecho posible la negociación algorítmica.

- √ Solucionar problemas de transparencia de la negociación O.T.C (*over the counter*), es decir en mercados no organizados.
- √ Mejorar la supervisión y la transparencia de los mercados de derivados de *Comodities* (materias primas).
- √ Reducir errores en el *Reporting* de las transacciones y mejorar el detalle de la información.

En tercer lugar, y relativa a la extensión de la regulación, la MIFID II:

- Amplía los criterios para la consideración de un producto como “no complejo” a que los instrumentos no incluyan cláusulas que puedan alterar la naturaleza o el riesgo de la inversión o el perfil de pago, y que los instrumentos no incluyan comisiones o gastos de salida implícitos o explícitos que puedan hacer ilíquida la inversión.
- Extiende el ámbito de aplicación a los depósitos estructurados y a los derechos de emisión.
- Crea un nuevo tipo de mercado de negociación, los OTF (*Organizing Trading Facilities*) que comprende las distintas plataformas de cruces de órdenes de compra-venta (*crossing networks*) y sistemas de negociación que han surgido recientemente como la negociación automatizada de alta frecuencia (*High Frequency Trading*) y que pasan a estar sujetos a autorización y supervisión.
- Extiende el ámbito de aplicación a todo servicio de asesoramiento ya sea dependiente o independiente.

3.3. Reglamento PRIIPs

El Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los PRIIPs (*Packaged Retail and Insurance Based Investment Products*), cubre una amplia gama de productos de inversión que se comercializan entre inversores minoristas. Y tiene por finalidad la consecución de que dichos productos se traten de manera uniforme en toda la Unión Europea.

Este Reglamento introdujo una serie de medidas destinadas a mejorar la protección de los inversores y restablecer la confianza de los consumidores en el sector de los Servicios financieros, mediante una mejora en la transparencia en el mercado minorista.

Si bien, antes de que entrara en vigor dicho Reglamento fue modificado por el Reglamento (UE) 2016/2340 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, sobre los Documentos de Datos Fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros, en lo que respecta a su fecha de aplicación.

El mencionado reglamento será aplicable a partir del 1 de enero de 2018 y será obligatorio para todos los Estados miembros de la Unión Europea y directamente aplicable en cada Estado miembro. Y tiene carácter complementario de la directiva MIFID II, tratada anteriormente.

Define el Reglamento como un producto de inversión minorista empaquetado a aquel en que el importe reembolsable al inversor minorista está sujeto a fluctuaciones debido a la exposición a determinados valores de referencia o a la evolución de uno o varios activos no adquiridos directamente por el inversor. Y un producto de inversión basado en seguros como aquel

producto de seguro que ofrece un valor de vencimiento o de rescate que está expuesto en todo o en parte, directa o indirectamente a las fluctuaciones del mercado.

En general, podríamos afirmar que se trata de productos financieros que son combinaciones de diferentes activos para lograr estructuras de rentabilidad y riesgo diferentes a las de las partes consideradas individualmente y el importe reembolsable está sujeto a fluctuaciones que el inversor no puede prever.

Los activos financieros de tenencia directa (acciones, obligaciones, bonos soberanos o seguros) no están incluidos en la aplicación de este Reglamento.

Este Reglamento obliga para todos los PRIIPs a elaborar un documento de Datos Fundamentales, con la finalidad de que el inversor conozca las posibles rentabilidades esperadas en caso de invertir en el producto, los posibles riesgos, los costes y las condiciones establecidas.

En el Reglamento también se establece la frecuencia mínima de revisión de la información incluida en el Documento de Datos Fundamentales y las condiciones en que se cumple el requisito de proporcionar dicho Documento a los inversores minoristas. El Documento de Datos Fundamentales tiene un carácter pre-contractual, nunca debe tener carácter comercial, y no sustituye al Folleto de Emisión en el caso de que lo haya.

Dicho Documento debe ser claro y conciso (como máximo tres caras de tamaño DIN A4 en versión impresa). Su contenido debe especificar con claridad:

- Los posibles escenarios de rentabilidad que pueden darse junto con las hipótesis realizadas para elaborarlos.

- El horizonte temporal.
- Debe indicar la máxima pérdida posible del capital invertido.
- Los costes directos e indirectos que tendrá que soportar el inversor minorista ya sean únicos o recurrentes.
- La posibilidad de desinversión antes del vencimiento y bajo que condiciones.
- El régimen de garantías en el caso de que las haya cuando el que tiene que reembolsar al cliente no paga.
- Y como puede hacer el inversor cualquier reclamación en torno al PRIIP o a la conducta de su productor o de su comercializador.

Este Documento de Datos Fundamentales deberá ayudar al inversor minorista a comprender la naturaleza, el horizonte de inversión, los riesgos potenciales, los costes, los beneficios y las pérdidas potenciales del producto en cuestión. Y a su comparabilidad con otros productos de la competencia, con el fin de elegir el más adecuado en función de su perfil, objetivos y necesidades.

2.4. O.M. sobre Clasificación de Productos Financieros

La Orden ECC/2316/2015 de 4 de noviembre relativa a las obligaciones de información y clasificación de los productos financieros, entró en vigor el 5 de febrero de 2016.

Uno de los objetivos básicos de esta regulación es el garantizar que los clientes de Servicios financieros dispongan de toda la información necesaria para formarse un juicio de valor sobre los servicios de información ofrecidos y para comprender los riesgos asociados a ellos. Es decir, dotar a los inversores de una información precontractual estandarizada con la finalidad de que gocen de una mayor protección.

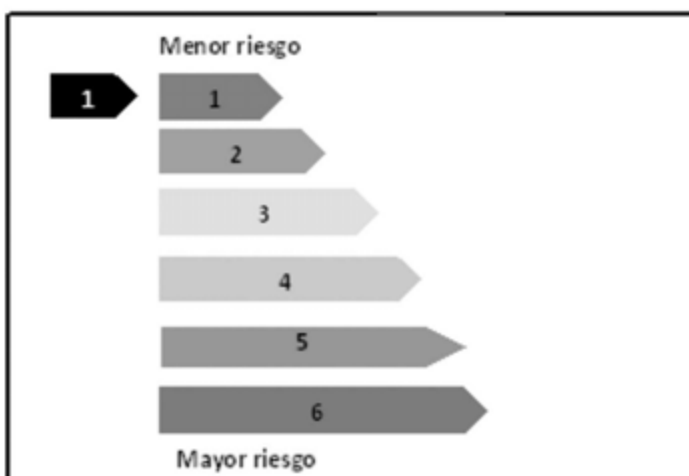
Se trata de un sistema para advertir a los clientes minoristas del riesgo y la complejidad de los instrumentos financieros, de manera sencilla y gráfica, a través de un indicador de riesgo que se complementa en su caso, con sendas alertas en relación con la liquidez y la complejidad.

Dicha norma tiene un carácter transversal, es decir, se aplica a todos los productos financieros ya sean bancarios como propios del mercado de valores o seguros y Planes de Pensiones. Pero se excluyen los Fondos de Inversión ya que éstos están regulados por la Circular 2/2013, de 9 de mayo de la Comisión Nacional del Mercado de valores que especifica el contenido y características del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) que debe de entregarse al inversor para que este pueda tomar la decisión en torno a la conveniencia o no de invertir en dicho Fondo, o que pueda hacer una comparativa con otros Fondos. Asimismo, se excluyen aquellos productos de Seguros que tengan un elemento de inversión ni depósitos estructurados ya que estos están regulados por el Reglamento de los PRIIPs, tratado en el epígrafe anterior.

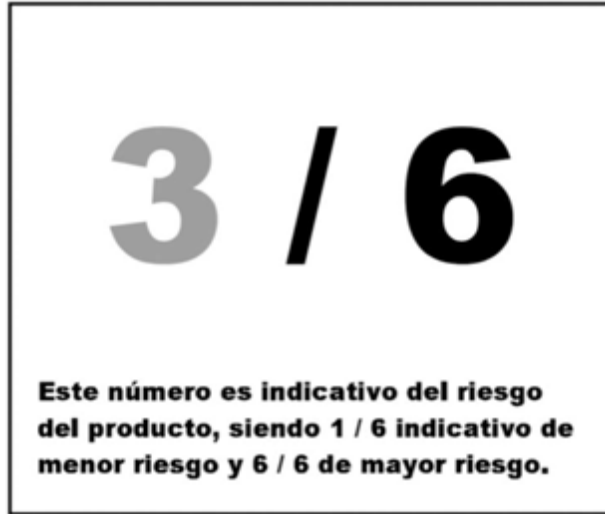
Igualmente se excluye la Deuda Pública emitida por el Estado Español, Comunidades Autónomas y Entidades Locales, así como la emitida por Instituciones u Órganos de la Unión Europea (U.E.), los Gobiernos Centrales, Autoridades Regionales y Locales o Empresas Públicas de la U.E.

El indicador de riesgo clasifica a los productos financieros en 6 categorías que se identifican mediante colores que van del verde (producto con menor riesgo) al rojo (producto con mayor riesgo), en función de:

- Si se garantiza o no el capital del producto.
- El plazo en que se devuelve dicho principal.
- Y la calidad crediticia del producto o entidad emisora.

















No obstante, las Entidades pueden sustituir y así lo han hecho en la práctica, la figura en colores por una indicación numérica en forma de cociente, en la que en el numerador de la fracción indica la clase a la que pertenece el producto financiero y en el denominador siempre constante el número 6. De manera que el 1 en el numerador significa menor riesgo y el 6 mayor riesgo, quedando expresado dicho cociente por $1/6$; $2/6$ y así sucesivamente.



Como puede observarse todas estas indicaciones tienen un carácter muy visual y básico, a fin de que sea comprensible de manera rápida el grado de riesgo que conlleva cada producto financiero, para todos los posibles inversores sean cual sea su grado de educación financiera.

También podrán establecer las Entidades una alerta sobre las posibles limitaciones respecto a la liquidez y a los riesgos de la venta anticipada cuando el producto sea especialmente ilíquido, acompañada de una figura o dos de un candado, en función del grado de liquidez.

- *  El compromiso de devolución del capital (o, en su caso, del xx% del capital) solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas*.
- *  El capital garantizado sólo es a vencimiento y la movilización o el ejercicio del derecho de rescate implica una penalización que puede provocar pérdidas*.
- *   La venta o cancelación anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes*.
- *   El reembolso, rescate o la devolución anticipada de una parte o de todo el principal invertido están sujetos a comisiones o penalizaciones*.
- *   El reembolso, rescate o la devolución anticipada de una parte o de todo el principal están sujetos a un plazo de preaviso mínimo relevante.*
- *   El cobro de la prestación o el ejercicio del derecho de rescate sólo es posible en caso de acaecimiento de alguna de las contingencias o supuestos excepcionales de liquidez regulados en la normativa de planes y fondos de pensiones*.
- *   El valor del derecho de rescate o movilización depende del valor de mercado de los activos asignados y puede provocar pérdidas relevantes.*
- *   El valor de los derechos de movilización, de las prestaciones y de los supuestos excepcionales de liquidez depende del valor de mercado de los activos del fondo de pensiones y puede provocar pérdidas relevantes*.

Asimismo, habrá una alerta para indicar que se trata de un producto complejo y difícil de entender acompañada de dos figuras de exclamación, como sería en el caso de los derivados.

*  Producto financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender*.

En el caso de los Planes de Pensiones se utilizará el indicador sintético de riesgo (Circular de la CNMV 2/2013) para Instituciones de Inversión Colectiva que va en una escala del 1 al 7 basada en el nivel de volatilidad histórica de la Institución de Inversión Colectiva.

❖ CAPÍTULO III LA FIGURA DEL IN- VERSOR

3.1. Objetivos del Inversor

Los objetivos fundamentales que persigue todo inversor cuando realiza una inversión son:

- Rentabilidad
- Seguridad
- Liquidez

Si bien estos objetivos no se pueden cumplir todos simultáneamente en un 100%, ya que si queremos aumentar la rentabilidad ésta irá en detrimento de la seguridad y / o liquidez.

Mayor seguridad implicará menor rentabilidad y a la inversa. Por dicho motivo hemos comentado en la introducción que en este entorno de tipos de interés prácticamente nulos y en algunos casos negativos, el inversor para obtener una mayor rentabilidad se veía obligado a asumir un mayor riesgo o lo que es lo mismo una menor seguridad. Precisamente, la mayor rentabilidad se debe a la remuneración de la prima de riesgo ya que en caso contrario nadie estaría dispuesto a asumir un mayor riesgo.

También rentabilidad y liquidez están correlacionados inversamente, de manera que los activos menos líquidos son más rentables ya que esta mayor remuneración compensa la prima de iliquidez. Y contrariamente aquellos activos muy líquidos ofrecerán una escasa rentabilidad.

Pero estos tres objetivos no pueden considerarse al margen del horizonte temporal de la inversión. De manera que el inversor querrá maximizar la rentabilidad, con un riesgo y liquidez adecuados a su perfil, en el horizonte temporal que él contemple ya sea a corto, largo o medio plazo.



Sin embargo, debemos precisar estos términos de rentabilidad, riesgo/seguridad y liquidez.

El concepto de **Rentabilidad** expresa la relación entre el montante de una inversión y los beneficios obtenidos de ella. Pero deberemos distinguir entre la Rentabilidad Nominal y la Rentabilidad Real, es decir, la que no tiene en cuenta la depreciación monetaria habida y la que si la descuenta. De manera, que nos podemos hallar en casos que la Rentabilidad Nominal sea negativa y la Rentabilidad Real sea positiva debido a la inflación negativa que pueda existir. Aunque históricamente la Rentabilidad Real ha sido menor a la Rentabilidad Nominal debido a la inflación positiva.

Asimismo, debemos distinguir entre Rentabilidad Bruta y Rentabilidad Neta. La Rentabilidad Neta se calcula restando de la Rentabilidad Bruta las diferente comisiones y gastos en que se ha incurrido para poder alcanzar aquella Rentabilidad Bruta. Aunque en algunos instrumentos financieros como los Fondos

de Inversión descuentan automáticamente dichas comisiones de gestión y/o de depositario, de suscripción o de rescate, de manera que el inversor solamente ve el importe final, es decir la Rentabilidad Neta.

Pero como la fiscalidad no es neutral, es decir que no es la misma para todos los productos financieros también tendremos que considerar si es una rentabilidad antes de impuestos o después de impuestos. De manera que el inversor teniendo en cuenta su nivel de renta y la legislación tributaria del ahorro de su país deberá invertir en aquellos productos que maximicen su rentabilidad después de impuestos.

Por consiguiente, deberemos precisar de qué tipo de rentabilidad estamos hablando y que en suma lo importante es que la Rentabilidad Real, Neta, después de impuestos sea lo más satisfactoria posible, para el inversor.

Asimismo, debemos profundizar en el concepto de **riesgo** que es lo contrario de la seguridad y como medirlo. Existen múltiples acepciones del concepto de riesgo. Si bien, en términos generales suele definirse como contingencia, posibilidad de pérdida o de un daño.

Desde el punto de vista financiero se define como contingencia de incurrir en una pérdida patrimonial o por una transacción financiera o por una posición en activos o pasivos o por no batir a un índice.

Desde el punto de vista del mercado distinguiremos entre:

- Riesgo de cambio
- Riesgo de interés
- Riesgo de precio

Y desde el punto de vista de la solvencia, es decir, la incapacidad de cumplimiento de un pago, se denomina Riesgo de Crédito, es decir, la garantía que tiene el inversor de recuperación del capital invertido ya sea total o parcialmente.

Por consiguiente, un inversor en función de las características de su inversión estaría sujeto a estas modalidades de riesgo comentadas. Pero, ¿cómo puede medir dichos riesgos?

Existen diversas medidas del riesgo. Entre ellas destacaremos la volatilidad, el V.A.R., la Beta, *Tracking Error*, Ratio de Sharpe, Ratio de Treynor, Ratio de Jensen, Ratio de Información.

La volatilidad indica la variabilidad en la obtención de la rentabilidad de una inversión. Y se mide estadísticamente mediante la varianza o su raíz cuadrada la desviación típica. Indicando una desviación típica reducida una volatilidad baja, es decir que las rentabilidades de dicho activo fluctuarán poco de la rentabilidad media obtenida en cierto período de tiempo y por tanto el riesgo será bajo. En cambio, un valor alto de la desviación típica indica alta volatilidad y por consiguiente alto riesgo ya que la rentabilidad a obtener con aquel activo puede desviarse mucho de la rentabilidad media. Sin embargo, debemos indicar que la volatilidad no solo depende de los activos en cuestión, sino también de los sectores, de los mercados y del período de tiempo analizado.

El V.A.R acrónimo de *Value at Risk*, indica la pérdida esperada máxima en un horizonte temporal y en condiciones normales, con un nivel de significación dado. Por tanto, es una medida complementaria de la volatilidad.

La Beta es un indicador que nos mide la relación entre la rentabilidad de un activo y la rentabilidad del mercado en el que se negocia

dicho activo, medida ésta mediante su Índice Bursátil. Su utilidad radica en que nos compara el riesgo del activo en cuestión o de la cartera con el riesgo del mercado. De manera que si:

- Beta =1 significa que el valor o cartera en cuestión tendrá la misma volatilidad del mercado. Es decir, si hoy el mercado ha subido un 1%, el valor de nuestro activo o cartera también habrá subido un 1% e inversamente si hoy el mercado ha bajado un 1% nuestro valor o cartera también habrá bajado un 1%.
- Si Beta <1 significa que el valor o cartera que estamos analizando es menos volátil que el mercado. Si Beta por ejemplo es igual a 0,5 y el mercado hoy ha bajado un 1% nuestro valor o cartera solo habrá bajado un 0,5%. En cambio, si hoy el mercado ha subido un 1% nuestro valor o cartera solo habrá registrado una subida de un 0,5%.
- Si Beta >1 significa que el valor o cartera en cuestión es más volátil que el mercado. Si Beta por ejemplo es igual a 2 y el mercado hoy ha subido un 1% nuestro valor o cartera habrá subido un 2%. Y si contrariamente hoy el mercado ha bajado un 1%, nuestro valor o cartera habrá bajado un 2%.

Los valores o carteras con Beta <1 se denominan defensivos y por tanto son recomendables en épocas de crisis o recesión de los mercados. Contrariamente aquellos valores o carteras con Beta >1 se denominan agresivos y son recomendables para épocas de expansión de los mercados ya que amplifican las alzas.

EL *Tracking Error* muy utilizado en el caso de Fondos de Inversión es una medida de riesgo relativo que indica la desviación entre las rentabilidades obtenidas por el Fondo frente a su índi-

ce de referencia o *Benchmark*. Cuanto más bajo sea el *Tracking Error* más cercano será el riesgo de la cartera al de su índice de referencia y más próxima su rentabilidad a la del índice de referencia. Valores muy reducidos del *Tracking Error* nos indicarían una gestión pasiva por parte del gestor de dicho Fondo. Contrariamente un valor alto del *Tracking Error* nos indica una gestión muy activa por parte del gestor.

El Ratio de *Sharpe* es una medida del exceso de rentabilidad sobre la rentabilidad libre de riesgo por unidad de riesgo asumido por una inversión. Es decir, nos indica si la rentabilidad de una inversión nos compensa el riesgo en que incurrimos.

La inversión con un Ratio de *Sharpe* más alto indicará que proporciona mayor rentabilidad que otra para un mismo nivel de riesgo. Por consiguiente, se utiliza para comparar la eficacia de distintos gestores de Fondos de Inversión, aunque en la mayoría de los casos estos ratios no los publican.

El Ratio de *Treynor* nos indica el exceso de rentabilidad obtenido sobre la rentabilidad libre de riesgo por unidad de riesgo sistemático asumido. El riesgo sistemático o no diversificable representa el riesgo de mercado y se mide por su beta, tal como se ha comentado anteriormente. Esta medida supone que los gestores de Fondos o de carteras gestionan de manera eficiente las mismas, es decir eliminan el riesgo específico de los activos mediante la diversificación.

Por consiguiente, la inversión con un Ratio de *Treynor* más alto indicará que proporciona mayor rentabilidad que otra para un mismo nivel de riesgo sistemático. Por consiguiente, se utiliza también para comparar la eficacia de distintos gestores de Fondos de Inversión, aunque en la mayoría de los casos este ratio tampoco se publica.

El Ratio de *Jensen* también denominado Alfa de Jensen, nos indica la rentabilidad adicional que puede obtener un gestor de un Fondo o cartera sobre el nivel de riesgo promedio del mercado. Es decir, el exceso de rentabilidad sobre la rentabilidad del *Benchmark* con el mismo nivel de riesgo.

Si el Alfa es negativo indicaría que el gestor está asumiendo mucho riesgo para la rentabilidad que obtiene. Por tanto, hubiera sido mejor que invirtiera en el *Benchmark*, ya que su gestión no ha sido buena. Contrariamente, los buenos gestores asumiendo el mismo riesgo que el mercado con su gestión activa obtienen rentabilidades superiores a la de los índices de referencia de sus Fondos o carteras.

Finalmente, por lo que a la **Liquidez** se refiere conviene señalar que significa la cualidad de los activos para ser convertidos en dinero efectivo, de forma inmediata, en cualquier momento y sin pérdida significativa de su valor. De manera que cuanto mayor es la posibilidad de convertir el activo en dinero en efectivo se dice que es más líquido.

El activo financiero más líquido son los depósitos bancarios a la vista, de ahí que, a pesar de su nula remuneración en el momento actual, siguen siendo una alternativa de inversión muy utilizada por los inversores. Y contrariamente, los activos más ilíquidos se han considerado los activos inmobiliarios ya que necesitan de un período más o menos dilatado de tiempo para transformarse en liquidez, es decir, venderlos y cobrarlos.

Actualmente existe una amplia gama de activos financieros con distintos grados de liquidez, en función del tiempo que transcurre hasta la conversión del activo en dinero líquido. En algunos casos y con el fin de hacer más atractivos algunos activos financieros cuyo plazo de rescate oscila en torno a los cinco años,

se ofrecen ventanas de liquidez en las que es posible rescatar la inversión sin penalización.

3.2. Perfil del inversor

El perfil del inversor es muy importante para determinar el tipo de cliente que vamos a asesorar y conocer su actitud frente al riesgo. Dada la relación inversa que existe entre rentabilidad y riesgo, analizada en el epígrafe anterior, para poder obtener mayor rentabilidad hay que asumir mayor riesgo. Por consiguiente, para asesorar sobre el producto financiero más adecuado a sus necesidades y preferencias será necesario conocer el perfil de riesgo del inversor en cuestión.

El perfil de riesgo del inversor indica su capacidad para asumir pérdidas, en función de su grado de aversión o tolerancia frente al riesgo.

La aversión o tolerancia frente al riesgo debe de analizarse desde un doble punto de vista:

- **Objetivo**, según el cual la capacidad del inversor de asumir pérdidas derivadas de su inversión viene determinada básicamente por su situación financiera. Es decir, por su nivel de ingresos, gastos y deudas. Aunque también influyen, lógicamente sus objetivos, el horizonte temporal de su inversión, el importe de su inversión y la cantidad de dinero que podría perder sin comprometer demasiado su situación económica actual.
- **Subjetivo**, el cual indica la disposición psicológica del inversor a asumir las pérdidas en caso de producirse y que se verá influida por su personalidad, edad, estado civil, nivel educacional, sexo, etc.

Por consiguiente, determinar el perfil de riesgo del inversor no es tarea fácil ya que implica valorar una gran variedad de elementos, en unos casos cuantificables y en otros de difícil cuantificación dado su carácter cualitativo.

No existe una clasificación exacta de perfiles en los que encajamos a un inversor u otro. Si bien, podríamos agrupar los inversores en tres tipos de perfiles:

– Perfil de riesgo bajo.

Se trata de un inversor muy conservador cuyo objetivo básico es proteger su patrimonio frente a la inflación y admite una exposición mínima al riesgo. Por tanto, busca alternativas de inversión con probabilidad prácticamente nula de obtener pérdidas, aunque la rentabilidad sea baja.

– Perfil de riesgo medio o moderado.

En este caso, el inversor está dispuesto a obtener determinados niveles de pérdidas, en determinados momentos, a cambio de la posibilidad de obtener ciertas rentabilidades a medio o largo plazo.

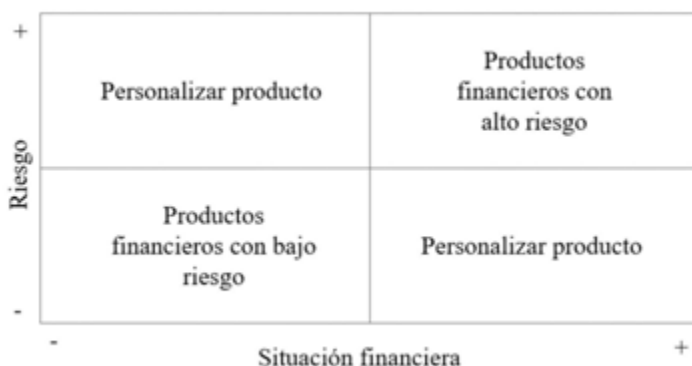
– Perfil de riesgo alto.

Se trata de un inversor agresivo o dinámico cuyo objetivo es el crecimiento del patrimonio, aunque para ello tenga que soportar pérdidas a corto plazo. Y está acostumbrado a las oscilaciones de los mercados. En general, suele tratarse de personas jóvenes y de mediana edad.

Otra clasificación del perfil de riesgo podría hacerse en función de dos criterios:

- Su capacidad financiera esté por debajo o por encima de la media del país.

- Y su disposición a aceptar riesgos se encuentre por debajo o por encima de la media.



Finalmente, cabe señalar que el perfil de riesgo del inversor es algo dinámico que cambia con la situación personal y financiera del individuo, con las experiencias vividas, etc. Y también con el mero transcurso del tiempo, por tanto, debe ser revisada periódicamente.

3.3. Diferencias de género en la inversión

El grado de aversión al riesgo, ya hemos comentado en el epígrafe anterior que se ve influido por variables biológicas (sexo, edad), variables socio-culturales (nivel de estudios, formación...) y variables económicas (nivel de ingresos, fuente de ingresos...).

Psicólogos y sociólogos sostienen que existen diferencias fundamentales en la aversión al riesgo (no financiero) entre hombres y mujeres (Byrnes et al, 1999). Sin embargo, hasta el año 2006 pocos eran los trabajos de investigación que se centraban en la aversión al riesgo financiero.

Entre los trabajos realizados cabe destacar el de Harris (2006), en el cual con una muestra poblacional de 657 participantes evaluaron la probabilidad de involucrarse en varias actividades de riesgo en relación con cuatro ámbitos diferentes (juegos, salud, ocio, y social), e informaron de sus percepciones de: la probabilidad de resultados negativos, la gravedad de los posibles resultados negativos y la satisfacción prevista de las actividades de riesgo. La mujer percibió mayor probabilidad de resultados negativos y menor expectativa de satisfacción, parcialmente mediada por su menor propensión hacia opciones de riesgo en: el juego, el ocio, y en el campo de la salud. La percepción de gravedad de los posibles resultados fue un mediador parcial en los juegos de azar y en el campo de la salud. Sin embargo, los géneros no diferían en su propensión a tomar riesgos sociales. Un quinto ámbito fue evaluado en actividades financieras asociadas con altos beneficios potenciales y menores costes fijos. A diferencia de otros ámbitos, las mujeres estuvieron más propensas a involucrarse en este tipo de comportamientos. Esta diferencia de género fue parcialmente mediada por los juicios de las mujeres en ser más optimistas en asignar una probabilidad de buenos resultados y por ende ser más positivas.

Otros investigadores han centrado su atención en la toma individual de decisiones de bajo riesgo dependiendo del contexto, la idiosincrasia y las características demográficas de quien toma la decisión. Quizá de todas ellas, el género ha sido la característica más sistemáticamente estudiada.

De forma excepcional Fehr-Duda (2006), Endres ML, (2006) y otros abordaron la cuestión de asignar probabilidades dependiendo del género. En la mayoría de estas publicaciones se indica que las diferencias de género son específicas al rango de probabilidades asociado a unas ciertas ganancias o pérdidas. La

ponderación de probabilidades parece ser un importante proceso en las elecciones individuales arriesgadas.

Tras décadas de investigación teórica, todavía son pocos los ámbitos en los que los economistas han adoptado un punto de vista unánime, compatible con las diferentes teorías y hechos aceptados. Posiblemente, el principio más ampliamente aceptado pueda resumirse de la siguiente manera: “El ser humano prefiere proyectos más rentables siempre y cuando la incertidumbre asociada no sea demasiado alta, en cuyo caso preferirá alternativas menos rentables, pero también menos arriesgadas”.

En concordancia con la anterior Ferhr-Duda (2006) por medio de un test de loterías, encuentra que las mujeres son frecuentemente estereotipadas como más adversas al riesgo que los hombres en la toma de decisiones financieras. En este trabajo se analizó si este estereotipo refleja las diferencias de género en el comportamiento real al asumir el riesgo, por medio de un experimento de laboratorio con incentivos monetarios. Las diferencias de género en la toma de riesgo pueden ser debidas a las diferencias en las valoraciones de los resultados o en el peso (ponderación) de la probabilidad. Los resultados del experimento indicaron que las funciones de valor no difieren significativamente entre hombres y mujeres. Sin embargo, hombres y mujeres difieren en su probabilidad de ponderación en sus planes o programas (juegos, inversión etc.). En general, las mujeres tienden a ser menos sensibles a los cambios de probabilidad. También tienden a subestimar las probabilidades de grandes ganancias con más fuerza que los hombres. Este efecto es particularmente pronunciado cuando las decisiones se enmarcan en términos de inversión. Como resultado, las mujeres parecen ser más reacias al riesgo que los hombres en circunstancias específicas.

Por otra parte, en la misma línea de investigación Endres, ML (2006) concluyo qué las evidencias sugieren que los hombres tienen más confianza y menos temor al riesgo en la toma de decisiones financieras. Lo qué los investigadores no mencionan es cómo los hombres y las mujeres responden en forma diferente a los objetivos en situaciones de decisiones financieras. Sé evidenció, que los hombres establecen objetivos personales más difíciles, arriesgando más recursos en este sentido que las mujeres en cuanto a la toma de complejas decisiones financieras. Los hombres no muestran una mayor autoeficacia a diferencia de las mujeres. Como era de esperar, el género interactúa con asignación de objetivos para predecir: la autoeficacia, los comportamientos de riesgos y los objetivos personales. Los hombres y mujeres difieren en el uso de la información proporcionadas por fuentes externas como también en la asignación de objetivos.

También es importante destacar los hallazgos relevantes de Eckel-Grossman (2008) en su publicación “*Men, woman and risk aversion: Experimental Evidence*”, en la cual establecen un resumen y clasificación de las metodologías y los resultados más relevantes de la aversión al riesgo con evidencias en las diferencias sistemáticas del comportamiento del hombre y la mujer. Cabe destacar que el autor divide los estudios y sus distintos instrumentos en dos tipos de experimentos: (1) apuestas abstractas (juegos de azar) y (2) experimentos con decisiones arriesgadas dentro de entornos contextuales (inversiones y seguros). La discusión se centra en los experimentos (hipotéticos o reales) que miden las diferencias de las actitudes al riesgo entre hombres y mujeres utilizando las opciones de riesgo entre las alternativas de riesgo financiero, o las evaluaciones de riesgo en los pagos.

La mayoría de los resultados de los experimentos de apuestas abstractas indican que las mujeres son más adversas al riesgo que los hombres. Sin embargo, estudios en un marco contextual presentan resultados menos consistentes. Por este motivo nuestra investigación “*Risk Financial Decisions and gender differences*” se centra en el análisis de un número determinado de variables sociodemográficas, las cuales han sido analizadas y contrastadas por separado ante la percepción al riesgo financiero entre hombres y mujeres. Los resultados giran alrededor de la medición, en la percepción individual (hombre-mujer) al riesgo financiero, y la cuantificación de este riesgo en la posible inversión hipotética en un producto financiero. Este estudio se hizo en base a una muestra homogénea que incluía a profesores e investigadores de la UB.

En la toma de decisiones financieras el hombre estadísticamente mostró ser más amante del riesgo que la mujer, lo que confirma las conclusiones de otros estudios Fehr-Duda (2006), Endres ML. En relación a la hipótesis de si las variables sociodemográficas son determinantes según el género en la aversión al riesgo, el estudio mostró algunos hallazgos interesantes que pueden generalizar el perfil de inversión de ambos géneros destacando la relevancia de aspectos sociodemográficos por parte de los encuestados. Evaluando el riesgo financiero por parte de mujeres y hombres según los datos de la prueba experimental se puede inferir que la edad no implica diferencia en la percepción individual de las mujeres menores de 40 años contra las mayores de 40 años, en ser más o menos amantes al riesgo. Mientras que en el caso de los hombres se observa una tendencia en los menores de cuarenta años, en mostrarse más amantes al riesgo que los mayores de cuarenta años.

Partiendo del hecho que la muestra correspondía a profesores e investigadores de la UB, era de vital importancia establecer las

diferencias en el riesgo financiero de aquellos que pertenecían a un departamento con algún conocimiento financiero (Economía y Organización de Empresas), contra aquellos que, aún con esta condición académica no pertenecieran a un departamento con conocimientos financieros (Biología, Psicología, Derecho, Farmacia), los resultados de las pruebas de diferencias en las medias indican un hallazgo relevante; las mujeres en departamentos no financieros se perciben más amantes al riesgo que las que pertenecen a un departamento con conocimientos financieros. Sin embargo, en los hombres el comportamiento es diferente ya que los que pertenecen a un departamento con algún tipo de conocimiento financiero, son significativamente más amantes al riesgo que aquellos que no pertenecen a un departamento financiero. Aunque existan algún tipo de reserva en esta conclusión, esta diferencia de género nos puede orientar a pensar que los hombres a mayor conocimiento financiero son más amantes del riesgo que las mujeres, y en el caso de éstas, no necesariamente mayor conocimiento en finanzas da como resultado una mayor aversión al riesgo.

Siguiendo la secuencia en el perfil sociodemográfico y en relación al análisis de la variable anterior, la formación académica entre los/as que son Licenciados/as o Master contrastado con los que son Doctores/as; los resultados indican que este no es un aspecto relevante en la apreciación al riesgo, por no encontrarse diferencias en las puntuaciones de la media en forma individual. Sin embargo, se puede asegurar que los hombres independientemente del grado académico son más amantes del riesgo que las mujeres.

Otro aspecto fundamental en el perfil de los encuestados fue el estado civil (Soltero/a, Casado/a) y los hijos (con hijos, sin hijos), en los cuales se puede asegurar que en forma individual no hay diferencias en la aversión al riesgo, lo que indica que

estas variables no explican la aversión al riesgo, como lo hace el género en sí, en el que el hombre se presenta más amante al riesgo cuando es soltero y sin hijos, al igual que cuando está casado y con hijos. Para terminar de describir el perfil se establecieron diferencias de género con los profesores e investigadores tiempo completo con los de tiempo parcial. La importancia de establecer esta diferencia, parte del hecho que los profesores a tiempo parcial en su mayoría tienen al mismo tiempo otro tipo de remuneración ya sea como empresarios o como empleados asalariados, a diferencia de los que están tiempo completo en la que su vida laboral está íntimamente ligado al ámbito académico. En el caso de las mujeres hay una leve tendencia de estas en ser más amantes al riesgo aquellas que tienen una contratación a tiempo completo, con aquellas que están a tiempo parcial, aunque vale aclarar que esta diferencia no es tan clara, como sí lo es en el caso de los hombres donde significativamente son más amantes al riesgo financiero aquellos que tienen un contrato a tiempo parcial.

Asimismo, se analizó la relevancia que existe en la aversión del riesgo financiero y la compra hipotética de un producto financiero y la posible distribución de inversión en una cartera de productos financieros.

El horizonte temporal, la liquidez y el Riesgo-Rendimiento, son elementos fundamentales que se toman en cuenta en el momento de plantearse la posible inversión en un producto financiero. En relación a los resultados por géneros, se puede inferir que tanto hombres y mujeres a medida que son más amantes al riesgo prefieren productos con menos liquidez y con más Riesgo-Rentabilidad, sin embargo, los resultados indicaron ciertas diferencias de género en relación a cada producto financiero.

Exceptuando la Cuenta Corriente la mujer presenta un comportamiento lineal en la disminución del número de respuestas como en la aversión al riesgo en la medida que, a mayor Riesgo-Rentabilidad menor probabilidad de invertir en cada producto de la cartera. En el caso del hombre el comportamiento es menos claro en la tendencia; se puede observar una probabilidad similar en tres productos (Depósito a Plazo Fijo, Bono Corporativo y Acciones de una Empresa Solvente), al menos en el número de respuestas, sin embargo, en la percepción del riesgo financiero no difiere con las respuestas de las mujeres.

Estudiando las diferencias por cada producto financiero destaca que en la Cuenta corriente al 0.10% anual, en las mujeres no se percibe una diferencia en su preferencia en el sentido de invertir o no invertir en este producto, en cambio los hombres es muy claro que, a mayor preferencia del riesgo, menor es la probabilidad de invertir en este producto. En el Depósito a Plazo fijo ambos convergen en tener el mayor número de respuestas en la opción de “Sí Invertiría” en relación con todos los productos de la cartera, sin embargo, son menos adversos al riesgo en este producto los que respondieron “No invertir”. En el Bono Corporativo a 1 año al 5%, tanto en hombres como mujeres es interesante que no existan diferencias entre los/as que quieren invertir contra los/as que no quieren invertir en forma individual, en la percepción del riesgo financiero, lo que indica que en la percepción del riesgo financiero no es determinante el género para explicar diferencias en relación a la compra de este producto, sin embargo es importante destacar que son los hombres los que, tanto en número de respuestas como en la aversión al riesgo tienen más ponderación que las mujeres.

En productos de menor liquidez, pero mayor Riesgo-Rentabilidad (Acciones), la tendencia para ambos sexos determina

qué a mayor preferencia del riesgo menor número de mujeres y hombres están dispuestos a comprar este tipo de productos, específicamente la compra de acciones. En el caso de la compra de acciones de una Empresa Solvente con una política histórica de dividendos del 7% anual, es clara la diferencia de los hombres a preferir este producto con una aversión al riesgo mucho mayor que los que no invertirían en este producto, a diferencia de las mujeres, donde no es tan claro la suposición de a menor aversión al riesgo mayor sea la probabilidad de la compra de este producto. Finalmente, al analizar el producto financiero de la cartera con mayor riesgo-rentabilidad y menor liquidez, es claro que tanto hombres como mujeres tienen más peso en la aversión riesgo en la opción de “Sí invertiría” contra “No invertiría” en este producto, lo cual indica que sin lugar a dudas que la aversión al riesgo está íntimamente ligada con el binomio Riesgo-Rentabilidad.

Ahora bien, en cuanto a si el género está relacionado con la distribución de la inversión en una cartera de productos financieros, el género puede ser una variable explicativa en invertir más o menos cantidad de dinero en un producto. Empezando con el producto de mayor liquidez y menos riesgo-rentabilidad, la mujer distribuyen más cantidad de dinero de su inversión en una Cuenta Corriente al 0,10% anual que el hombre, sin embargo, para ambos el porcentaje total de la inversión es muy bajo. El mayor porcentaje de la inversión en la cartera para ambos sexos se destina a un Depósito a Plazo fijo al 3% anual, donde claramente se puede inferir que el género no determina la cantidad de la inversión, lo que indicaría que la decisión es completamente racional al estimar mayor liquidez a un menor Riesgo-Rentabilidad, razón por la cual el género no explica este comportamiento. En continuidad con lo anterior el caso del Bono Corporativo al 5% anual, el género tampoco parecería determinar la cantidad invertida por mujeres y hombres, sin

embargo, el hombre tiene una tendencia a destinar más dinero que la mujer, vale destacar que este producto en promedio representa menos del 20% del total de la inversión.

Donde sí es claro que el género influye en la cantidad de dinero a invertir es en la compra de Acciones de una Empresa Solvente con una política de dividendos del 7 % anual sin que la inversión para ambos supere el 25% en la cartera. El hombre duplica la cantidad de dinero en este producto, lo que puede orientar a pensar que el hombre es más amante del riesgo con productos que tienen menos liquidez, pero más Riesgo-Rentabilidad. La información de la política histórica de dividendos es interpretada de forma más positiva por el hombre que por la mujer. Y como último punto siguiendo con la línea de la compra de acciones, el ser hombre o mujer no explica por qué de la cartera de productos, ambos asignan la menor cantidad de dinero en invertir en acciones de una empresa de biotecnología de reciente creación con un pronóstico de dividendos del 12% anual, el cual según los aspectos teóricos de la cartera este es el producto de menor liquidez y de mayor Riesgo-Rentabilidad. Resultado que confirma el hecho de que ambos sexos, independientemente de ser mujer o hombre, son muy temerosos de arriesgar su dinero en un producto altamente arriesgado.

3.4. El comportamiento del inversor

En el s. XVIII, Adam Smith en su obra “la Riqueza de las Naciones” aparece la idea del “*Homo Economicus*” como ser racional que actúa para alcanzar el bienestar más alto posible, dada la información disponible sobre oportunidades y restricciones, tanto naturales como institucionales y teniendo en cuenta su capacidad para lograr unos objetivos predeterminados.

Sin embargo, John Maynard Keynes, en 1936 en su obra “Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero” utiliza el término “*Animals Spirits*” para describir la emoción que influye en el comportamiento humano, tal como se refleja en su texto:

“Aun haciendo a un lado la inestabilidad debida a la especulación, hay otra inestabilidad que resulta de las características de la naturaleza humana: que gran parte de nuestras actividades positivas dependen más del optimismo espontáneo que de una expectativa matemática, ya sea moral, hedonista o económica. Quizá la mayor parte de nuestras decisiones de hacer algo positivo, cuyas consecuencias completas se irán presentando en muchos días por venir, sólo pueden considerarse como el resultado de los espíritus animales —de un resorte espontáneo que impulsa a la acción de preferencia a la quietud, y no como consecuencia de un promedio ponderado de los beneficios cuantitativos multiplicados por las probabilidades cuantitativas.”

En el siglo XXI los avances de la Neuroeconomía permiten evaluar lo que sucede en el cerebro de los inversores cuando toman decisiones y explican comportamientos intuitivos y poco racionales. En el año 2002 Daniel Kahneman, premio nobel de Economía, explica la toma de decisiones de una manera menos racional y más emocional. El ser humano y su conducta viene determinada por su cerebro. Nuestro cerebro puede dar lugar a dos tipos de decisiones: las racionales y las emocionales.

Las decisiones racionales son aquellas en las que podemos analizar detenidamente toda la información de que disponemos y llegar a la misma conclusión que otra persona, mientras que las decisiones emocionales son aquellas en las que otros estados psicológicos como la alegría o el miedo (emociones) están interfiriendo en nuestro proceso de decisión racional y, por tanto,

personas distintas llegan a diferentes conclusiones según sea la emoción que está teniendo lugar.

El método racional de tomar decisiones suele denominarse objetivo y el emocional, intuitivo. Ejemplo del primer caso sería el Asesor Financiero Independiente y del segundo un inversor que especula comprando unas acciones que ha comprado su vecino.

Las emociones están presentes en todas las decisiones que tomamos sean financieras o no, lo que varía es el porcentaje en que están influyendo en la decisión final, siendo muy escasas las decisiones que son exclusivamente racionales o emocionales.

Los inversores siguen la conducta de otros que consideran líderes como pueden ser Warren Buffet, George Soros, Bill Gates, etc. Este efecto se conoce con el nombre de “efecto manada” o “efecto rebaño”, debido a la tendencia que tienen algunas especies de animales a copiar el comportamiento de otros congéneres.

Además, los inversores obtienen la información en que basan sus decisiones de fuentes parecidas (casa de análisis, prensa, etc.) lo que implica que sus actuaciones sean semejantes reforzando al alza o a la baja los movimientos de los mercados.

Si centramos nuestra atención en los analistas financieros y en concreto en los partidarios del Análisis Chartista, dado que ellos toman sus decisiones en base únicamente a dos variables: precio y volumen, ello propicia que la tendencia alcista, bajista o lateral continúe, ya que para ellos lo que vale un valor es lo que marca su precio. A diferencia de los analistas financieros partidarios del Análisis Fundamental que tratan de descubrir aquellos valores que están infravalorados para comprarlos o sobrevalorados para venderlos.

Por otro lado, el inversor se deja influir por el miedo ante casos de histeria colectiva y por la ansiedad ante el temor que ocurra una noticia negativa, propiciando caídas bruscas en los mercados.

Asimismo, el comportamiento de los inversores se ve influido por el hecho de que se da más importancia a la posibilidad de obtener una pérdida que a la de tener una ganancia, ello hace que realicen su inversión enseguida que tienen una ganancia, pero dejan pasar el tiempo en caso de pérdida antes de vender.

Otra variable que influye en el comportamiento del inversor además de la posibilidad de pérdida es la volatilidad de la rentabilidad del activo financiero o del mercado en cuestión. Cuando la volatilidad es muy alta los inversores se asustan, se sienten inseguros y toman decisiones bruscas de venta y ello acentúa la tendencia bajista. De la misma manera, cuando una empresa o entidad financiera anuncia un beneficio menor al esperado se produce una respuesta brusca en los inversores que viene asociada al miedo y provoca la venta de las acciones, es decir, los inversores tienden a sobrereaccionar ante noticias negativas.

Finalmente, no podemos olvidarnos de aquellos factores ambientales que influyen en el comportamiento del inversor, tales como el hecho de que en los días soleados los inversores están más eufóricos y por tanto más dispuestos a invertir que si el día es nublado. Aunque, este comportamiento para días concretos no se cumple para estaciones completas ya que habitualmente en invierno los mercados se comportan en general de manera más alcista que en verano. Si bien, en este caso, influyen otros factores de carácter cultural como el efecto de las vacaciones en verano.





CAPÍTULO IV EL ASESORAMIENTO FINANCIERO

4.1. El test de Conveniencia y el de Idoneidad

El artículo 25 de la MIFID II, con la finalidad de proteger a los inversores, regula los requisitos básicos para evaluar la idoneidad y conveniencia del producto financiero para un inversor específico.

La evaluación de la conveniencia e idoneidad del producto financiero se realiza mediante los respectivos test. Dichos test son realizados por la ESIs y tienen un carácter precontractual ya que se realizan antes de la contratación. La principal finalidad de los mismos estriba en la clasificación del potencial inversor en:

- Cliente minorista (personas físicas, Autónomos y PYMES), considerados como la categoría de clientes con menores conocimientos y experiencia en materia financiera. Por tanto, son los que tienen un mayor nivel de protección, según la normativa MIFID.
- Cliente Profesional (Entidades Financieras, Estados, Administraciones Regionales, Fondos de Pensiones, Grandes Compañías y excepcionalmente, algún inversor particular). Esta categoría de clientes profesionales tienen capacidad, experiencia y cualificación necesaria para analizar y evaluar correctamente el riesgo y a su vez adoptar sus propias decisiones de inversión.

- Contraparte Elegible. En esta categoría se incluyen a las Entidades de Crédito, Empresas de Servicio de Inversión, Entidades Aseguradoras, Entidades de Inversión Colectiva, etc. Dichos clientes son los que gozan de un menor nivel de protección, según normativa MIFID.

El cliente minorista puede solicitar ser catalogado como cliente profesional, con el fin de poder acceder a la contratación de determinados productos reservados a los clientes profesionales, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

- Solicitud expresa, a la Entidad, del cambio de calificación bajo renuncia expresa a la protección como cliente minorista.
- Cumplir con determinadas condiciones relativas a la frecuencia y volumen de operaciones en productos financieros, y a una determinada experiencia profesional en los mercados.
- Aceptación por parte de la Entidad oferente de productos y servicios de inversión de la solicitud de cambio de calificación del cliente solicitante, en función de la capacidad del mismo para analizar y evaluar correctamente el riesgo y a su vez adoptar sus propias decisiones de inversión.

Para que una empresa pueda ser considerada como “Cliente Profesional” debe de cumplir los siguientes requisitos:

- El Activo total de la Sociedad debe ser superior a 20 millones de euros.
- El importe neto de la Cifra de Negocio debe ser mayor de 40 millones de euros.

- Los Recursos Propios deben superar los 2 millones de euros.

Si la Entidad realiza actividades de comercialización de productos financieros está obligada a la realización de un test de conveniencia al cliente.

El **Test de Conveniencia** tiene como objetivo básico es valorar los conocimientos y experiencia del inversor en los mercados financieros, con la finalidad de conocer si el cliente es capaz de comprender la naturaleza y los riesgos de los productos financieros que se le ofrecen. Por consiguiente, la estructura básica de un test de conveniencia gira en torno a las siguientes preguntas:

- Tipos de productos, operaciones y servicios con que está familiarizado el cliente.
- Naturaleza, volumen, frecuencia y período de las operaciones realizadas previamente por el cliente sobre instrumentos financieros.
- Nivel de formación.
- Su profesión actual o anterior

La Entidad tiene la obligación de comunicar al cliente el resultado del test. Si bien, en caso de que la Entidad ya disponga del test de conveniencia por ser ya cliente, no hay que volverlo a hacer.

Sin embargo, en el caso de que un cliente acuda por su propia iniciativa a una Entidad solicitando la suscripción o compra de un activo financiero, ya que solo se trata de ejecución de una orden, no se precisa la realización del test de conveniencia.

En el caso de que la Entidad realice actividades de Asesoramiento Financiero en Inversiones y Gestión de carteras, dado que el Asesor Financiero debe conocer la situación financiera del cliente y su capacidad para soportar pérdida, así como sus objetivos de inversión y su grado de aversión al riesgo, ya que solamente de esta manera podrá determinar la idoneidad del producto para su cliente, debe realizarse el test de idoneidad.

La estructura básica de un **Test de Idoneidad**, agrupa las preguntas en tres grupos: las referentes a la situación financiera del cliente, las de los objetivos de inversión del cliente y las relativas a conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de la inversión correspondiente al tipo de producto o servicio en concreto.

Por lo que a las preguntas sobre la situación financiera del cliente debe conocerse cuáles son sus:

- Fuente de Ingresos periódicos.
- Nivel de Ingresos periódicos.
- Activos Líquidos, Inversiones y Bienes Inmuebles que posea.
- Compromisos Financieros periódicos.

En relación a los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, es necesario conocer:

- Horizonte temporal deseado para la inversión.
- Preferencia en relación con la asunción del riesgo.
- Perfil de riesgo.
- Finalidad de la inversión.

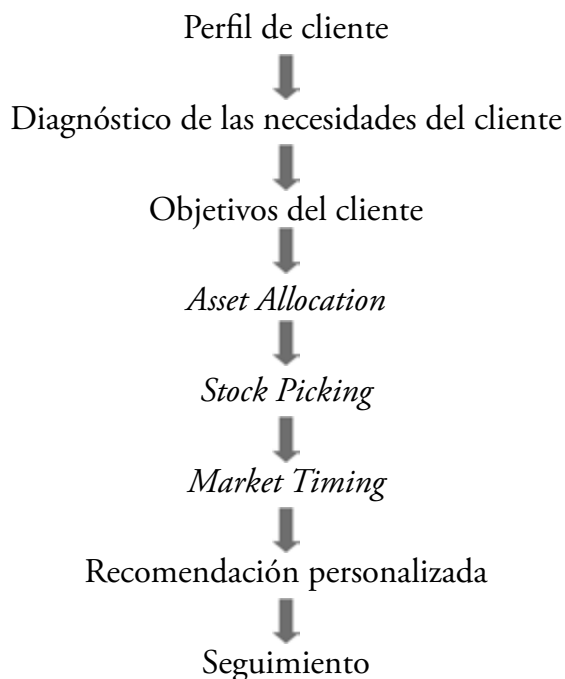
Y por lo que respecta a los Conocimientos y Experiencia del cliente en el ámbito de la inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, el asesor financiero debe saber:

- Tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con que está familiarizado el cliente.
- Naturaleza de las operaciones del cliente sobre Instrumentos Financieros.
- Volumen de las operaciones del cliente sobre Instrumentos Financieros.
- Frecuencia de las operaciones del cliente sobre Instrumentos Financieros.
- Período durante el cual se han llevado a cabo.
- Nivel de formación.
- Profesión actual o anterior pertinente.

Si el cliente se niega a facilitar dichas informaciones, la Entidad no podrá prestarle el servicio de asesoramiento.

4.2. El proceso de Asesoramiento Financiero

Con el fin de realizar recomendaciones personalizadas, sobre productos financieros que sean óptimos para nuestro cliente, el Asesor Financiero basándose principalmente en la entrevista personal, seguirá el siguiente proceso:



En primer lugar y en base al test de idoneidad, analizado en el epígrafe anterior, se procederá a detectar el “Perfil de cliente”, creando una atmosfera de confianza y mostrando una actitud resolutiva ante sus necesidades y problemas.

En segundo lugar, deberá hacer un “Diagnóstico de las necesidades del cliente”, preguntando y escuchando. Sin olvidar que el protagonista es el cliente.

En tercer lugar, deberá identificar cuáles son los “Objetivos del cliente”. Y a continuación con todas estas informaciones que ha obtenido gracias a la entrevista personal y al “test de idoneidad”, procederá a la asignación de activos.

La “Asignación de Activos”, conocida en inglés por *Asset Allocation*, consiste en la distribución del importe de la inversión, o

de su patrimonio, entre las distintas clases de activos. Es decir, entre activos monetarios, de renta fija, renta variable, activos inmobiliarios, *commodities* (materias primas), derivados, etc.

Para la Asignación de Activos es muy importante el perfil del cliente inversor ya que ello provocará que, en los casos de perfiles muy adversos al riesgo algunos de los activos, tales como derivados, sean descartados de entrada.

Por tanto, la selección y determinación de los porcentajes a invertir entre los diferentes activos dependerá del perfil del cliente, pero también de sus objetivos, de sus necesidades, de su situación patrimonial, ...Otros elementos claves a considerar serán el horizonte temporal de la inversión y la coyuntura económica que se esté atravesando y sus expectativas futuras. De ahí, la gran importancia de esta etapa en el proceso de asesoramiento financiero, con el fin de alcanzar una rentabilidad satisfactoria con el menor riesgo posible. De tal manera que, para algunos autores como Ibbotson y Kaplan (2010) casi el 100% de la rentabilidad viene explicada por la estrategia de *Asset Allocation*.

La Asignación de Activos es recomendable que se haga de forma dinámica, es decir que debe ser cambiante en función de la coyuntura económica que se esté atravesando y en función de la evolución de los mercados, con el fin de intentar optimizar la rentabilidad. Si contrariamente, el asesor financiero ha optado por una estrategia de Asignación de Activos Pasiva serán los propios mercados que con su evolución modificarán los porcentajes iniciales asignados a cada clase de activos.

Una vez determinados los porcentajes que se invertirán en cada clase de activos, debemos elegir en que divisas invertiremos. Imaginemos que hemos determinado que invertiremos un 55%

en renta variable. Ahora debemos decidir en la divisa o divisas que queremos invertir esta renta variable. En esta decisión se debe tener en cuenta el riesgo de cambio que se incurre al invertir en una divisa diferente al euro, riesgo que se añade al de la renta variable propiamente dicha. Por ejemplo, dado que se trata de un perfil de riesgo moderado decidimos invertir el 55% en renta variable en euros. De igual manera, se procede con las otras clases de activos como la renta fija.

Cuando tenemos determinados los porcentajes en que invertiremos nuestro patrimonio entre los diferentes activos y divisas, debemos elegir los mercados en los que vamos a invertir en función de las expectativas de evolución futura de los mismos. Siguiendo con nuestro ejemplo de inversión del 55% en renta variable en euros debemos seleccionar que mercados prevemos tendrán una evolución más favorable y asignamos porcentajes. Por ejemplo 30% Bolsa Española y 25% Bolsa Alemana.

A continuación, y en función de la coyuntura económica esperada elegiremos los sectores más adecuados. Por ejemplo, si iniciamos una coyuntura económica expansiva los sectores que se verán más favorecidos serán los sectores procíclicos como construcción y automóviles. Mientras que si estamos en una situación de crisis económica invertiremos en sectores defensivos como las *Utilities*, es decir gas, energía...

La siguiente etapa corresponde a lo que en inglés se conoce como "*Stock Picking*" y que consiste en la selección dentro de cada sector del valor o valores que pensamos que tienen un mayor potencial de crecimiento y/o una política de dividendos más favorable, en el caso de la Renta Variable. La selección de los valores en concreto que invertiremos en cada clase de activos se suele realizar mediante la técnica del "Análisis Fundamental".

El Análisis Fundamental tiene por objetivo descubrir si una sociedad cotizada está infravalorada o sobrevalorada, para en el primer caso comprar sus acciones y en el segundo venderlas. Se basa en la hipótesis de que los inversores tienen un comportamiento racional y por consiguiente, su finalidad es llevar a cabo inversiones eficientes.

La principal tarea del Análisis Fundamental es anticipar el comportamiento bursátil de una sociedad cotizada. Y se basa en el análisis económico-financiero y bursátil de la compañía. Una vez seleccionados los valores en que queremos invertir, una decisión muy importante es el “*Timing*”. Es decir, el momento concreto en que debe de materializarse la decisión de invertir en dicho valor.

El “*Market Timing*” consiste en la selección de los momentos adecuados para comprar o en su caso vender un valor y se realizará mediante el “Análisis Técnico”. Su filosofía básica es que las cotizaciones se mueven siguiendo unas tendencias. Y su hipótesis básica es que el pasado se repite.

Mientras el Análisis Fundamental analiza un gran número de variables para determinar si el valor está infravalorado o sobrevalorado, el Análisis Técnico utiliza como variables clave solo la cotización y el volumen de contratación. Sin embargo, el conjunto de técnicas para descubrir cuál es el mejor momento de compra o de venta de un valor es amplia. En todo caso, no debe olvidarse que los partidarios del Análisis Técnico creen que valor y precio coinciden.

Conviene recordar qué tanto en la Asignación de Activos, como en la selección de la divisa de denominación de los mismos, la elección del mercado y sector y finalmente de los valores concretos es importante mantener un grado de diversificación

adecuados, con el fin de intentar minimizar los riesgos de la inversión y que las pérdidas en un determinado valor, mercado, etc. se vean compensadas con las ganancias en otro.

Asimismo, se debe señalar que el proceso de asesoramiento financiero no concluye con la ejecución de órdenes de compra o de venta, es decir, con la implementación de las recomendaciones efectuadas. El Asesor Financiero deberá hacer un seguimiento continuado de las recomendaciones realizadas, con el fin de adecuar la cartera del inversor a los cambios en los mercados y a las necesidades de su cliente.

4.3. Asesoramiento Financiero y Planificación Financiera

La planificación financiera o patrimonial, en la terminología anglosajona *financial planning*, parte del análisis del perfil personal y financiero del cliente, de sus flujos de dinero (estructura de ingresos y gastos), de su balance patrimonial (bienes y deudas) y tiene por finalidad ofrecer una programación exhaustiva de actuaciones con el fin de conseguir los objetivos determinados por el cliente. Por consiguiente, va más allá del asesoramiento financiero para la realización de un plan de inversión, es decir del asesoramiento para la gestión de un capital o un patrimonio como inversión a largo plazo. La planificación financiera ayuda al cliente a tomar decisiones económico-financieras para conseguir los objetivos marcados.

Los objetivos de la planificación financiera, en el caso de una persona física, son variados y los podemos agrupar en:

- Protección personal (enfermedad, invalidez, dependencia, muerte y responsabilidad civil).

- Acumulación de capital (imprevistos, educación y ayuda a los hijos, jubilación y aumento del patrimonio).
- Reducción pago impuestos (sobre la renta de personas físicas, sucesiones, etc.).
- Adquisición de vivienda (habitual, segunda o tercera residencia, o como inversión).
- Planificación de la herencia.

La planificación financiera global ayudará al cliente a gestionar sus recursos y a su capacidad de generarlos, con la finalidad de construir el futuro que desea el cliente. La primera fase consiste en la identificación de los objetivos del cliente, a los que hemos hecho alusión en el párrafo anterior, y el horizonte temporal. En este caso por horizonte temporal nos referimos al período de tiempo necesario para que los activos mobiliarios o inmobiliarios del cliente generen rendimientos. Por ejemplo, un inversor que quiere planificar su jubilación su horizonte temporal no son los años que le faltan para su jubilación sino los años que según la esperanza de vida le quedan para seguir viviendo.

La segunda fase consiste en la identificación de sus fuentes de ingresos y gastos. Por lo que a los Ingresos se refiere se deben detallar los diferentes tipos de rentas, su importe y periodicidad de cobro (pensión, alquileres, dividendos, intereses...). Para ello solicitaremos a nuestro cliente la Declaración de la Renta de Personas Físicas y de Patrimonio, en su caso, tasaciones...). Y en cuanto a los gastos existen diferentes clasificaciones, pero a mi entender la más práctica es la que los agrupa en discrecionales y no discrecionales.

Los gastos no discrecionales son los más difíciles de reducir ya que se trata de gastos en manutención, vestido, calzado, suministros, salud, impuestos, seguros, pago deudas.... Si bien, incluso en este caso pueden reducirse los gastos de suministro, consultando tarifas con otras Compañías que ofrecen servicios alternativos o lo mismo por lo que se refiere a los Seguros o deudas, unificándolos en una única Compañía que nos ofrecerá mejores condiciones. En el caso de las deudas, deberá hacerse un estudio detallado de los pagos por intereses, comisiones, amortizaciones financieras, vencimientos, etc., utilizando la documentación pertinente.

Los gastos discrecionales son los más fáciles a priori de ajustar, pero los más delicados a la hora de reducirlos ya que se trata del ocio en general, como viajes, estética, regalos para la familia y amigos... Los extractos bancarios y los extractos de las tarjetas de crédito nos facilitarán la tarea a la hora de hacer el detalle de los diferentes gastos.

El saldo entre Ingresos y Gastos es el Flujo de Caja Real que obtendrá el cliente. Si este es inferior a las necesidades que considera el cliente deberán revisarse sus inversiones tanto mobiliarias como inmobiliarias, con el objetivo de obtener una mayor rentabilidad, coherente con su perfil de riesgo y así obtener un Flujo de caja que satisfaga a nuestro cliente. En este caso, deberemos proceder tal como se ha indicado en el epígrafe anterior.

La implementación adecuada del plan financiero exige que el Asesor Financiero sea un buen negociador, con el fin de obtener las mejores condiciones de las Entidades Financieras que deberán ejecutar las órdenes de compra-venta de valores, o de las deudas que deberá renegociar, o de las primas de Seguros, entre otras.

La última etapa de la planificación financiera es el seguimiento de la gestión patrimonial de manera continuada, a través de la comparación entre los resultados obtenidos y los teóricos planteados con el fin de analizar y corregir las posibles desviaciones. Dicho seguimiento debe comunicarse al cliente de forma periódica, a través de reuniones personales o por los medios telefónicos o telemáticos acordados.

Finalmente, cabe señalar que en el caso de la planificación de la sucesión, si la transmisión es *inter vivos*, el Asesor Financiero deberá acudir a un abogado de su confianza o de la confianza del cliente para que éste proceda con las tareas administrativas y legales que comporta la donación. Y si la transmisión es *mortis causa*, es necesario revisar el testamento para determinar claramente las herencias y las condiciones para su disposición.



❖ **CAPÍTULO V LA FIGURA DEL ASESOR FINANCIERO**

5.1. El Asesor Financiero Independiente

La función del Asesor Financiero Independiente es una figura clave para que los ahorradores sean capaces de encontrar de manera objetiva el mejor producto financiero para sus inversiones, teniendo en cuenta su perfil de riesgo, sus necesidades financieras y fiscales y el horizonte temporal de la inversión.

La cultura financiera en España, tradicionalmente se ha centrado en que el ahorrador buscaba el asesoramiento financiero en la Entidad Financiera, de la que era cliente. La función de asesoramiento financiero se realizaba por el propio comercializador de los productos financieros, con algunas recomendaciones de familiares o amigos.

El largo período de tiempo de tipos de interés altos para los depósitos bancarios ha contribuido a este asesoramiento financiero bancarizado, muy personalizado en el director/subdirector de la oficina y/o en el gestor de particulares, canalizando de esta manera el flujo de ahorros hacía los préstamos a las empresas y ocasionando en algunos casos conflicto de intereses entre el cliente y el empleado bancario.

El ciudadano español, en general tenía un escaso conocimiento de los productos financieros, limitándose al depósito bancario. Y en algunos casos, las acciones, las obligaciones y los Fondos de Inversión. Tampoco debemos olvidar, que hasta el año 2007 el activo de inversión por excelencia, de los españoles, era la compra de una vivienda. La inversión inmobiliaria se

retroalimentaba por la creencia generalizada de que el sector inmobiliario siempre tenía un comportamiento alcista de sus precios. No formaba parte de su preocupación ni siquiera de su consideración la conveniencia de una adecuada planificación financiera de sus ahorros, en función de criterios de rentabilidad, riesgo y liquidez. No vamos a comentar la contratación de participaciones preferentes y de deuda subordinada, hechos desde el más absoluto desconocimiento del producto, por parte del inversor.

A diferencia del Asesoramiento fiscal muy extendido en España, el Asesoramiento Financiero no ha sido sentido como una necesidad para la que también se debía contar con expertos, a diferencia de otros países como Estados Unidos y Reino Unido, en los que existe una larga tradición.

Sin embargo, un estudio realizado este año 2017 por *Country Financial* indica que el 50% de los estadounidenses consultan a un miembro de la familia (madre, padre, cónyuge, hermano o hijo) en busca de asesoramiento financiero, mientras que el 40% consulta a un asesor financiero. Siendo menos importantes otras opciones como buscar asesoramiento en amigos, empleadores, o compañeros de trabajo. Aunque el 51% de los encuestados reconoce que no está gestionando bien sus propias inversiones o ahorros.

Desde el punto de vista del análisis del riesgo es fundamental consultar con un Asesor Financiero ya que éste ha pasado a ser un análisis complejo, con interpretaciones de ratings, coeficientes de volatilidad, ratios de Sharpe, Treynor, Alfas de Jensen, etc. Además, la existencia de productos derivados (futuros y opciones), productos estructurados, que exigen conocimientos financieros avanzados hace más difícil la elección del producto o vehículo de inversión adecuado. Para ello es necesario contar

con un experto capaz de interpretar todas estas informaciones y todas estas alternativas de inversión.

Creemos que hoy es absolutamente imprescindible que la mayoría de ciudadanos se convenzan de la necesidad de contar con un experto en materia financiera y que ese experto, sea un Asesor Financiero Independiente, a fin de garantizar la objetividad de manera total.

El éxito de una cartera de inversiones, independientemente de su tamaño, depende en gran parte de la selección de las inversiones realizadas y de la elección del momento de llevarlas a cabo, así como del seguimiento de las mismas.

Una misma inversión según sea la evolución del mercado puede incrementar o reducir el valor de la cartera y en consecuencia, del patrimonio del inversor. Por consiguiente, toda decisión de inversión va a condicionar los resultados futuros de la misma y consecuentemente su valor.

Para instrumentalizar el producto de inversión más adecuado, a las necesidades y perfil del inversor ya hemos visto, en el capítulo anterior, que hay que analizar las diferentes alternativas de inversión disponibles, que estén al alcance del inversor en cuanto a tamaño, rentabilidad, riesgo y liquidez, a fin de conseguir una estructura de inversión que optimice el valor de sus inversiones.

Actualmente la selección de la alternativa de inversión más adecuada en cada caso conlleva una gran complejidad. Ello se debe en gran parte al desarrollo, en estos últimos años, de nuevos productos financieros, nuevos vehículos de inversión y nuevos mercados, tales como el Mercado Alternativo bursátil (MAB) o el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Por lo que hace

referencia a nuevos vehículos de inversión nos referimos a los *Exchange Traded Funds* (ETFs), las emisiones de deuda por parte de medianas empresas, los productos estructurados, el Capital Riesgo, los *Business Angels*, el *Crowdfunding*, el *Crowlending*, los instrumentos de inversión alternativa (*Hedge Funds*) y las Sociedades Cotizadas de Inversión en Mercados Inmobiliarios (SOCIMIS), entre otros. Asimismo, cabe mencionar el gran desarrollo de los Fondos de Inversiones y de los Fondos de Pensiones, con una amplia gama de los mismos y de los mercados de productos derivados (opciones y futuros).

La adecuación de las diferentes alternativas de inversión tradicionales y no tradicionales en función del perfil del inversor y de sus necesidades presentes y futuras hacen que esta sea una tarea difícil.

Por consiguiente, la selección de la alternativa de inversión más adecuada, y su seguimiento por parte del Asesor Financiero independiente individual o a través de una E.A.F.I (Empresa de Asesoramiento Financiero), provocará que estas decisiones de inversión incrementen el patrimonio del inversor.

5.2. Las Empresas de Asesoramiento Financiero (E.A.F.I.)

La Ley 47/2007 de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que traspone a nuestro Ordenamiento la Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, contempla un nuevo tipo de empresas de servicios de inversión para prestar exclusivamente el servicio de asesoramiento en materia de Inversión. Si bien, hasta el año 2009 no se crean las primeras empresas de asesoramiento de inversión.

Las Empresas de Asesoramiento Financiero, conocidas por sus siglas como E.A.F.I.s, son una modalidad de E.S.I.s (Empresas de servicios de Inversión), que están autorizadas exclusivamente a prestar servicios en materia de inversión. Es decir, no pueden recibir ni transmitir órdenes de compra-venta de valores ni colocar instrumentos financieros.

Sin embargo, existen otras Entidades que además de ejercer otras funciones pueden prestar servicios de inversión, como las Sociedades de Valores, Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, Entidades de Crédito y Entidades Extranjeras autorizadas para la prestación de servicios de inversión en el territorio español.

El Asesoramiento Financiero en materia de inversión consiste en la emisión de una recomendación personalizada a un cliente con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos. Por consiguiente, no se considera asesoramiento financiero en materia de inversión una recomendación generalizada sobre un instrumento financiero realizada en prensa o en cualquier otro medio de difusión (radio, televisión). Ni tampoco cualquier recomendación no personalizada relacionada con el ámbito de la comercialización. Asimismo, no se considera asesoramiento de inversión aquel que se presta en el ejercicio de otra actividad profesional (asesoramiento legal o fiscal, por ejemplo), siempre que su prestación no esté específicamente remunerada.

Las E.A.F.I.s no están vinculadas a ninguna Entidad Financiera. Por consiguiente, recomendarán a su cliente el o los instrumentos financieros más adecuados en función de los conocimientos, experiencia, situación financiera, objetivos de inversión, perfil de riesgo, etc., del mismo. Informaciones que tal como se

ha comentado en el epígrafe 4.1., las obtendrá de la realización a su cliente del Test de Idoneidad.

Una vez realizado el Test de Idoneidad, es habitual firmar un contrato de asesoramiento entre la E.A.F.I. y el cliente, aunque la normativa no lo exige. Asimismo, antes de prestar el servicio de asesoramiento la Entidad deberá informar al cliente de los costes que conlleva el servicio.

Generalmente, las tarifas se aplican sobre el valor efectivo de la cartera asesorada y/o sobre la revalorización de dicha cartera. De manera alternativa, la EAFI puede cobrar una tasa por el tiempo que haya dedicado a analizar la cartera del cliente ya sea por horas o por fracciones horarias.

Las E.A.F.I.s pueden ser tanto personas físicas como jurídicas, pero en ambos casos deben estar inscritas en el correspondiente Registro de la CNMV y están sujetas a su supervisión. Los requisitos necesarios para que una persona física o jurídica se constituya como E.A.F.I. están reguladas por el R.D. 217/2008 de 15 de febrero sobre el Régimen Jurídico de Empresas de Servicios de inversión y por la Circular 10/2008 de 30 de diciembre de la CNMV que regula los requisitos organizativos necesarios para su inscripción y autorización en la CNMV.

Una persona física para constituirse como una E.A.F.I. debe cumplir los siguientes requisitos y presentar a la C.N.M.V. la documentación relativa a:

1. Información sobre el titular de la E.A.F.I., consistente en:
 - *Curriculum Vitae* y acreditaciones.

- Certificado Seguro de Responsabilidad Civil Profesional que cubra todo el territorio de la Unión Europea (U.E.), aval u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional en el ejercicio de su actividad en toda la U.E., con una cobertura mínima de 1.000.000 de euros por reclamación de daños y un 1.500.000 de euros anuales frente a todas las reclamaciones.
 - Manual de procedimientos para la prevención de blanqueo de capitales.
2. Programa de Actividades y Plan de Negocio que acredite su viabilidad.
 3. Estructura organizativa, medios materiales, técnicos y humanos adaptados a la actividad que se va a realizar.
 4. Normas de conducta y relaciones con la clientela:
 - Folleto de tarifas.
 - Reglamento Interno de Conducta.
 - Reglamento para la Defensa del Cliente.

Una persona jurídica para constituirse como una E.A.F.I. debe revestir la forma de Sociedad Anónima o de Responsabilidad Limitada constituida por tiempo indefinido y debe cumplir los siguientes requisitos y presentar a la C.N.M.V. la documentación relativa a:

1. Información sobre la Sociedad:
 - Estatutos.

- Capital social 50.000 euros totalmente desembolsados, o en caso de que éste sea menor un Certificado del Seguro de Responsabilidad Civil Profesional que cubra todo el territorio de la Unión Europea (U.E.), aval u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional en el ejercicio de su actividad en toda la U.E., con una cobertura mínima de 1.000.000 de euros por reclamación de daños y un 1.500.000 de euros anuales frente a todas las reclamaciones.
 - Manual de procedimientos para la prevención de blanqueo de capitales.
2. Composición órgano administración, con un mínimo de tres miembros.
 3. Estructura accionarial y del grupo.
 4. Programa de Actividades y Plan de Negocio que acredite su viabilidad.
 5. Estructura organizativa, medios materiales, técnicos y humanos adaptados a la actividad que se va a realizar.
 6. Normas de conducta y relaciones con la clientela:
 - Folleto de tarifas.
 - Reglamento Interno de Conducta.
 - Reglamento para la Defensa del Cliente.

Tanto las Personas físicas que se constituyan como E.A.F.I., como las que representen a las personas jurídicas en los órganos de administración, los miembros del Consejo de Adminis-

tración, los directores generales o asimilados, los responsables de funciones de control interno y otros puestos claves para el desarrollo diario de la actividad, deben reunir los requisitos de honorabilidad, conocimientos, experiencia y buen gobierno.

Por honorabilidad personal, comercial y profesional, se entiende que las personas a nivel individual hayan mostrado una conducta personal, comercial y profesional que no arroje dudas sobre su capacidad para desarrollar una gestión sana y prudente de la empresa de servicios de inversión.

En cuanto a los requisitos de conocimientos y experiencia, las personas físicas deben de tener la formación y perfil adecuados, en especial en las áreas de servicios de inversión, banca y otros servicios financieros y experiencia práctica derivada de sus anteriores ocupaciones durante períodos de tiempo establecidos.

Y por buen gobierno, se entiende la ausencia de potenciales conflictos de interés y la capacidad de dedicar el tiempo suficiente para llevar a cabo las funciones correspondientes.

Otro requisito a cumplir por parte de una E.A.F.I persona física es tener su residencia en España y en el caso de una E.A.F.I persona jurídica, tener su domicilio social y su administración central en territorio nacional.

Finalmente señalar que una E.A.F.I. persona física puede transformarse en una E.A.F.I persona jurídica, en cuyo caso se precisa también la aprobación de la C.N.M.V. Y una vez la E.A.F.I. ha recibido la notificación de autorización por parte de la C.N.M.V. debe de iniciar sus actividades dentro de los doce meses siguientes. En caso contrario se revocaría la autorización.

Asimismo, debemos señalar que las obligaciones informativas a la C.N.M.V. son diferentes en el caso de una E.A.F.I. persona física y el de una E.A.F.I. persona jurídica. En el primer caso, basta con la presentación anual de un Informe realizado por un experto independiente. Mientras que en el segundo caso, se precisa un Informe de Cumplimiento Normativo, un Informe de Gestión de Riesgos, un Informe de Auditoria Interna y un Informe Externo de Prevención de Blanqueo de Capitales y la presentación de las Cuentas Anuales Auditadas.

5.3. Desarrollos de las E.A.F.I.s en España

El crecimiento de las Empresas de Asesoramiento Financiero ha sido menor en España que el registrado en otros países de Europa en donde desempeñan un papel fundamental en el sistema financiero. Si bien, el número de E.A.F.I.s ha seguido creciendo desde sus inicios en 2009 hasta el momento actual, tal como puede observarse en el siguiente cuadro:

EVOLUCIÓN NÚMERO E.A.F.I.S.

EAFI Personas Físicas	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
ALTAS	2	10	11	6	9	8	5	3	54
BAJAS	0	0	0	3	4	6	5	3	21
Total EAFI Personas Físicas	2	10	11	3	5	2	0	0	33
EAFI Personas Jurídicas	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
ALTAS	14	26	20	17	20	18	18	14	147
BAJAS	0	0	0	2	0	3	8	7	20
Total EAFI Personas Jurídicas	14	26	20	15	20	15	10	7	127
EAFIs	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
TOTAL ALTAS EAFIs	16	36	31	23	29	26	23	17	201
TOTAL BAJAS EAFIs	0	0	0	5	4	9	13	10	41
TOTAL EAFIs	16	36	31	18	25	17	10	7	160

Fuente: CNMV y elaboración propia

En el cuadro anterior puede verse que desde un principio la elección de constituirse en E.A.F.I persona jurídica ha sido la dominante, llegando a la cifra máxima de altas en los años 2011 y 2013 con 20 E.A.F.I.s. nuevas en cada uno de estos años

y registrándose a partir de entonces algunas bajas. El número total de E.A.F.F.I.s. personas jurídicas, a finales de diciembre de 2016, ascendió a 127 representando un 91,87% del total de E.A.F.I.s existentes. Sin embargo, el número de altas de E.A.F.I.s como personas físicas se ha ido reduciendo de forma notoria, aunque irregular, ascendiendo a un total de 33, a finales del 2016, representando un 8,13% del total de E.A.F.I.s existentes. La escasa importancia del número de E.A.F.I.s personas físicas, radica en los costes que tiene que asumir y las obligaciones que tiene que soportar, dada su reducida dimensión. La composición a finales del año pasado, puede verse en el siguiente cuadro:

ESRUCTURA E.A.F.I.S en el año 2016

	ALTAS	BAJAS	ACTUAL
EAFI Personas Físicas	54	21	33
EAFI Personas Jurídicas	147	20	127
TOTAL EAFIs 31.12.2016	201	41	160

Fuente: CNMV y elaboración propia

El hecho de que el número total de bajas (41) en estos ocho años haya sido notable, obedece a múltiples causas, entre ellas destacamos:

- Falta de actividad.
- Transformación de una E.A.F.I. persona física en E.A.F.I. persona jurídica.
- Transformación de una E.A.F.I. persona jurídica en Agencia de Valores.
- Incorporación a otra E.A.F.I.
- Incorporación a una Entidad Financiera.

Si analizamos la evolución del patrimonio asesorado, en millones de euros, en el siguiente cuadro vemos que ha sido favorable, con un incremento del 7,73% en el año 2016, en relación al año anterior:

EVOLUCIÓN PATRIMONIO ASESORADO (en miles de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CLIENTES MINORISTAS	1.710.385	2.181.943	3.267.079	4.991.653	5.719.292	6.819.150	6.480.226
CLIENTES PROFESIONALES	3.854.641	3.151.565	3.594.287	3.947.782	4.828.459	5.109.720	5.586.455
OTROS	10.549.854	10.699.600	7.915.132	8.690.646	10.843.759	13.479.037	15.305.882

Fuente: CNMV y elaboración propia

Sin embargo, la evolución de los ingresos, expresados en el cuadro siguiente en miles de euros, muestran una disminución del 8,54% en el año 2016, en relación al 2015. Comportamiento negativo que se acrecienta al observar los resultados que en 2016 sufrieron una disminución del 30,80% en relación al 2015. Ello se debe en parte a que 2 de las E.A.F.I.s que se dieron de baja, tenían un volumen de ingresos alto y buenos resultados. se han transformado en Agencias de Valores. Asimismo, otras 2 E.A.F.I.s que se dieron de baja, en el último trimestre del año, lo hicieron para integrarse en 2 E.A.F.I.s ya existentes y los ingresos y resultados que obtuvieron hasta la fecha de integración no están computados. Sin embargo, el número de clientes y volumen de patrimonio asesorado si computa ya que figuran los que estaban a 31 de diciembre de 2016.

EVOLUCIÓN INGRESOS Y RESULTADOS DE LAS E.A.F.I.s

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INGRESOS	20.745	31.053	26.177	33.273	47.766	56.783	51.935
RESULTADOS	6.801	7.474	4.239	6.890	11.969	11.525	7.975

Fuente: CNMV y elaboración propia

A pesar de la evolución negativa de los ingresos y de los resultados del año 2016, el número total de clientes aumentó un 6,48%.

EVOLUCIÓN TOTAL CLIENTES Y TOTAL PATRIMONIO ASESORADO

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CLIENTES	2.431	3.677	1.484	4.002	4.562	5.544	5.903
PATRIMONIO ASESORADO	16.115	16.033	14.776	17.630	21.392	25.408	27.373

Fuente: CNMV y elaboración propia

Analizando la información del patrimonio por tipo de clientes se observa como en el año 2016 se produce un decremento del patrimonio asesorado a clientes “minoristas”, del orden de un 4,97%, mientras que se produce un incremento del 9,33% en el patrimonio asesorado a clientes “profesionales” y de un 13,55% por lo que respecta al apartado “otros”. Una explicación puede estar en el hecho de los honorarios que se cobran por asesoramiento, que en el caso de los “clientes minoristas” es mayor que el que se cobra a “clientes profesionales” y a “otros”.

EVOLUCIÓN PATRIMONIO ASESORADO (en miles de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CLIENTES MINORISTAS	1.710.385	2.181.943	3.267.079	4.991.653	5.719.292	6.819.150	6.480.226
CLIENTES PROFESIONALES	3.854.641	3.151.565	3.594.287	3.947.782	4.828.459	5.109.720	5.586.455
OÍROS	10.549.854	10.699.600	7.915.132	8.690.646	10.843.759	13.479.037	15.305.882

Fuente: CNMV y elaboración propia

Sin embargo, si agrupamos los clientes en “minoristas” y “no minoristas”, vemos que la evolución del número de contratos en ambos casos ha sido positiva, con unas variaciones de un 6,44% y de un 6,96%, respectivamente.

DETALLE DE LA EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE CONTRATOS POR TIPO DE CLIENTES (en miles de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CLIENTES MINORISTAS	2.345	3.542	3.285	3.738	4.319	5.156	5.488
CLIENTES NO MINORISTAS	86	135	199	264	316	388	415
TOTAL	2.431	3.677	3.484	4.002	4.635	5.544	5.903

Fuente: CNMV y elaboración propia

Si analizamos la evolución del patrimonio medio asesorado por contrato observamos en el año 2016 un fuerte descenso, en

relación a 2015, del 10,72% en el apartado de los clientes “minoristas”, mientras que en los clientes “no minoristas” existe un incremento del 5,08%, que hace que en total el patrimonio medio asesorado por contrato registre una variación positiva del 4,66%.

DETALLE DE LA EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO MEDIO ASESORADO POR CONTRATO (en miles de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CLIENTES MINORISTAS	729	616	995	1.335	1.324	1.323	1.181
CLIENTES NO MINORISTAS	167.494	102.601	57.836	47.873	49.596	47.909	50.342
TOTAL	168.224	103.217	58.831	49.208	50.920	49.232	51.524

Fuente: CNMV y elaboración propia

En el siguiente cuadro se estudia la evolución del patrimonio medio por E.A.F.I., en miles de euros, que muestra una disminución del 10,22%, en el epígrafe de clientes “minoristas”, un incremento del 3,29% en el de clientes “profesionales” y del 7,28% en el de “Otros”. Registrándose en total un incremento del 1,78% en el patrimonio medio asesorado por E.A.F.I., en el año 2016 en relación al año anterior.

DETALLE DE LA EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO MEDIO ASESORADO POR E.A.F.I (en miles de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CLIENTES MINORISTAS	32.829	26.609	32.347	39.616	39.995	44.280	39.756
CLIENTES PROFESIONALES	74.128	38.434	35.587	31.332	33.765	33.180	34.273
OTROS	202.882	130.483	78.368	68.973	75.830	87.526	93.901
TOTAL	309.902	195.526	146.302	139.921	149.591	164.986	167.930

Fuente: CNMV y elaboración propia

La disminución del asesoramiento realizado a clientes minoristas en 2016 ya se podido observar también anteriormente al analizar la composición de la evolución registrada por los Ingresos.

Por lo que hace referencia a la distribución territorial de las E.A.F.I.s cabe señalar que existe una gran concentración de las

mismas en Madrid con un 50,63% de las E.A.F.I.s registradas, siguiéndole Barcelona con un 16,25%, Valencia con un 3,75%, Murcia y Bilbao con 3,13% cada una, Alicante, Málaga, Navarra y Tenerife con un 1,88% cada una, Vitoria, Mallorca, La Coruña, Donostia, Lérida, Asturias, Las Palmas y Pontevedra, con un 1,25% cada una y Albacete, Almería, Granada, León, Salamanca, Tarragona y Valladolid, con un 0,63% cada una. El detalle del número de E.A.F.I.s personas jurídicas (P.J), del de E.A.F.I.s personas físicas (P.F) y el número total en cada provincia se muestran en el cuadro siguiente.

DETALLE DE LA DISTRIBUCIÓN GEOGRAFICA DE LAS E.A.F.I.s

PROVINCIA	PJ	PF	TOTAL
MADRID	70	11	81
BARCELONA	22	4	26
VALENCIA	5	1	6
MURCIA	1	4	5
BILBAO	3	2	5
ALICANTE	2	1	3
MALAGA	1	2	3
NAVARRA	3	0	3
TENERIFE	1	2	3
VITORIA	2	0	2
MALLORCA	2	0	2
LA CORUÑA	1	1	2
GERONA	1	1	2
DONOSTIA	2	0	2
LÉRIDA	2	0	2
ASTURIAS	2	0	2
LAS PALMAS	1	1	2
PONTEVEDRA	2	0	2
ALBACETE	0	1	1

Cont...

PROVINCIA	PJ	PF	TOTAL
ALMERÍA	1	0	1
GRANADA	0	1	1
LEÓN	1	0	1
SALAMANCA	1	0	1
TARRAGONA	0	1	1
VALLADOLID	1	0	1
TOTAL	127	33	160

Fuente: CNMV y elaboración propia

Finalmente, en cuanto al tamaño de las E.A.F.I.s (P.J), según un estudio realizado por C&R Investment Financial Advisor, E.A.F.I. S.L., con datos del año 2015, se observa que aquellas E.A.F.I. que tienen una facturación superior a 600.000 euros, suponen el 9,2% del total de las empresas de asesoramiento financiero, ahora bien, acumulan el 65,93% de la facturación, el 86,49% de los beneficios y el 45,54% de los empleados. Sin embargo, la E.A.F.I media (P.J) es una microempresa que factura en torno a 319.135,84 euros, obtiene unos beneficios de 44.936,76 euros y da empleo a 3 personas.

La implementación de la MIFID II y las necesidades de inversión tecnológica que conlleva, para dar respuesta a los requerimientos que la misma exige, obligará a las E.A.F.I.s a revisar y adaptar su modelo de negocio. Ello comportará alianzas y fusiones entre las E.A.F.I.s existentes o a la incorporación de nuevos socios, con la finalidad de obtener economías de escala, sinergias y ahorro de costes. Como consecuencia de todo ello, considero que en un futuro próximo se producirá un aumento del tamaño actual de las E.A.F.I.s.



❧ BIBLIOGRAFÍA Y WEBGRAFÍA

Textos legales de referencia

Circular 10/2008 de 30 de diciembre de la CNMV que regula los requisitos organizativos necesarios para su inscripción y autorización en la CNMV.

Directiva 2004/38/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, (MIFID).

Directiva 2014/65/del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, (MIFID II).

Ley 19/1992 de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.

Ley 47/2007 de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Orden ECC/2316/2015 de 4 de noviembre relativa a las obligaciones de información y clasificación de los productos financieros.

R.D. 217/2008 de 15 de febrero sobre el Régimen Jurídico de Empresas de Servicios de inversión.

Reglamento 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los PRIIPs.

Webgrafia

www.aefi.org
www.asociacionfintech.es
www.bde.es
www.bme.es
www.cnmv.es
www.countryfinancial.com
www.ecb.europa.eu
www.efpa.es
www.inverco.es

Otras fuentes

Akerlof, G., (1970). "The Market for Lemons: quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*. The MIT Press. 84 (3), pp 488-500.

Atkinson, S. M., S. B. Baird and M. B. Frye (2003). "Do Female Fund Managers Manage Differently." *Journal of Financial Research* 26, pp 1-18.

Blais, A.-R., and E. U. Weber. (2001). "Domain-specificity and gender differences in decision making". *Risk Decision and Policy* 6, pp 47-69.

Brinig, M. F. (1995). "Does Mediation Systematically Disadvantage Women?". *William and Mary Journal of Women and the Law* 2, pp 1-34.

Byrnes, J.P., Schafer, W.D. and Miller, D.C. (1999). "Gender Differences in Risk Taking: A Meta-Analysis". *Psychological Bulletin* (125) 3, pp 367-383.

BCE. Informe de las Estructuras Financieras. Octubre 2016.

Carter, D. y Simkins, B. (2004): “The market’s reaction to unexpected catastrophic events: the case of airline stocks returns and the September 11 attacks”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 44, pp 539-558.

Casanovas, M. (1978): “La Teoría del *Random Walk* y su contrastación en el mercado bursátil español”. Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona.

Casanovas, M. (2008): “De la crisis *subprime* a la crisis económica”. *Catalunya Empresarial* nº 214, nov.

Casanovas, M. (2010): “El Banco de España urge a las Cajas que agilicen sus fusiones”. *Cinco Días* 05-11.

Casanovas, M. and Merigó J.M. (2012): “Risk Financial Decisions and Gender differences”. *African Journal of Business Management*, vol.5.

Casanovas, M. (2013): “Tiempo difícil para el ahorrador”. *La Vanguardia* 07-08.

Casanovas, M. (2014): “Menos Bancos llevan a menor competencia”. *Dinero* 09-10.

Casanovas, M. (2015):” La figura clave del Asesor Financiero”. *Cinco Días* 24-08.

Casanovas, M. (2016):” D’estalviar se’n aprèn”. *El Periódico* 30-09.

Casanovas, M. (2016):” Impacte del Brexit en els Mercats Financiers”. *Món Empresarial*. Tercer Trimestre.

Chen, A.H. y Siems, T. (2004): "The effects of terrorism on global capital markets". *European Journal of Political Economy*, vol.20, pp 349-366.

Drakos, K. (2004): "Terrorism-induced structural shifts in financial-risk:airlinestocks in the aftermath of the september 11th terror attacks". *European Journal of Political Economy*, vol.20, pp 367-386.

Eckel C, Grossman P, (2008). "Men, Women and Risk Aversion: Experimental Evidence". *Handbook of Experimental Economics Results 1* (113), pp 1061-1073.

Eckel, C. C., and P. J. Grossman (2002a) "Sex Differences and Statistical Stereotyping in Attitudes Toward Financial Risk." *Evolution and Human Behavior* 23(4), pp 281-295.

Endres, M. L. (2006). "The effectiveness of assigned goals in financial decision making and the importance of gender". *Theory and Decision* 61 (2), pp 129-158.

Fama, E. (1965)." The behavior of stock market price". *Journal of Business*, January.

Fama, E. (1970)." Efficient capital markets: a review theory and empirical work". *Journal of Finance* 25.

Fehr-Duda H, Gennaro M, Schubert R (2006)." Gender, financial risk, and probability

Weights". *Theory and Decision*. Vol 60, Issue 2, pp 283-313.

Flynn, J., P. Slovic and C. K. Mertz (1994). "Gender, Race, and Perception of Environmental Health Risks." *Risk Analysis* 14, pp 1101-1108.

- Harris C, Jenkins M, (2006). "Gender Differences in Risk Assessment: Why do Women Take Fewer Risks than Men? Judgment and Decision Making, Vol. 1, No. 1, July 2006, pp 48–63.
- Hartog, J., A. Ferrer-i-Carbonell and N. Jonker. (2002) "Linking Measured Risk aversion to Individual Characteristics." *Kyklos* 55(1), pp 3-26.
- Holt, C. A., and S. K. Laury (2002). "Risk Aversion and Incentive Effects." *American Economic Review* 92(5), pp 1644-1655.
- Hon, M., Strauss, J. y Young, S. K. (2004): Contagion in financial markets after September 11: myth or reality. *The Journal of Financial Research*, 27 (1) pp 95-114.
- Ibbotson, R. G. y Kaplan, P.D. (2000). "Does Asset Allocation policy explain 40,90, or 100 percent of performance? *Financial Analysts Journal* 56 (1), pp 26-33.
- Jianakoplos, N. A., and A. Bernasek (1998). "Are Women More Risk Averse?" *Economic Inquiry* 36, pp 620-630.
- Johnson, J. E. V., and P. L. Powell (1994). "Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different?" *British Journal of Management* 5, pp 123-138.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (2000). "Choices, values and frames". New York. Cambridge University Press.
- Keynes, J.M. (1936) *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Fondo de Cultura Económica.

Kruse, J. B., and M. A. Thompson (2003). "Valuing low probability risk: survey and experimental evidence." *Journal of Economic Behavior and Organization* 50, pp 495-505.

Levin, I. P., M. A. Snyder and D. P. Chapman (1988). "The Interaction of Experiential and Situational Factors and Gender in a Simulated Risky Decision-Making Task." *The Journal of Psychology* 122, pp 173-181.

Powell, M., and D. Ansic (1997). "Gender Differences in Risk Behavior in Financial Decision-Making: An Experimental Analysis." *Journal of Economic Psychology* 18, pp 605-628.

Schubert, R., M. Gysler, M. Brown and H. W. Brachinger (1999). "Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk Averse?" *American Economic Review Papers and Proceedings* 89, pp 381-385.

Smith, A. (1776). "An Inquiry into the nature of causes of the wealth of Nations". The University of Chicago Press Books.

Weber, E.U., A.-R. Blais and N. E. Betz. (2002). "A Domain-Specific Risk-Attitude Scale: Measuring Risk Perceptions and Risk Behaviors." *Journal of Behavioral Decision Making* 15, pp 1-28.



Discurso de contestación

Excmo. Sr. Dr. José Maria Gay de Liébana Saludas

Excelentísimo Señor Presidente
Excelentísimos Señores Académicos
Excelentísimas e Ilustrísimas Autoridades
Señores y Señores,

I.- INTROITO Y LAUDATIO

Después de la lectura del discurso de ingreso en esta Real Corporación a cargo de la **Académica de Número Excma. Sra. Dra. Dña. Montserrat Casanovas Ramón**, me corresponde el privilegio de contestar la magnífica intervención de la recipiendaria en la que aborda un tema de máxima actualidad y muy aleccionador en el plano económico y financiero. Al propio tiempo, asumo con satisfacción personal la tarea de glosar la figura de la **Dra. Montserrat Casanovas** a quien tanto aprecio al llevar muchos años coincidiendo en las aulas de nuestra Facultad de Economía y Empresa de la Universitat de Barcelona y compartiendo experiencias en el Colegio de Economistas de Catalunya.

La **Real Academia Europea de Doctores**, a través de su Presidente, **Excmo. Dr. D. Alfredo Rocafort Nicolau**, me responsabiliza de este discurso de contestación. Por consiguiente, es preciso dejar constancia de mi gratitud por tal distinción, aceptar tal honor y confiar en que sepa estar a la altura de las circunstancias.

Si se me hubiera inquirido acerca de cuál sería el asunto sobre el que versaría el discurso de ingreso de la **Dra. Montserrat Casanovas**, conociéndola, me habría decantado sin duda por el mundo financiero. Las incógnitas, entonces, serían si la **Dra.**

Casanovas abordaría cuestiones concretas del siempre agitado e intrigante mundo bursátil, acaso la valoración de empresas máxime en una coyuntura como la actual en la que las operaciones corporativas vuelven a adquirir carta de naturaleza y los miles de millones, sean de dólares o de euros, alcanzan cifras mareantes, o, quizás, en un sentido más amplio, ahondaría en algún recoveco hermético de la economía financiera.

De hecho, en su discurso la **Dra. Casanovas** trata con conocimiento de causa y contagiosa naturalidad las variadas aristas de esos posibles argumentos que pensaba. Y lo hace analizando, en todas sus hechuras, la faceta del asesoramiento financiero, justificando el porqué de esa labor, recordando las pautas de toda inversión bursátil donde enfatiza en sus reglas de oro - conocer el mercado, saber valorar empresas, elegir aquellas que están infravaloradas para comprar y sobrevaloradas para vender -, revisando los cambios que se han producido en los mercados financieros españoles, aludiendo a los cisnes negros que de repente suelen aparecer, presentando la evolución regulatoria de los mercados financieros tanto en España como en el ámbito europeo, escrutando al inversor desde distintos ángulos, precisando el contexto del asesoramiento financiero y especificando sobre la figura del asesor financiero.

La lectura del discurso de ingreso de la **Dra. Montserrat Casanovas** en esta **Real Academia Europea de Doctores**, tendría que ser obligatoria, en el buen sentido de la palabra, en todas las Facultades de Ciencias Económicas y Empresariales y en las Escuela de Negocios de nuestro país. Su verbo destila frescura, un tono próximo y envolvente, explicaciones sencillas y comprensibles gracias a la pluma erudita de la **Dra. Casanovas**, ideas claras y puntualizaciones cruciales para encarar el complicado y complejo mundo de las inversiones financieras.

Si ya de por sí constituye un ilusionante desafío dar cumplida respuesta a los planteamientos expuestos y a las conclusiones que se infieren del discurso de ingreso de una académica de la relevancia de la **Dra. Montserrat Casanovas**, en esta ocasión el cometido es de mayor fuste al tener que hacer su semblanza y osar, con modestia, entrar en algunos de los perfiles de su exposición.

Mis primeras anotaciones manuscritas al recibir el encargo del **Excmo. Dr. D. Alfredo Rocafort**, como **Presidente** de nuestra Real Corporación, de contestar a la **Dra. Casanovas**, fueron éstas: pionera y referente, vital y apasionada, estudiosa y entregada. Preciso el porqué de tales calificativos.

De **pionera** cabe tildar a la **Dra. Montserrat Casanovas** cuando en 1977, acumulando experiencia en el mundo laboral e iniciando lo que con el tiempo se consolida como una excelente carrera docente, obtuvo su Doctorado en Ciencias Económicas y Empresariales en la Universidad Autónoma de Barcelona. Eran los años de la llamada transición en España, tiempos convulsos y de cambios en la España política, social y económica, que buscaba su acercamiento a esta Europa a la que hoy pertenecemos y abrirse al mundo. Por aquellas calendas no era corriente, más bien rara avis, que una dama alcanzara el grado de Doctor. Ese paso de por sí ya suponía marcar una **referencia**.

La condición de precursora de la **Dra. Montserrat Casanovas** queda corroborada en 1989 cuando apenas puesto en marcha en España el mercado de opciones, publicó su libro sobre opciones financieras.

Más adelante, en 1997, junto con el académico de esta Real Academia **Excmo. Dr. D. Jorge Bachs**, la **Dra. Casanovas** se adentraba en el nada sencillo campo de las inversiones inmobiliarias.

En 1980, la **Dra. Casanovas** se integra en el Instituto Español de Analistas Financieros. Más tarde obtendría su acreditación como *European Financial Adviser*. Tampoco era muy habitual por aquel entonces que una mujer desempeñara tareas que en nuestro marco social parecían restringidas a los varones.

Fue en 1976 cuando se inicia la trayectoria universitaria de la **Dra. Montserrat Casanovas** en la Universidad Autónoma de Barcelona que prosiguió en la Universidad Autónoma de Madrid para posteriormente, en 1981, incorporarse a la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales – hoy, Facultad de Economía y Empresa – de la Universidad de Barcelona, donde se labra una carrera académica digna de encomio, rubricada con la obtención de la Cátedra, y se erige con el paso del tiempo en todo un referente en el estudio de los mercados financieros, en la selección de inversiones, en la medición del riesgo, en el planteamiento de alternativas de financiación empresarial no tradicionales, en la valoración de empresas, en el estudio de la inteligencia computacional en la gestión del riesgo asegurador... El abanico de cuestiones que son objeto de investigación por parte de la **Dra. Casanovas** es interminable. De ahí, insisto, su doble cualidad como **pionera y referente** en la parcela de la Economía Financiera.

No solo es de elogiar su fecunda, reputada y generosa obra, publicando cientos de artículos, viendo la luz innumerables trabajos, escribiendo individual o colectivamente varios libros; también debe subrayarse su protagonismo como profesora de referencia en la ciencia financiera como lo atestigua la dirección de veintisiete tesis doctorales.

Por consiguiente, la **vitalidad** de la **Dra. Montserrat Casanovas** tanto en lo humano como en lo académico y universitario, con esa modélica predilección y devoción que siente por su

quehacer, por su labor docente, por su trabajo como investigadora, es como una especie de faro que señala la ruta a quienes navegamos por los mares del estudio. De ello doy fe por ser testigo cotidiano de su oficio a pie de aula en ese ir y venir por la Facultad para impartir sus clases...

Hay un detalle que para quienes llevamos varios lustros en el mundo de la universidad resulta más que revelador: la manera de caminar y los ademanes de un profesor por los pasillos de la Facultad cuando se dirige al aula para dar clase, su cara de satisfacción al finalizar cada sesión, esa sonrisa sempiterna, esa bonhomía que en todo momento y circunstancia irradia la **Dra. Casanovas**, ratifican sus pletóricas responsabilidades.

Es difícil imaginar a la Dra. Casanovas sin unos cuantos papeles en la mano, sin sus carpetas bajo el brazo, sin un libro con el que carga de aquí para allá, sin verla hablar con sus alumnos, absolutamente **entregada** a su noble profesión, y lo digo con mayúsculas, de Maestra. Tan difícil es eso como que no esté dedicada a preparar un nuevo trabajo o un artículo donde seguir plasmando los frutos de sus constantes investigaciones o redactando otro libro...

Ésta es, a mi modesto modo de ver, la arrolladora personalidad de una mujer, la **Dra. Montserrat Casanovas**, que ha sabido construirse una edificante carrera profesional, docente y académica, de altísimo perfil y que en el día de hoy cruza, con todo el merecimiento que se le reconoce, el umbral de esta **Real Academia Europea de Doctores**, con lo que nuestra institución incorpora a una **Académica** de talla singular, copiosa obra, inquietud investigadora, perspicaz maestra, que sin duda sumará, y mucho, en la proyección de nuestra Real Corporación y en su día a día.

II.- CONTESTACIÓN AL DISCURSO DE INGRESO

No sin algo de respeto a causa de mi admiración académica, mi simpatía universitaria y mi aprecio personal hacia la recipiendaria, **Dra. Montserrat Casanovas**, afronto el lance de pretender contestar a su discurso de ingreso. Empero, no lo hago matizando ni perfilando extremo alguno de su excelente exposición, ni mucho menos, ¡válgame Dios!, precisando cualquiera de los interesantes puntos a través de los cuales la **Dra. Casanovas** nos alecciona.

Simplemente, **Excelentísimo Señor Presidente**, me gustaría al hilo de lo expuesto por la recipiendaria agregar unas sucintas ideas que surgen a raíz de la lectura de su magnífico discurso.

La actual coyuntura económica, como la **Dra. Casanovas** explica, se caracteriza por unos bajos tipos de interés que ponen de manifiesto las enormes transformaciones habidas en el mundo financiero, con unos mercados muy volátiles en los que la complejidad de sus productos a veces ha sido la causa de escándalos de gran magnitud, de *cracks* o bancarrotas nunca imaginados, de costosos rescates y saneamientos bancarios, de descosidos en las cuentas públicas dañando en demasía déficits ya de por sí insoportables, y de desconfianzas en las entidades financieras. A este respecto, recomendaría una sosegada lectura de los discursos de ingreso en nuestra **Real Academia** de los académicos **Dr. D. Emili Gironella** y **Dr. D. Oriol Amat**, entre otros, que explican de manera muy atinada, respectivamente, las luces y sombras de la información financiera y los factores de éxito y la sostenibilidad a largo plazo de las empresas con alto crecimiento.

El cortoplacismo se ha consolidado como uno de los grandes defectos a la hora de invertir. Ese cortoplacismo con frecuencia se confunde con especulación, con inversores infieles que más que buscar lazos estables y duraderos con una compañía ambicionan pingües ganancias, en ocasiones sin escrúpulos y llegando a apostar en contra de unos valores, desconociendo, o no queriendo conocer, que altos réditos comportan importantes riesgos. Da la impresión que inversores ávidos de excelsas plusvalías descartan emocionalmente el factor riesgo.

En cambio, los cimientos solventes de una economía resistente se construyen a partir de relaciones duraderas y sólidas, con la vista puesta en el largo plazo y cito para ello algunos de los nombres que trae a colación la **Dra. Casanovas** como referencias en los mercados financieros: Warren Buffet, George Soros, Bill Gates..., líderes que estabilizan sus vínculos con las compañías en las que invierten durante muchos años.

El contexto financiero no puede ser ajeno a la realidad económica, cambiante ésta día tras día. 2017 es un año económicamente muy marcado por el rumbo político. Mientras los Estados Unidos de Norteamérica viven un momento de incógnitas con el arranque del mandato del cuestionado Donald Trump que en mayor o menor medida afectan al mundo entero, Reino Unido da el paso adelante para romper con la Unión Europea y el Brexit toma forma.

En Europa los populismos, sean de un signo o de otro, cobran fuerza y las formaciones políticas tradicionales ven recortada su influencia. Entretanto, las economías emergentes y los países en vías de desarrollo salen a flote con esfuerzos ímprobos del polvorín de dificultades en que se sumieron aunque el impacto de las políticas monetarias, principalmente norteamericanas,

les convierte de nuevo en víctimas propiciatorias ante la posible aparición de redoblados desequilibrios.

La fragilidad de la recuperación de la economía global salta a la vista y los riesgos para la evolución de nuestras empresas, en un marco de economía globalizada, son evidentes. Las tasas de crecimiento de las economías avanzadas son pequeñas, por no decir que muy enclenques, castigando a la población que poco a poco se rebela. Si a corto plazo las perspectivas económicas son ligeramente optimistas, dentro de unas cotas modestas, a largo plazo asoman las dudas. ¿Entramos en una era de estancamiento secular y de recuperación económica mediocre?

En la recta final del año 2016 las tendencias económicas experimentaron un esperanzador cambio de rumbo, mejorando las perspectivas a nivel mundial aunque hoy se otean nubes en el horizonte.

Es indudable que los mercados financieros están al alza, que se va confirmando una recuperación cíclica de la manufactura y que el comercio internacional está funcionando... Todo ello redundaría en un crecimiento de la economía mundial que sin embargo se interpreta como débil en muchas economías avanzadas en tanto que los países exportadores de materias primas aún padecen aprietos. Las previsiones apuntan a mejores tasas de crecimiento a corto plazo que no a largo plazo, vaticinándose éstas como muy endebles en las economías avanzadas. Los torbellinos de conflictos venideros se están formando en el mundo occidental que se percata de la incapacidad de sus gobernantes para superar las adversidades. Las protestas y los descontentos arrecian y los movimientos populistas encuentran su caldo de cultivo en una población que no acierta a divisar qué futuro le aguarda.

Al margen del comportamiento de los mercados financieros, se advierten obstáculos estructurales que restan ímpetu a la recuperación económica. Así cabe hablar del bajo crecimiento de la productividad, de la elevada desigualdad del ingreso, de la presión popular en pro de políticas aislacionistas, amenazando la cooperación mundial, de las variaciones que se den en los tipos de interés en los Estados Unidos de Norteamérica que con su más que probable incremento desencadenaría tensiones en los mercados emergentes referenciados en dólares, forzando su contracción. La apreciación del dólar conllevaría consecuencias desfavorables para las economías vulnerables.

Consiguientemente, las nuevas subidas del coste del dinero de la Reserva Federal (FED) para contener el aumento de precios, con una economía que vuelve a conocer aceptables tasas de inflación, creciendo a tenor de las expectativas y que recorta su tasa de paro a mínimos históricos, chocan con la política monetaria expansiva en uso y los “tipos cero” del Banco Central Europeo (BCE) para lograr el objetivo de inflación establecido en el 2%.

Así, la política monetaria del BCE va a contracorriente de la de la FED. La depreciación del euro frente al dólar es un elemento positivo para las exportaciones europeas y juega a favor de la paridad entre el euro y el dólar, eso sí, salvo medidas proteccionistas y trabas arancelarias que se impongan en Estados Unidos y que abortarían la senda de la tímida mejoría continental.

Reino Unido va por libre y está por ver cuáles serán las directrices que en materia de política monetaria irá adoptando el Banco de Inglaterra en función de los desenlaces que vaya propiciando la andadura del Brexit, con los británicos definitivamente fuera de la Unión Europea y con un proceso de ruptura que se antoja nada simple.

Las cábalas sobre el estancamiento secular y el crecimiento económico mediocre se traducen en riesgos que se avizoran y ensombrecen las perspectivas de crecimiento a largo plazo. De ahí las fundadas preocupaciones por las políticas de repliegue que entrañan un giro hacia el proteccionismo conducente, en mayor o menor grado, a una perjudicial guerra comercial. De esta suerte, se atisba una paradójica perspectiva con una China proclive a intensificar la globalización e internacionalización de la economía frente a unos Estados Unidos reacios y que se escoran hacia el proteccionismo, por no decir aislacionismo.

Esas pautas socavan las relaciones comerciales entre países, disminuyendo el comercio internacional y descendiendo los flujos transfronterizos de inversión. La contracción de la economía mundial, bajo esa atmósfera, sería una cruda realidad en el corto plazo empañando el nuevo orden conseguido gracias a la política económica internacional que ha favorecido el crecimiento de economías emergentes y en desarrollo y la cooperación internacional.

El bloqueo comercial con medidas proteccionistas conlleva una desaceleración del comercio mundial, dando lugar a un fase de desglobalización, con crecimiento por debajo de la economía mundial. La pregunta, a la vista de las tensiones que se palpan, es si al día de hoy el comercio mundial toca techo.

Tras las ínfulas proteccionistas se encuentran las desigualdades en las economías avanzadas a causa de la disminución de las rentas del trabajo, cada vez con menos influencia en su contribución a la renta nacional, y del avance y dispersión internacional de la tecnología. En las economías aposentadas, es decir, las desarrolladas o calificadas como ricas, buena parte de lo que han sido las ganancias del crecimiento económico no son accesibles por parte de aquellas masas de población cuyos ingresos están en el segmento bajo.

En Estados Unidos y varios países de Europa, incluyendo a Reino Unido, las capas menos favorecidas de la población son escépticas, bajo al actual statu quo, respecto a que las cosas mejoren y ven que no solo su situación empeora y va a menos sino que el futuro que espera a sus hijos se deteriora gravemente. El Brexit, primero, en Reino Unido y, después, la victoria de Donald Trump, junto con el impulso de los movimientos contestatarios en Europa que se reflejan en las urnas, confirman el enfado de la ciudadanía.

El proteccionismo en contra de la globalización económica adquiere cada vez más relevancia en nuestro entorno. La población norteamericana y la europea constatan que sus ingresos están estancados y que la clase media, motor del consumo privado y de la economía en cualquier país, se hunde. Se clama contra las deslocalizaciones o relocalizaciones, cristalizando en el traslado de empresas hacia países emergentes. La reacción, en consecuencia, tendría que ser la de reindustrializar tanto los Estados Unidos, como Trump proclama, y Europa, como las ideologías tildadas de populistas reclaman. Ahora bien, la duda es si esa reivindicación, de ser realidad, se concretará en crear empleo de calidad, con salarios aceptables, combatiendo el crónico desempleo y empujando a la resurrección de una vigorosa clase media o, por el contrario, si la reindustrialización se canalizará primordialmente, como así será, invirtiendo en tecnología.

Para los ciudadanos occidentales que ven mermado su poder adquisitivo y menguados sus ingresos, que sufren en sus bolsillos los encarecimientos de los precios que estrechan su capacidad de consumo tras una corta etapa de precios bajos e índices de precios al consumo negativos, viéndose compelidos a autoimponerse unas medidas de austeridad nunca imaginadas, los males causados por culpa de la globalización se ven multiplicados al comprobar el auge de las nuevas tecnologías, la robotización, la inteligencia artificial, el internet de las cosas...

Añádase a ello la crisis de los refugiados en países con tasas de paro inaguantables que deviene, en los países periféricos de Europa, en el estigma de la inmigración y en una percepción como de sentimiento de marginación y arrinconamiento para los ciudadanos nacionales con menos oportunidades laborales.

Las desigualdades de renta, riqueza y la falta de oportunidades se complican por ende como consecuencia de la aceleración de cambios tecnológicos y se percibe como un menoscabo sin compensación la destrucción de empleos en segmentos laborales medios, esto es, administrativos, y bajos, mano de obra. El futuro, se piensa, se escribirá a base de inteligencia artificial y robótica. ¿Cuál será entonces el papel de la mano de obra humana?

Brotan así las frustraciones ciudadanas interrogándose si ese panorama grisáceo es culpa de la globalización y de las políticas aperturistas seguidas a lo largo de todos estos años. De este modo, se alimentan fervores proteccionistas y rupturistas ante alianzas comerciales entre países y se extienden corrientes populistas, tanto desde la derecha como desde la izquierda, poniendo en jaque a las formaciones políticas tradicionales y al *establishment* que se ve forzado a hacer guiños a los populismos, algo impensable hasta hace poco tiempo.

Muy distinta es la percepción que tienen los ciudadanos pobres en las economías emergentes al contemplar cómo el crecimiento económico se convierte en el salvoconducto para mejorar sus ingresos y su calidad de vida, promoviendo unas nuevas clases medias. Son estos países los que apoyan abiertamente el éxito del comercio internacional.

La Académica recipiendaria, **Dra. Montserrat Casanovas**, analiza en el segundo capítulo de su discurso los cambios regulatorios en los mercados financieros. No obstante, la inquietante realidad

económica actual y los peligros que la amenazan se derivan de algunos factores potenciales y uno de ellos sería la posibilidad de encarar una nueva etapa de desregulación financiera que favorecería asumir riesgos excesivos y asimismo azuzar mayores probabilidades de más crisis financieras, con todos los efectos sistémicos en juego cuando los sacrificios hechos para enderezar el rumbo tras la crisis financiera de 2008 aún están pasando factura. En este punto tiene que aludirse a la vulnerabilidad del sistema financiero chino, que ha vivido una rápida expansión del crédito, y a la debilidad de balances de otras economías emergentes.

En definitiva, parece que se esté dando pábulo a un círculo vicioso caracterizado por la debilidad de la demanda, un bajo nivel de inflación que se intenta contrarrestar con políticas monetarias acomodaticias por parte de los bancos centrales inyectando dinero a espuertas, la fragilidad de los balances con deudas desorbitadas y el escaso crecimiento de la productividad en economías avanzadas que operan con elevados niveles de sobrecapacidad que antes o después tendrán que dimensionarse. Agreguemos a esos rasgos las contingencias de que irruman circunstancias no económicas tales como las tensiones geopolíticas, los desacuerdos políticos internos, enfrentamientos comerciales entre potencias, las secuelas de la mala gobernanza y la indignación por los inabables focos de corrupción, la ola de terrorismo y las alarmas sobre la seguridad, más los imprevisibles fenómenos de la naturaleza, sin soslayar nuestras debilidades en esta era de la economía digital con las nefastas secuelas de los ciberataques que ponen en tela de juicio el progreso y los avances tecnológicos.

Otrosí, los mercados financieros son sensibles a la pregunta de si el crecimiento económico actual es acorde con las expectativas de la gente, máxime cuando el planteamiento subsiguiente versa sobre si las vigentes tasas de crecimiento son suficientemente fuertes como para reducir las elevadas cotas de endeudamiento

público y privado de las economías mundiales, incluyendo las desarrolladas, avanzadas y emergentes.

A mayor abundamiento, sobre los mercados financieros planea una preocupante amenaza. En el transcurso del año 2016, la deuda mundial alcanzó máximos históricos: 208 billones de euros, equivalentes al 325% del producto interior bruto. El endeudamiento global corresponde a la suma de la deuda de los hogares y de las empresas, de los gobiernos, de la deuda financiera y de la deuda no financiera. En el mes de septiembre del pasado año, las economías avanzadas acumulaban una deuda de 158,6 billones de euros, esto es, el 392% de su producto interior bruto en tanto que las economías emergentes sumaban deuda por 51 billones de euros, representativa del 217% de su producto interior bruto.

Las economías más desarrolladas, también en septiembre de 2016, lucían un endeudamiento público que constituía el 115% de su producto interior bruto, superando la deuda del sector financiero.

En los Estados Unidos su deuda total ascendía a 67,3 billones de euros mientras que la deuda pública alcanzaba 18,3 billones de euros, el 102% de su producto interior bruto. La expansión de Estados Unidos se traduce, según el ideario de Donald Trump, en planes millonarios de inversiones públicas, con visos de desregulación financiera y consistentes rebajas de impuestos que llevarían a una enrevesada situación al déficit público estadounidense y a una hinchazón de su voluminosa deuda pública.

De esta guisa, se ponen en duda las llamadas políticas monetarias “a la carta” implementadas por determinados bancos centrales y que, en particular, sigue llevando a cabo el Banco

Central Europeo con su expansión cuantitativa. Tipos de interés muy bajos, incluso cayendo a zonas negativas, barra libre de dinero para la banca, inyecciones monetarias multimillonarias cada mes que sirven para hinchar el balance del BCE cargándolo de deuda pública de los países miembros de la zona euro, con especial énfasis de los denominados como economías periféricas, concediendo crédito y comprando bonos de grandes compañías europeas, disparando el valor de los activos financieros con las consecuencias que ello entraña en forma de pérdida de poder adquisitivo para la propiedad, y entretanto, los Estados que se ven favorecidos por esos estímulos monetarios insisten en mantener su disparatado gasto público a costa de mayores endeudamientos públicos, imponiendo esfuerzos al pueblo y sin poner en marcha reformas estructurales del todo necesarias por parte de los gobiernos.

Acabo ya, **Señor Presidente**. Lo hago destacando las aportaciones científicas de la beneficiaria, **Dra. Montserrat Casanovas**, con sus innumerables publicaciones en prestigiosas revistas internacionales y españolas – próximas a la centena -, sus libros y trabajos que han visto la luz – también cerca del centenar -, sus antes mencionadas líneas de investigación y la dirección de numerosas tesis doctorales.

Asimismo, antes de concluir, es de recibo subrayar otros breves rasgos que prestigian la figura de la **Dra. Montserrat Casanovas** como son, entre otros muchos, su condición de copresidenta del Observatorio Financiero y vocal en el Consejo Directivo, ambos en el Consejo General de Colegios de Economistas de España; sus responsabilidades en la *Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció* (ACCID); sus cargos en el Colegio de Economistas de Catalunya; la dirección de cursos de postgrado en la Universidad de Barcelona; sus incontables contribuciones a Congresos; los tantísimos proyectos mediante los que desa-

rolla su labor investigadora; sus innumerables participaciones en comités y representaciones tanto en la faceta universitaria, académica como profesional; sus responsabilidades en la Asociación Española de Contabilidad y Administración (AECA)...

El acervo intelectual de la **Dra. Montserrat Casanovas**, su profunda cultura económica y financiera, su indiscutible perspectiva como erudita, su infatigable trabajo y sus responsabilidades como estudiosa, su protagonismo académico y su liderazgo, quedan corroborados escuchando y leyendo su discurso.

La **Profesora Casanovas** ha sabido ampliar el teórico y tantas veces encorsetado marco de la ciencia financiera conectando con la realidad económica, investigando en terrenos sinuosos, confirmando y demostrando sus inquietudes y siempre entre-gándose a su tarea docente de forma excepcional.

La **Real Academia Europea de Doctores** ha sabido elegir como **Académica** a una profesora de talla singular, espíritu inquieto y observador, mujer innovadora y referente en el campo de la economía financiera, que desde este mismo momento enaltece los valores de esta Corporación y acicala su docto patrimonio intelectual y científico.

Concluyo felicitando a la **Real Academia** por la elección de la **Dra. Montserrat Casanovas Ramon** como **Académica**, dándole la más cordial, sentida y sincera de las bienvenidas a esta su Casa donde se la acoge con todo el reconocimiento que su figura merece.



PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA EUROPEA DE DOCTORES

Directori 1991

Los tejidos tradicionales en las poblaciones pirenaicas (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Eduardo de Aysa Satué, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Josep A. Plana i Castellví, Doctor en Geografia i Història) 1992.

La tradición jurídica catalana (Conferència magistral de l'acadèmic de número Excm. Sr. Josep Joan Pintó i Ruiz, Doctor en Dret, en la Solemne Sessió d'Apertura de Curs 1992-1993, que fou presidida per SS.MM. el Rei Joan Carles I i la Reina Sofia) 1992.

La identidad étnica (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Ángel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Pou d'Avilés, Doctor en Dret) 1993.

Els laboratoris d'assaig i el mercat interior; Importància i nova concepció (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Pere Miró i Plans, Doctor en Ciències Químiques, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Simón i Tor, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1993.

Contribución al estudio de las Bacteriemias (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Miquel Marí i Tur, Doctor en Farmàcia, i contestació per l'Excm. Sr. Manuel Subirana i Cantarell, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1993.

Realitat i futur del tractament de la hipertròfia benigna de pròstata (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina i Cirurgia i contestació per l'Excm. Sr. Albert Casellas i Condom, Doctor en Medicina i Cirurgia i President del Col·legi de Metges de Girona) 1994.

La seguridad jurídica en nuestro tiempo. ¿Mito o realidad? (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. José Méndez Pérez, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Ángel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres) 1994.

La transició demogràfica a Catalunya i a Balears (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Tomàs Vidal i Bendito, Doctor en Filosofia i Lletres, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ferrer i Bernard, Doctor en Psicologia) 1994.

L'art d'ensenyar i d'aprendre (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Pau Umbert i Millet, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Agustín Luna Serrano, Doctor en Dret) 1995.

Sessió necrològica en record de l'Excm. Sr. Lluís Dolcet i Boxeres, Doctor en Medicina i Cirurgia i Degà-emèrit de la Reial Acadèmia de Doctors, que morí el 21 de gener de 1994. Enaltiren la seva personalitat els acadèmics de número Excms. Srs. Drs. Ricard Garcia i Vallès, Josep Ma. Simón i Tor i Albert Casellas i Condom. 1995.

La Unió Europea com a creació del geni polític d'Europa (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Jordi Garcia-Petit i Pàmies, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Llort i Brull, Doctor en Ciències Econòmiques) 1995.

La explosión innovadora de los mercados financieros (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Emilio Soldevilla García, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'Excm. Sr. José Méndez Pérez, Doctor en Dret) 1995.

La cultura com a part integrant de l'Olimpisme (Discurs d'ingrés com a acadèmic d'Honor de l'Excm. Sr. Joan Antoni Samaranch i Torelló, Marquès de Samaranch, i contestació per l'Excm. Sr. Jaume Gil Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques) 1995.

Medicina i Tecnologia en el context històric (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Felip Albert Cid i Rafael, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Ángel Aguirre Baztán) 1995.

Els sòlids platònics (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Pilar Bayer i Isant, Doctora en Matemàtiques, i contestació per l'Excm. Sr. Ricard Garcia i Vallès, Doctor en Dret) 1996.

La normalització en Bioquímica Clínica (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Xavier Fuentes i Arderiu, Doctor en Farmàcia, i contestació per l'Excm. Sr. Tomàs Vidal i Bendito, Doctor en Geografia) 1996.

L'entropia en dos finals de segle (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. David Jou i Mirabent, Doctor en Ciències Físiques, i contestació per l'Excm. Sr. Pere Miró i Plans, Doctor en Ciències Químiques) 1996.

Vida i música (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Carles Ballús i Pascual, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Espadaler i Medina, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1996.

La diferencia entre los pueblos (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Sebastià Trías Mercant, Doctor en Filosofia i Lletres, i contestació per l'Excm. Sr. Ángel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres) 1996.

L'aventura del pensament teològic (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Josep Gil i Ribas, Doctor en Teologia, i contestació per l'Excm. Sr. David Jou i Mirabent, Doctor en Ciències Físiques) 1996.

El derecho del siglo XXI (Discurs d'ingrés com a acadèmic d'Honor de l'Excm. Sr. Dr. Rafael Caldera, President de Venezuela, i contestació per l'Excm. Sr. Ángel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres) 1996.

L'ordre dels sistemes desordenats (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques, i contestació per l'Excm. Sr. Joan Bassegoda i Novell, Doctor en Arquitectura) 1997.

Un clam per a l'ocupació (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Isidre Fainé i Casas, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Joan Bassegoda i Nonell, Doctor en Arquitectura) 1997.

Rosalía de Castro y Jacinto Verdaguer, visión comparada (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Jaime M. de Castro Fernández, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Pau Umbert i Millet, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1998.

La nueva estrategia internacional para el desarrollo (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Santiago Ripol i Carulla, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina i Cirurgia) 1998.

El aura de los números (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins,

Canals i Ports, i contestació per l'Excm. Sr. David Jou i Mirabent, Doctor en Ciències Físiques) 1998.

Nova recerca en Ciències de la Salut a Catalunya (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Anna Maria Carmona i Cornet, Doctora en Farmàcia, i contestació per l'Excm. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 1999.

Dilemes dinàmics en l'àmbit social (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Albert Biayna i Mulet, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 1999.

Mercats i competència: efectes de liberalització i la desregulació sobre l'eficàcia econòmica i el benestar (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Amadeu Petitbó i Juan, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'Excm. Sr. Jaime M. de Castro Fernández, Doctor en Dret) 1999.

Epidemias de asma en Barcelona por inhalación de polvo de soja (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Ma. José Rodrigo Anoro, Doctora en Medicina, i contestació per l'Excm. Sr. Josep Llorc i Brull, Doctor en Ciències Econòmiques) 1999.

Hacia una evaluación de la actividad cotidiana y su contexto: ¿Presente o futuro para la metodología? (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Maria Teresa Anguera Argilaga, Doctora en Filosofia i Lletres (Psicologia) i contestació per l'Excm. Sr. Josep A. Plana i Castellví, Doctor en Geografia i Història) 1999.

Directorio 2000

Génesis de una teoría de la incertidumbre. Acte d'imposició de la Gran Creu de l'Orde d'Alfons X el Savi a l'Excm. Sr. Dr. Jaume Gil-Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques i Financeres) 2000.

Antonio de Capmany: el primer historiador moderno del Derecho Mercantil (discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Xabier Añoveros Trías de Bes, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Santiago Dexeus i Trías de Bes, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2000.

La medicina de la calidad de vida (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Luís Rojas Marcos, Doctor en Psicologia, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Ángel Aguirre Baztán, Doctor en psicologia) 2000.

Pour une science touristique: la tourismologie (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Il·lm. Sr. Dr. Jean-Michel Hoerner, Doctor en Lletres i President de la Universitat de Perpinyà, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Jaume Gil-Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques) 2000.

Virus, virus entèrics, virus de l'hepatitis A (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Albert Bosch i Navarro, Doctor en Ciències Biològiques, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària) 2000.

Mobilitat urbana, medi ambient i automòbil. Un desafiament tecnològic permanent (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Pere de Esteban Altirriba, Doctor en Enginyeria Industrial, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Carlos Dante Heredia García, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2001.

El rei, el burgès i el cronista: una història barcelonina del segle XIII (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. José Enrique Ruiz-Domènec, Doctor en Història, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Felip Albert Cid i Rafael, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2001.

La informació, un concepte clau per a la ciència contemporània (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Salvador Alsius i Clavera, Doctor en Ciències de la Informació, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports) 2001.

La drogaaddicció com a procés psicobiològic (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Miquel Sánchez-Turet, Doctor en Ciències Biològiques, i contestació per l'Excm. Sr. Pedro de Esteban Altirriba, Doctor en Enginyeria Industrial) 2001.

Un univers turbulent (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Jordi Isern i Vilaboy, Doctor en Física, i contestació per l'Excm. Sra. Dra. Maria Teresa Anguera Argilaga, Doctora en Psicologia) 2002.

L'envelliment del cervell humà (Discurs de promoció a acadèmic numerari de l'Excm. Sr. Dr. Jordi Cervós i Navarro, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Josep Ma. Pou d'Avilés, Doctor en Dret) 2002.

Les telecomunicacions en la societat de la informació (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Ángel Cardama Aznar, Doctor en Enginyeria de Telecomunicacions, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports) 2002.

La veritat matemàtica (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Josep Pla i Carrera, doctor en Matemàtiques, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 2003.

L'humanisme essencial de l'arquitectura moderna (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Helio Piñón i Pallarés, Doctor en Arquitectura, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Xabier Añoveros Trías de Bes, Doctor en Dret) 2003.

De l'economia política a l'economia constitucional (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Joan Francesc Corona i Ramon, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Xavier Iglesias i Guiu, Doctor en Medicina) 2003.

Temperància i empatia, factors de pau (Conferència dictada en el curs del cicle de la Cultura de la Pau per el Molt Honorable Senyor Jordi Pujol, President de la Generalitat de Catalunya, 2001) 2003.

Reflexions sobre resistència bacteriana als antibiòtics (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Dra. Ma. de los Angeles Calvo i Torras, Doctora en Farmàcia i Veterinària, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària) 2003.

La transformación del negocio jurídico como consecuencia de las nuevas tecnologías de la información (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Rafael Mateu de Ros, Doctor en Dret, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Jaime Manuel de Castro Fernández, Doctor en Dret) 2004.

La gestión estratégica del inmovilizado (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Dra. Anna Maria Gil Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Josep J. Pintó i Ruiz, Doctor en Dret) 2004.

Los costes biológicos, sociales y económicos del envejecimiento cerebral (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Félix F. Cruz-Sánchez, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'Excm. Sr. Dr. Josep Pla i Carrera, Doctor en Matemàtiques) 2004.

El conocimiento glaciar de Sierra Nevada. De la descripción ilustrada del siglo XVIII a la explicación científica actual. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Antonio Gómez Ortiz, Doctor en Geografia, i contestació per l'acadèmica de número Excma. Sra. Dra. Maria Teresa Anguera Argilaga, Doctora en Filosofia i Lletres (Psicologia))2004.

Los beneficios de la consolidación fiscal: una comparativa internacional (Discurs de recepció com a acadèmic d'Honor de l'Excm. Sr. Dr. Rodrigo de Rato y Figaredo, Director-Gerent del Fons Monetari Internacional. El seu padrí d'investidura és l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Jaime Manuel de Castro Fernández, Doctor en Dret) 2004.

Evolución histórica del trabajo de la mujer hasta nuestros días (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Eduardo Alemany Zaragoza, Doctor en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Rafel Orozco i Delclós, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2004.

Geotecnia: una ciencia para el comportamiento del terreno (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Antonio Gens Solé, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports) 2005.

Sessió acadèmica a Perpinyà, on actuen com a ponents; Excma. Sra. Dra. Anna Maria Gil Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Empresarials i Excm. Sr. Dr. Jaume Gil-Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials: “Nouvelles perspectives de la recherche scientifique en économie et gestion”; Excm. Sr. Dr. Rafel Orozco i Delcós, Doctor en Medicina i Cirurgia: “L'impacte mèdic i social de les cèl·lules mare”; Excma. Sra. Dra. Anna Maria Carmona i Cornet, Doctora en Farmàcia: “Nouvelles stratégies oncologiques”; Excm. Sr. Dr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària: “Les résistances bactériennes a les antibiotiques”. 2005.

Los procesos de concentración empresarial en un mercado globalizado y la consideración del individuo (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Fernando Casado Juan, Doctor en Ciències Econòmiques

i Empresarials, i contestació de l'Excm. Sr. Dr. Josep Ma. Costa i Torres, Doctor en Ciències Químiques) 2005.

"Son nou de flors els rams li renc" (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Jaume Vallcorba Plana, Doctor en Filosofia i Lletres (Secció Filologia Hispànica), i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. José Enrique Ruíz-Domènec, Doctor en Filosofia i Lletres) 2005.

Historia de la anestesia quirúrgica y aportación española más relevante (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Vicente A. Gancedo Rodríguez, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Llort i Brull, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2006.

El amor y el desamor en las parejas de hoy (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Paulino Castells Cuixart, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Joan Trayter i Garcia, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2006.

El fenomen mundial de la deslocalització com a instrument de reestructuració empresarial (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Alfredo Rocafort i Nicolau, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Isidre Fainé i Casas, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2006.

Biomaterials per a dispositius implantables en l'organisme. Punt de trobada en la Historia de la Medicina i Cirurgia i de la Tecnologia dels Materials (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Anton Planell i Estany, Doctor en Ciències Físiques, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Pere Costa i Batllori, Doctor en Veterinària) 2006.

La ciència a l'Enginyeria: El llegat de l'école polytechnique. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Xavier Oliver i Olivella, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Pla i Carrera, Doctor en Matemàtiques) 2006.

El voluntariat: Un model de mecenatge pel segle XXI. (Discurs d'ingrés de l'acadèmica de número Excma. Sra. Dra. Rosamarie Cammany Dorr, Doctora en Sociologia de la Salut, i contestació per l'Excma. Sra. Dra. Anna Maria Carmona i Cornet, Doctora en Farmàcia) 2007.

El factor religioso en el proceso de adhesión de Turquía a la Unión Europea. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Maria Ferré i Martí, Doctor en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Carlos Dante Heredia García, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2007.

Coneixement i ètica: reflexions sobre filosofia i progrés de la propedèutica mèdica. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Màrius Petit i Guinovart, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Gil i Ribas, Doctor en Teologia) 2007.

Problemática de la familia ante el mundo actual. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic honorari Excm. Sr. Dr. Gustavo José Noboa Bejarano, Doctor en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Paulino Castells Cuixart, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2007.

Alzheimer: Una aproximació als diferents aspectes de la malaltia. (Discurs d'ingrés de l'acadèmica honoraria Excma. Sra. Dra. Nuria Durany Pich, Doctora en Biologia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Eugenio Oñate, Doctor-Enginyer de Camins, Canals i Ports) 2008.

Guillem de Guimerà, Frare de l'hospital, President de la Generalitat i gran Prior de Catalunya. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic honorari Excm. Sr. Dr. Josep Maria Sans Travé, Doctor en Filosofia i Lletres, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. D. José E. Ruiz Domènec, Doctor en Filosofia Medieval) 2008.

La empresa y el empresario en la historia del pensamiento económico. Hacia un nuevo paradigma en los mercados globalizados del siglo XXI. (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Excm. Sr. Dr. Guillermo Sánchez Vilariño, Doctor Ciències Econòmiques i Financeres, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Jaume Gil Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques i Financeres) 2008.

Incertesa i bioenginyeria (Sessió Acadèmica dels acadèmics corresponents Excm. Sr. Dr. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina i Cirurgia amb els ponents Excm. Sr. Dr. Joan Anton Planell Estany, Doctor en Ciències Físiques, Excma. Sra. Dra. Anna M. Gil Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Financeres i Il·lm. Sr. Dr. Humberto Villavicencio Mavrich, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2008.

Els Ponts: Història i repte a l'enginyeria estructural (Sessió Acadèmica dels acadèmics numeraris Excm. Sr. Dr. Xavier Oliver Olivella, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, i Excm. Sr. Dr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, amb els Ponents Il·lm. Sr. Dr. Angel C. Aparicio Bengoechea, Professor i Catedràtic de Ponts de l'escola Tècnica Superior d'Enginyers de Camins, Canals i Ports de Barcelona, Il·lm. Sr. Dr. Ekkehard Ramm, Professor, institute Baustatik) 2008.

Marketing político y sus resultados (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Excm. Sr. Dr. Francisco Javier Maqueda Lafuente, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials i contestació per l'acadèmica de número Excm. Sra. Dra. Anna M. Gil Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Financeres) 2008.

Modelo de predicción de "Enfermedades" de las Empresas a través de relaciones Fuzzy (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Excm. Sr. Dr. Antoni Terceño Gómez, Doctor en Ciències Econòmiques i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Paulino Castells Cuixart, Doctor en Medicina) 2009.

Células Madre y Medicina Regenerativa (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Excm. Sr. Dr. Juan Carlos Izpisúa Belmonte, Doctor en Farmàcia i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina) 2009.

Financiación del déficit externo y ajustes macroeconómicos durante la crisis financiera El caso de Rumania (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Excm. Sr. Dr. Mugur Isaescu, Doctor en Ciències Econòmiques, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Alfredo Rocafort Nicolau, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2009.

El legado de Jean Monnet (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excm. Sra. Dra. Teresa Freixas Sanjuán, Doctora en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Fernando Casado Juan, Doctor en Ciències Econòmiques) 2010.

La economía china: Un reto para Europa (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Jose Daniel Barquero Cabrero, Doctor en Ciències Humanes, Socials i Jurídiques, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Alfredo Rocafort Nicolau, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2010.

Les radiacions ionitzants i la vida (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Albert Biete i Solà, Doctor en Medicina, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. David Jou i Mirabent, Doctor en Ciències Físiques) 2010.

Gestió del control intern de riscos en l'empresa postmoderna: àmbits econòmic i jurídic (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Ramon Poch i Torres, Doctor en Dret i Ciències Econòmiques i Empresariales, i contestació per l'acadèmica de número Excma. Sra. Dra. Anna Maria Gil i Lafuente, Doctora en Ciències Econòmiques i Empresariales) 2010.

Tópicos típicos y expectativas mundanas de la enfermedad del Alzheimer (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Rafael Blesa, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Llorit i Brull, Doctor en Ciències econòmiques i Dret) 2010.

Los Estados Unidos y la hegemonía mundial: ¿Declive o reinvencción? (Discurs d'ingrés de l'acadèmic corresponent Excm. Sr. Dr. Mario Barquero i Cabrero, Doctor en Economia i Empresa, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Alfredo Rocafort i Nicolau, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresariales) 2010.

El derecho del Trabajo encrucijada entre los derechos de los trabajadores y el derecho a la libre empresa y la responsabilidad social corporativa (Discurs d'ingrés de l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. José Luis Salido Banús, Doctor en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Manuel Subirana Canterell) 2011.

Una esperanza para la recuperación económica (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Jaume Gil i Lafuente, Doctor en Econòmiques, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Gil i Ribas, Doctor en Teologia) 2011.

Certes i incertes en el diagnòstic del càncer cutani: de la biologia molecular al diagnòstic no invasiu (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Josep Malveyh, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Llorit, Doctor en Econòmiques i Dret) 2011.

Una mejor universidad para una economía más responsable (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Senén Barro Ameneiro, Doctor en

Ciències de la Computació i Intel·ligència, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Jaume Gil i Aluja, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2012.

La transformació del món després de la crisi. Una anàlisi polièdrica i transversal (Sessió inaugural del Curs Acadèmic 2012-2013 on participen com a ponents: l'Excm. Sr. Dr. José Juan Pintó Ruiz, Doctor en Dret: “*El Derecho como amortiguador de la inequidad en los cambios y en la Economía como impulso rehumanizador*”, Excma. Sra. Dra. Rosmarie Cammany Dorr, Doctora en Sociologia de la Salut: “*Salut: mitjà o finalitat?*”, Excm. Sr. Dr. Àngel Aguirre Baztán, Doctor en Filosofia i Lletres: “*Globalización Económico-Cultural y Repliegue Identitario*”, Excm. Sr. Dr. Jaime Gil Aluja, Doctor en Econòmiques: “*La ciencia ante el desafío de un futuro progreso social sostenible*” i Excm. Sr. Dr. Eugenio Oñate Ibañez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports: “*El reto de la transferencia de los resultados de la investigación a la industria*”), publicació en format digital www.reialacademiadoctors.cat, 2012.

La quantificació del risc: avantatges i limitacions de les assegurances (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numeraria Excma. Sra. Dra. Montserrat Guillén i Estany, Doctora en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'acadèmica de número Excma. Sra. Dra. M. Teresa Anguera i Argilaga, Doctora en Filosofia i Lletres-Psicologia) 2013.

El procés de la visió: de la llum a la consciència (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Rafael Ignasi Barraquer i Compte, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. José Daniel Barquero Cabrero, Doctor en Ciències Humanes, Socials i Jurídiques) 2013.

Formación e investigación: creación de empleo estable (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Mario Barquero Cabrero, Doctor en Economia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. José Luis Salido Banús, Doctor en Dret) 2013.

El sagrament de l'Eucaristia: de l'Últim Sopar a la litúrgia cristiana antiga (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Armand Puig i Tàrrach, Doctor en Sagrada Escripura, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Jaume Vallcorba Plana, Doctor en Filosofia i Lletres) 2013.

Al hilo de la razón. Un ensayo sobre los foros de debate (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Enrique Tierno Pérez-Relaño, Doctor en Física Nuclear, y contestación por la académica de número Excm. Sra. Dra. Ana María Gil Lafuente, Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales) 2014.

**Colección Real Academia Europea de Doctores
Fundación Universitaria Eserp**

1. *La participació del Sistema Nerviós en la producció de la sang i en el procés cancerós* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Pere Gascón i Vilaplana, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per l'acadèmica de número Excm. Sra. Dra. Montserrat Guillén i Estany, Doctora en Ciències Econòmiques i Empresarials) 2014.
ISBN: 978-84-616-8659-9, Dipòsit Legal: B-5605-2014
2. *Información financiera: luces y sombras* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Emili Gironella Masgrau, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Luis Salido Banús, Doctor en Derecho) 2014.
ISBN: 978-84-616-8830-2, Depósito Legal: B-6286-2014
3. *Crisis, déficit y endeudamiento* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. José Maria Gay de Liébana Saludas, Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Juan Francisco Corona Ramón, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales) 2014.
ISBN: 978-84-616-8848-7, Depósito Legal: B-6413-2014
4. *Les empreses d'alt creixement: factors que expliquen el seu èxit i la seva sostenibilitat a llarg termini* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Oriol Amat i Salas, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresarials, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Santiago Dexeus i Trias de Bes, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2014.
ISBN: 978-84-616-9042-8, Dipòsit Legal: B-6415-2014

5. *Estructuras metálicas* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Joan Olivé Zaforteza, Doctor en Ingeniería Industrial y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Xabier Añoberos Trias de Bes, Doctor en Derecho) 2014.
ISBN: 978-84-616-9671-0, Depósito Legal: B-7421-2014
6. *La acción exterior de las comunidades autónomas* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Josep Maria Bové Montero, Doctor en Administración y Dirección de Empresas y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José María Gay de Liébana Saludas, Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho) 2014.
ISBN: 978-84-616-9672-7, Depósito Legal: B-10952-201
7. *El eco de la música de las esferas. Las matemáticas de las consonancias* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Vicente Liern Carrión, Doctor en Ciencias Matemáticas (Física Teórica) y contestación por la académica de número Excma. Sra. Dra. Pilar Bayer Isant, Doctora en Matemáticas) 2014.
ISBN: 978-84-616-9929-2, Depósito Legal: B-11468-2014
8. *La media ponderada ordenada probabilística: Teoría y aplicaciones* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. José María Merigó Lindahl, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Josep Pla i Carrera, Doctor en Ciencias Matemáticas) 2014.
ISBN: 978-84-617-0137-7, Depósito Legal: B-12322-2014
9. *La abogacía de la empresa y de los negocios en el siglo de la calidad* (Discurso de ingreso de la académica numeraria Excma. Sra. Dra. María José Esteban Ferrer, Doctora en Economía y Empresa y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Carlos Dante Heredia García, Doctor en Medicina y Cirugía) 2014.
ISBN: 978-84-617-0174-2, Depósito Legal: B-12850-2014
10. *La ciutat, els ciutadans i els tributs* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Doctor en Dret, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Enrique Tierno Pérez-Relaño, Doctor en Física Nuclear) 2014.
ISBN: 978-84-617-0354-8, Dipòsit Legal: B-13403-2014

11. *Organización de la producción: una perspectiva histórica* (Discurso de ingreso de los académicos numerarios Excmo. Sr. Dr. Joaquín Bautista Valhondo, Doctor en Ingeniería Industrial y del Excmo. Sr. Dr. Francisco Javier Llovera Sáez, Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Luis Salido Banús, Doctor en Derecho) 2014.
ISBN: 978-84-617-0359-3, Depósito Legal: B 13610-2014
12. *Correlación entre las estrategias de expansión de las cadenas hoteleras Internacionales y sus rentabilidades* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Onofre Martorell Cunill, Doctor en Economía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Josep Gil i Ribas, Doctor en Teología) 2014.
ISBN: 978-84-617-0546-7, Depósito Legal: B 15010-2014
13. *La tecnología, detonante de un nuevo panorama en la educación superior* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Lluís Vicent Safont, Doctor en Ciencias de la Información y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Daniel Barquero Cabrero, Doctor en Ciencias Humanas, Sociales y Jurídicas y Doctor en Administración y Alta Dirección de Empresas) 2014.
ISBN: 978-84-617-0886-4, Depósito Legal: B 16474-2014
14. *Globalización y crisis de valores* (Discurso de ingreso del académico de Honor Excmo. Sr. Dr. Lorenzo Gascón, Doctor en Ciencias Económicas y contestación por la académica de número Excmo. Sra. Dra. Ana María Gil Lafuente, Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales) 2014.
ISBN: 978-84-617-0654-9, Depósito Legal: B 20074-2014
15. *Paradojas médicas* (Discurso de ingreso del Académico Correspondiente para Venezuela Excmo. Sr. Dr. Francisco Kerdel-Vegas, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Lloret Brull, Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho) 2014.
ISBN: 978-84-617-1759-0, Depósito Legal: B 20401-2014
16. *La formación del directivo. Evolución del entorno económico y la comunicación empresarial* (Discurso de ingreso de los académicos numerarios Excmo. Sr. Dr. Juan Alfonso Cebrián Díaz, Doctor

en Ciencias Económicas y Empresariales y del Excmo Sr. Dr. Juan María Soriano Llobera, Doctor en Administración y Dirección de Empresas y Doctor en Ciencias Jurídicas y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Fernando Casado Juan, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales) 2014.

ISBN:978-84-617-2813-8, Depósito Legal: B 24424-2014

17. *La filosofia com a cura de l'ànima i cura del món* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Francesc Torralba Roselló, Doctor en Filosofia i Doctor en Teologia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. David Jou i Mirabent, Doctor en Física) 2014.

ISBN: 978-84-617-2459-8, Dipòsit Legal: B 24425-2014

18. *Hacia una Teoría General de la Seguridad Marítima* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Jaime Rodrigo de Larrucea, Doctor en Derecho y Doctor en Ingeniería Náutica y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Juan Francisco Corona Ramón, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales) 2015.

ISBN: 978-84-617-3623-2, Depósito Legal: B 27975-2014

Colección Real Academia Europea de Doctores

19. *Pensamiento Hipocrático, Biominimalismo y Nuevas Tecnologías. La Innovación en Nuevas Formas de Tratamiento Ortodóncico y Optimización del Icono Facial* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Luis Carrière Lluch, Doctor en Odontología y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Antoni Terceño Gómez, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales) 2015.

ISBN: 978-84-606-5615-9, Depósito Legal: B 3966-2015

20. *Determinantes de las Escuelas de Pensamiento Estratégico de Oriente y Occidente y su contribución para el Management en las Organizaciones del Siglo XXI.* (Discurso de ingreso del académico Correspondiente para Chile Excmo. Sr. Dr. Francisco Javier Garrido Morales, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Daniel Barquero

Cabrero, Doctor en Ciencias Humanas, Sociales y Jurídicas y Doctor en Administración y Alta Dirección de Empresas) 2015.

ISBN:978-84-606-6176-4, Depósito Legal: B 5867-2015

21. *Nuevos tiempos, nuevos vientos: La identidad mexicana, cultura y ética en los tiempos de la globalización.* (Discurso de ingreso del académico Correspondiente para México Excmo. Sr. Dr. Manuel Medina Elizondo, Doctor en Ciencias de la Administración, y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Daniel Barquero Cabrero, Doctor en Ciencias Humanas, Sociales y Jurídicas y Doctor en Administración y Alta Dirección de Empresas) 2015.
ISBN: 78-84-606-6183-2, Depósito Legal: B 5868-2015

22. *Implante coclear. El oído biónico.* (Discurso del ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós Blanch, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joaquín Barraquer Moner, Doctor en Medicina y Cirugía) 2015.
ISBN: 978-84-606-6620-2, Depósito Legal: B 7832-2015

23. *La innovación y el tamaño de la empresa.* (Discurso del ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Carlos Mallo Rodríguez, Doctor en Ciencias Económicas y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José María Gay de Liébana Saludas, Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho) 2015.
ISBN: 978-84-606-6621-9, Depósito Legal: B 7833- 2015

24. *Geologia i clima: una aproximació a la reconstrucció dels climes antics des del registre geològic* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Ramon Salas Roig, Doctor en Geologia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Enrique Tierno Pérez-Relaño, Doctor en Física Nuclear) 2015.
ISBN: 978-84-606-6912-8, Dipòsit Legal: B 9017-2015

25. *Belleza, imagen corporal y cirugía estética* (Discurso del ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Josep Maria Serra i Renom, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José María Gay de Liébana Saludas, Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho) 2015.
ISBN: 978-84-606-7402-3, Depósito Legal: B 10757-2015

26. *El poder y su semiología* (Discurso del ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Michael Metzeltin, Doctor en Filología Románica y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joaquim Gironella i Coll, Doctor en Medicina y Cirugía) 2015.
ISBN: 978-84-606-7992-9, Depósito Legal: B 13171-2015

27. *Atentados a la privacidad de las personas* (Discurso de ingreso del académico de honor Excmo. Sr. Dr. Enrique Lecumberri Martí, Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Doctor en Derecho) 2015.
ISBN: 978-84-606-9163-1, Depósito Legal: B 17700-2015

28. *Panacea encadenada: La farmacología alemana bajo el yugo de la esvástica* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Francisco López Muñoz, Doctor en Medicina y Cirugía y Doctor en Lengua Española y Literatura y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Doctor en Derecho) 2015.
ISBN: 978-84-606-9641-4, Depósito Legal: B 17701-2015

29. *Las políticas monetarias no convencionales: El Quantitative Easing*” (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Juan Pedro Aznar Alarcón, Doctor en Economía y Administración de Empresas y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Luis Salido Banús, Doctor en Derecho) 2015.
ISBN: 978-84-608-299-1, Depósito Legal: B 25530-2015

30. *La utopía garantista del Derecho Penal en la nueva “Edad Media”* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Fermín Morales Prats, Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José María Gay de Liébana Saludas, Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho) 2015.
ISBN- 978-84-608-3380-2, Depósito Legal: B 26395-2015

31. *Reflexions entorn el Barroc* (Discurs d’ingrés de l’acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Salvador de Brocà Tella, Doctor en Filosofia i lletres, i contestació per l’acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Josep Gil Ribas, Doctor en Teologia) 2016.
ISBN- 978-84-608-4991-9, Depósito Legal: B 30143-2015

32. *Filosofia i Teologia a Incerta Glòria. Joan Sales repensa mig segle de cultura catalana* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Josep-Ignasi Saranyana i Closa, Doctor en teologia i doctor en filosofia, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Francesc Torralba i Roselló, Doctor en teologia i doctor en filosofia) 2016.
ISBN- 978- 84- 608-5239-1, Depósito Legal: B 1473-2016
33. *Empresa familiar: ¿Sucesión? ¿Convivencia generacional?* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Miguel Ángel Gallo Laguna de Rins, Doctor en Ingeniería y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós Blanch, Doctor en Medicina y Cirugía) 2016.
ISBN- 978 84 6085663-4, Depósito Legal: B 3910-2016
34. *Reflexiones y alternativas en torno a un modelo fiscal agotado.* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Antoni Durán-Sindreu Buxadé, Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Doctor en Derecho) 2016.
ISBN- 978-84-608-5834-8, Depósito Legal: B 4684-2016
35. *La figura del emprendedor y el concepto del emprendimiento.* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Antonio Pulido Gutiérrez, Doctor en Economía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Daniel Barquero Cabrero, Doctor en Ciencias Humanas, Sociales y Jurídicas y Doctor en Alta Administración de Empresas) 2016.
ISBN- 978-84-608-5926-0, Depósito Legal: B 4685-2016
36. *La Cirugía digestiva del siglo XXI* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Juan Carlos García-Valdecasas Salgado, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Xabier Añoveros Trias de Bes, Doctor en Derecho) 2016.
ISBN: 978-84-6086034-1, Depósito Legal: B 5802-2016
37. *Derecho civil, persona y democracia* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Alfonso Hernández-Moreno, Doctor en

- Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Doctor en Derecho) 2016.
ISBN: 978-84-608-6838-5, Depósito Legal: B 7644-2016
38. *Entendiendo a Beethoven* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Francisco Javier Tapia García, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós Blanch, Doctor en Medicina y Cirugía) 2016.
ISBN: 978-84-608-7507-9, Depósito Legal: B 10567-2016
39. *Fútbol y lesiones de los meniscos* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Ramon Cugat Bertomeu, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós Blanch, Doctor en Medicina y Cirugía) 2016.
ISBN: 978-84-608-8578-8, Depósito Legal: B 12876-2016
40. *¿Hacia un nuevo derecho de gentes? El principio de dignidad de la persona como precursor de un nuevo derecho internacional* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Santiago J. Castellà Surribas, Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Doctor en Derecho) 2016.
ISBN: 978-84-608-8579-5, Depósito Legal: B 14877-2016
41. *L'empresa més enllà de l'obra estètica* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Jordi Martí Pidelaserra, Doctor en Ciències Econòmiques i Empresariales, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. José Luis Salido Banús, Doctor en Dret) 2016.
ISBN: 978-84-608-9360-8, Depósito Legal: B 15757-2016
42. *El reto de mejorar la calidad de la auditoria* (Discurso de ingreso del académico correspondiente Excmo. Sr. Dr. Frederic Borràs Pàmies, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Emili Gironella Masgrau, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales) 2016.
ISBN: 978-84-608-9688-3, Depósito Legal: B 16347-2016

43. *Geografia, diffusione e organizzazione cristiana nei primi secoli del cristianesimo* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Angelo Di Berardino, Doctor en Teología - Doctor en Historia y Filosofía y contestación por el académico de número Excmo. y Mgfc. Sr. Rector Armand Puig i Tàrrach, Doctor en Sagrada Escritura) 2016.
ISBN: 978-84-617-5090-0, Depósito Legal: B 21706-2016

44. *Los cónsules de Ultramar y Barcelona* (Discurso de ingreso del académico correspondiente Excmo. Sr. Dr. Dr. Albert Estrada-Rius, Doctor en Derecho y Doctor en Historia y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Carlos Dante Heredia García, Doctor en Medicina y Cirugía) 2016.
ISBN: 978-84-617-5337-6, Depósito Legal: B 21707-2016

45. *El implante dental y la Osteointegración* (Discurso de ingreso del académico correspondiente Excmo. Sr. Dr. Carlos Aparicio Magallón, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós, Doctor en Medicina y Cirugía) 2016.
ISBN: 978-84-617-5598-1, Depósito Legal: B-22187-2016

46. *La empresa social compitiendo en el mercado: principios de buen gobierno* (Discurso de ingreso del académico de número Excmo. Sr. Dr. José Antonio Segarra Torres, Doctor en Dirección de Empresas y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Miguel Ángel Gallo Laguna de Rins, Doctor en Ingeniería Industrial) 2016.
ISBN: 978-84-617-5971-2, Depósito Legal: B-23123-2016

47. *Incertidumbre y neurociencias: pilares en la adopción de decisiones* (Discurso de ingreso del académico correspondiente Excmo. Sr. Dr. Jorge Bachs Ferrer, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Jaime Gil Aluja, Doctor en Ciencias Políticas y Económicas) 2016.
ISBN: 978-84-617-6138-8, Depósito Legal: B-23124-2016

48. *¿Puede el marketing salvar al mundo? Expectativas para la era de la escasez* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. José Luis Nueno Iniesta, Doctor of Business Administration y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Miguel Ángel Gallo Laguna de Rins, Doctor en Ingeniería Industrial) 2016.
ISBN: 978-84-617-6499-0, Depósito Legal: B 24060-2016
49. *Calidad de vida de los pacientes afectados de cáncer de próstata según el tratamiento realizado* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Ferran Guedea Edo, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Albert Biete Sola, Doctor en Medicina y Cirugía) 2016.
ISBN: 978-84-617-7041-0, Depósito Legal: B 26030-2016
50. *Relazioni conflittuali nelle aziende familiari: determinanti, tipologie, evoluzione, esiti* (Discurso de ingreso del académico numerario Excmo. Sr. Dr. Salvatore Tomaselli, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales, Dirección de Empresa y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Miguel Ángel Gallo Laguna de Rins, Doctor en Ingeniería Industrial) 2017.
ISBN: 978-84-617-7820-1, Depósito Legal: B 1712 -2017
51. *Sobre el coleccionismo. Introducción a la historia* (Discurso de ingreso del académico correspondiente Excmo. Sr. Dr. Manuel Puig Costa, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós, Doctor en Medicina y Cirugía) 2017.
ISBN: 978-84-617-7854-6, Depósito Legal: B 1713-2017
52. *Teoria de la semblança i govern universitari* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Jaume Armengou Orús, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports, i contestació per l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra, Doctor en Enginyeria de Camins, Canals i Ports) 2017.
ISBN: 978-84-617-8115-7, Depósito Legal: B 2853- 2017
53. *Història de la malaltia i de la investigació oncològica. Retorn als orígens* (Discurs d'ingrés de l'acadèmic numerari Excm. Sr. Dr. Mariano Monzó Planella, Doctor en Medicina i Cirurgia, i contestació per

- l'acadèmic de número Excm. Sr. Dr. Joaquim Gironella Coll, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2017.
ISBN: 978-84-617-8179-9, Depósito Legal: B 2854-2017
54. *Diagnóstico precoz del Cáncer de Pulmón: El Cribado, una herramienta para avanzar en su curación* (Discurso de ingreso del académico de número Excmo. Sr. Dr. Laureano Molins López-Rodó, Doctor en Medicina y Cirugía y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós, Doctor en Medicina y Cirugía) 2017.
ISBN: 978-84-617-8457-8 , Depósito Legal: B 3937-2017
55. *Honor, crédito en el mercado y la exceptio veritatis* (Discurso de ingreso del académico de número Excmo. Sr. Dr. Felio Vilarrubias Guillet, Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós, Doctor en Medicina y Cirugía) 2017.
ISBN: 978-84-617-8867-5 , Depósito Legal: B 6307-2017
56. *La vida és una llarga oxidació* (Discurs d'ingrés de l'acadèmica numerària Excma. Sra. Dra. Nicole Mahy Géhenne, Doctora en Farmàcia, i contestació per l'acadèmic de número Excm Sr. Dr. Rafael Blesa González, Doctor en Medicina i Cirurgia) 2017.
ISBN: 978-84-617-9179-8, Depósito Legal: B 6308-2017
57. *Salud periodontal y salud general: la alianza necesaria* (Discurso de ingreso de la académica numeraria Excma. Sra. Dra. Nuria Vallcorba Plana, Doctora en Odontología y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Jaime Rodrigo de Larrucea, Doctor en Derecho y Doctor en Ingeniería Náutica) 2017.
ISBN: 978-84-617-9253-5, Depósito Legal: B 8541-2017
58. *Gobierno y administración en la empresa familiar* (Discurso de ingreso del académico de número Excmo. Sr. Dr. José Manuel Calavia Molinero, Doctor en Derecho y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Doctor en Derecho) 2017.
ISBN: 978-84-697-2296-1, Depósito Legal: B 10562-2017
59. *Darwin, Wallace y la biología del desarrollo evolutiva* (Discurso de ingreso del académico de número Excmo. Sr. Dr. Daniel Turbón

Borrega, Doctor en Filosofía y Letras y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. Felio Vilarrubias Guillamet, Doctor en Derecho) 2017.

ISBN: 978-84-697-2678-5, Depósito Legal: B 11574-2017

60. *EL asesoramiento financiero, la figura del Asesor Financiero y de las E.A.F.I.s* (Discurso de ingreso de la académica de número Excmo. Sra. Dra. Montserrat Casanovas Ramon, Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales y contestación por el académico de número Excmo. Sr. Dr. José Maria Gay de Liébana Saludas, Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho) 2017.

ISBN: 978-84-697-3635-7, Depósito Legal: B 15061-2017



RAD Tribuna Plural. La revista científica

REVISTA 1 - Número 1/2014

Globalización y repliegue identitario, *Ángel Aguirre Baztán*. El pensament cristià, *Josep Gil Ribas*. El teorema de Gödel: recursivitat i indecidibilitat, *Josep Pla i Carrera*. De Königsberg a Göttingen: Hilbert i l'axiomatització de les matemàtiques, *Joan Roselló Moya*. Computerized monitoring and control system for ecopyrogenesis technological complex, *Yuriy P. Kondratenko, Oleksiy V.Kozlov*. Quelques réflexions sur les problèmes de l'Europe de l'avenir, *Michael Metzeltin*. Europa: la realidad de sus raíces, *Xabier Añoveros Trias de Bes*. Discurs Centenari 1914-2014, *Alfredo Rocafort Nicolau*. Economía-Sociedad-Derecho, *José Juan Pintó Ruiz*. Entrevista, *Jaime Gil Aluja*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 404.

REVISTA 2 - Número 2/2014 *Monográfico Núm. 1*

I Acto Internacional: Global Decision Making.
2014: à la recherche d'un Humanisme renouvelé de El Greco à Nikos Kazantzakis, *Stavroula-Ina Piperaki*. The descent of the audit profession, *Stephen Zeff*. Making global lawyers: Legal Practice, Legal Education and the Paradox of Professional Distinctiveness, *David B. Wilkins*. La tecnología, detonante de un nuevo panorama universitario, *Lluís Vicent Safont*. La salida de la crisis: sinergias y aspectos positivos. Moderador: *Alfredo Rocafort Nicolau*. Ponentes: Burbujas, cracs y el comportamiento irracional de los inversores, *Oriol Amat Salas*. La economía española ante el hundimiento del sector generador de empleo, *Manuel Flores Caballero*. Tomando el pulso a la economía española: 2014, año de encrucijada, *José María Gay de Liébana Saludas*. Crisis económicas e indicadores: diagnosticar, prevenir y curar, *Montserrat Guillén i Estany*. Salidas a la crisis, *Jordi Martí Pidelaserra*. Superación de la crisis económica y mercado de trabajo: elementos dinamizadores, *José Luís Salido Banús*.

Indicadores de financiación para la gestión del transporte urbano: El fondo de comercio, El cuadro de mando integral: Una aplicación práctica para los servicios de atención domiciliaria, Competencias de los titulados en ADE: la opinión de los empleadores respecto a la

contabilidad financiera y la contabilidad de costes. Teoría de conjuntos clásica versus teoría de subconjuntos borrosos. Un ejemplo elemental comparativo. Un modelo unificado entre la media ponderada ordenada y la media ponderada. Predicting Credit Ratings Using a Robust Multi-criteria Approach.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 588.

REVISTA 3 - Número 3/2014

Taula rodona: Microorganismes i patrimoni. Preàmbulo, *Joaquim Gironella Coll*. L'arxiu Nacional de Catalunya i la conservació i restauració del patrimoni documental, *Josep Maria Sans Travé, Gemma Goikoechea i Foz*. El Centre de Restauració Béns Mobles de Catalunya (CRBMC) i les especialitats en conservació i restauració, *Àngels Solé i Gili*. La conservació del patrimoni històric davant l'agressió per causes biològiques, *Pere Rovira i Pons*. Problemàtica general de los microorganismos en el patrimonio y posibles efectos sobre la salud, *Maria dels Àngels Calvo Torras*. Beyond fiscal harmonisation, a common budgetary and taxation area in order to construct a European republic, *Joan- Francesc Pont Clemente*. El microcrédito. La financiación modesta, *Xabier Añoveros Trias de Bes*. Extracto de Stevia Rebaudiana. *Pere Costa Batllori*. Síndrome traumático del segmento posterior ocular, *Carlos Dante Heredia García*. Calculadora clínica del tiempo de doblaje del PSA de próstata, *Joaquim Gironella Coll, Montserrat Guillén i Estany*. Miguel Servet (1511-1553). Una indignació coherent, *Màrius Petit i Guinovart*. Liquidez y cotización respecto el Valor Actual Neto de los REITs Españoles (Las SOCIMI), *Juan María Soriano Llobera, Jaume Roig Hernando*. I Acte Internacional: Global decision making. Resum. Entrevista, *Professor Joaquim Barraquer Moner*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 376

REVISTA 4 - Número 4/2014

Sessió Acadèmica: La simetria en la ciència i en l'univers. Introducció, evocació del Dr. Jaume Vallcorba Plana, *David Jou Mirabent i Pilar Bayer i Isant*. La matemàtica de les simetries, *Pilar Bayer i Isant*, l'Univers

i les simetries trencades de la física, *David Jou Mirabent*. Sessió Acadèmica: La financiación de las grandes empresas: el crédito sindicado y el crédito documentario. Los créditos sindicados, *Francisco Tusquets Trias de Bes*. El crédito documentario. Una operación financiera que sustituye a la confianza en la compraventa internacional, *Xabier Añoveros Trias de Bes*. Sessió Acadèmica: Vida i obra d'Arnau de Vilanova. Introducció, *Josep Gil i Ribas*. Arnau de Vilanova i la medicina medieval, *Sebastià Giralt*. El *Gladius Iugulans Thomatistas* d'Arnau de Vilanova: context i tesis escatològiques, *Jaume Mensa i Valls*. La calidad como estrategia para posicionamiento empresarial, *F. González Santoyo*, *B. Flores Romero* y *A.M. Gil Lafuente*. Etnografía de la cultura de una empresa, *Ángel Aguirre Baztán*. L'inconscient, femení i la ciència, *Miquel Bassols Puig*. Organización de la producción: una perspectiva histórica, *Joaquim Bautista Valhondo* y *Francisco Javier Llovera Sáez*. La quinoa (*Chenopodium quinoa*) i la importancia del seu valor nutricional, *Pere Costa Batllori*.

El Séptimo Arte, *Enrique Lecumberri Martí*. "Consolatio" pel Dr. Josep Casajuana i Gibert, *Rosmarie Cammany Dorr*, *Jaume Gil Aluja* i *Josep Joan Pintó Ruiz*. The development of double entry: An example of the International transfer of accounting technology, *Christopher Nobes*. Entrevista, *Dr. Josep Gil Ribas*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 460

REVISTA 5 - Número 1/2015

Sessió Acadèmica: Salut, economia i societat. Presentació, *M. dels Àngels Calvo Torras*. Descripción y valoración crítica de los diferentes sistemas sanitarios en Europa, *Joaquim Gironella Coll*. Efectos económicos en el sistema público de salud del diagnóstico precoz de las enfermedades, *Ana María Gil Lafuente*. Estar sano y encontrarse bien: El reto, *Rosmarie Cammany Dorr*. What is the greatest obstacle to development? *Alba Rocafort Marco*. Aceleradores globales de la RSE: Una visión desde España, *Aldo Olcese Santoja*. Zoonosis transmitidas por mascotas. Importancia sanitaria y prevención, *M. dels Àngels Calvo Torras* y *Esteban Leonardo Arosemena Angulo*. Seguretat alimentària dels aliments d'origen animal. Legislació de la Unió Europea sobre la fabricació de pinsos, *Pere Costa Batllori*. Panacea encadenada: La farmacología alemana

bajo el III Reich y el resurgir de la Bioética, *Francisco López Muñoz*. Laicidad, religiones y paz en el espacio público. Hacia una conciencia global, *Francesc Torralba Roselló*. Inauguración del Ciclo Academia y Sociedad en el Reial Cercle Artístic de Barcelona. Entrevista, *Dr. José Juan Pintó Ruiz*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 356

REVISTA 6 - Número 2/2015

Sessió Acadèmica: Subrogación forzosa del acreedor. Presentación, *José Juan Pintó*. La subrogación Forzosa del acreedor: Concepto, Naturaleza, Finalidad y Efectos, *Alfonso Hernández Moreno*. La utilización de la subrogación forzosa en la práctica: Aspectos relevantes y controvertidos, *Francisco Echevarría Summers*. Methods of Modeling, Identification and Prediction of Random Sequences Base on the Nonlinear Canonical Decomposition, *Igor P. Atamanyuk, Yuriy P. Kondratenko*. Rien n'est pardoné!. *Stravroula-Ina Piperaki*. Seguretat alimentària dels aliments d'origen animal. Legislació de la Unió Europea sobre la fabricació de pinsos II. Pinsos ecològics, *Pere Costa Batllori*. The relationship between gut microbiota and obesity, *Carlos González Núñez, M. de los Angeles Torras*. Avidesa i fulgor dels ulls de Picasso, *David Jou Mirabent*. Problemática de la subcontratación en el sector de la edificación, *Francisco Javier Llovera Sáez, Francisco Benjamín Cobo Quesada y Miguel Llovera Ciriza*. Jornada Cambio Social y Reforma Constitucional, *Alfredo Rocafort Nicolau, Teresa Freixes Sanjuán, Marco Olivetti, Eva Maria Poptcheva, Josep Maria Castellà y José Juan Pintó Ruiz*. Inauguración del ciclo "Academia y Sociedad" en el Reial Cercle Artístic de Barcelona: Nuevas amenazas. El Yihadismo, *Jesús Alberto García Riesco*. Presentación libro "Eva en el Jardín de la Ciencia", *Trinidad Casas, Santiago Dexeus y Lola Ojeda*. "Consolatio" pel Dr. Jaume Vallcorba Plana, *Xabier Añoveros Trias de Bes, Ignasi Moreta, Armand Puig i Tàrrach*. Entrevista, *Dr. David Jou Mirabent*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 400

REVISTA 7 - **Número 3/2015** Monográfico Núm.2

II Acto Internacional: Congreso Internacional de investigación “Innovación y Desarrollo Regional”. Conferencia Inaugural: Lecciones de la crisis financiera para la política económica: austeridad, crecimiento y retos de futuro, *Aznar Alarcón, P., Gay de Liébana Saludas, J.M., y Rocafort Nicolau, A.*

Eje Temático 1. Gestión estratégica de las organizaciones: Diseño, operación y gestión de un modelo de negocio innovador, *Medina Elizondo, M. y Molina Morejón, M.* Matriz insumo producto como elemento de estrategia empresarial, *Towns Muñoz, J.A., y Tuda Rivas, R.* Valoración sobre la responsabilidad social de las empresas en la comarca lagunera, *De la Tejera Thomas, Y.E., Gutiérrez Castillo, O.W., Medina Elizondo, E., Martínez Cabrera, H., y Rodríguez Trejo, R.J.* Factores de competitividad relacionados con la internacionalización. Estudio en el estado de Coahuila, *González Flores. O., Armenteros Acosta, M del C., Canibe Cruz, F., Del Rio Ramírez, B.* La contextualización de los modelos gerenciales y la vinculación estratégica empresa-entorno, *Medina Elizondo, M., Gutiérrez Castillo, O., Jaramillo Rosales, M., Parres Frausto, A., García Rodríguez, G.A.* Gestión estratégica de las organizaciones. Los Estados Unidos de Europa, *Barquero Cabrero, J.D.* El análisis de la empresa a partir del Valor Añadido, *Martí Pidelaserra, J.* Factors influencing the decision to set up a REIT, *Roig Hernando, J., Soriano Llobera, J.M., García Cueto, J.I.*

Eje Temático 2: Gestión de la Innovación y desarrollo regional: Propuesta metodológica para la evaluación de ambientes de innovación empresariales. Aplicaciones en el estado de Hidalgo, México, *Gutiérrez Castillo, O.W., Guerrero Ramos, L.A., López Chavarría, S., y Parres Frausto, A.* Estrategias para el desarrollo de la competitividad del cultivo del melón en la comarca lagunera. *Espinoza Arellano, J de J., Ramírez Menchaca, A., Guerrero Ramos, L.A. y López Chavarría, S.* Redes de Innovación Cooperativa en la región lagunera. *Valdés Garza, M., Campos López, E., y Hernández Corichi, A.* Ley general de contabilidad gubernamental. Solución informática para municipios menores de veinticinco mil habitantes, *Leija Rodríguez, L.* La innovación en la empresa como estrategia para el desarrollo regional, *González Santoyo, F., Flores Romero, B., y Gil Lafuente, A.M.* Aplicación de la Gestión del conocimiento a la cadena de suministro de la construcción. La calidad un reto necesario, *Llovera Sáez, F.J., y Llovera Ciriza, M.*

Eje Temático 3. Gestión del capital humano y cultura organizacional: Influencia del capital humano y la cultura emprendedora en la innovación como factor de competitividad de las pyme

industriales, *Canibe Cruz, F., Ayala Ortiz, I., García Licea, G., Jaramillo Rosales, M., y Martínez Cabrera, H.* Retos de la formación de empresarios competitivos de la región lagunera, México. Competencias estratégicas gerenciales y su relación con el desempeño económico en el sector automotriz de Saltillo. *Hernández Barreras, D., Villanueva Armenteros, Y., Armenteros Acosta, M. del C., Montalvo Morales, J.A. Facio Licera, P.M., Gutiérrez Castillo, O.W., Aguilar Sánchez, S.J., Parres Frausto, A., del Valle Cuevas, V.* Competencias estratégicas gerenciales y su relación con el desempeño económico en el sector automotriz de Saltillo, *Hernández Barreras, D., Villanueva Armenteros, Y., Armenteros Acosta, M. del C., Montalvo Morales, J.A.* Identificación y diseño de competencias laborales en las áreas técnicas de la industria textil en México. *Vaquera Hernández, J., Molina Morejón, V.M., Espinoza Arellano, J. de J.* Self-Perception of Ethical Behaviour. The case of listed Spanish companies, *García López, M.J., Amat Salas, O., y Rocafort Nicolau, A.* Descripción y valoración Económico-Sanitaria de los diferentes sistemas sanitarios en el espacio europeo, y de las unidades de hospitalización domiciliaria en las comunidades autónomas de España, *Gironella Coll, J.* El derecho público en el Quijote. Derecho de gentes y derecho político, *Añoveros Trias de Bes, X.*

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 558

REVISTA 8 - Número 4/2015

Sessió Acadèmica: l'Aigua, una visió interdisciplinària. Presentació, *M. dels Àngels Calvo Torres*. El agua: Características diferenciales y su relación con los ecosistemas, *M. dels Àngels Calvo Torres*. L'Aigua en l'origen i en el manteniment de la vida, *Pere Costa Batllori*. Planeta océano, pasado, presente y futuro desde una visión particular. Proyecto AQVAM. Aportación sobre el debate del agua. Fausto García Hegardt. Sesión Académica: Ingeniería y música. Presentación, *Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra*. Las comunicaciones móviles. Presente y futuro, *Ramon Agustí*. Sessió Acadèmica: Debat sobre la religió civil. Presentació, *Francesc Torralba Roselló*. La religió verdadera, *Josep Gil Ribas*. La religión civil, Ángel Aguirre *Baztán*, La religión en la que todos los hombres están de acuerdo, *Joan-Francesc Pont Clemente*. Aportació al debat sobre la religió, *Josep Gil Ribas*. El camino hacia la libertad: el legado napoleónico

en la independencia de México, *Enrique Sada Sandoval*. Los ungüentos de brujas y filtros de amor en las novelas cervantinas y el papel de Dioscórides de Andrés Laguna, *Francisco López Muñoz y Francisco Pérez Fernández*. La lingüística como economía de la lengua. *Michael Metzeltin*. Situación de la radioterapia entre las ciencias, *Santiago Ripol Girona*. Conferencia “Las Fuerzas Armadas y el Ejército de Tierra en la España de hoy”, *Teniente General Ricardo-Álvarez-Espejo García*. Entrevista, *Dr. Eugenio Oñate Ibáñez de Navarra*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica: ISSN: 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014, Págs. 410

REVISTA 9 - Número 1/2016

Sessió Acadèmica: Unitats canines d'odorologia. Usos actuals i noves perspectives, *M. dels Àngels Calvo i Lluís Pons Anglada*. La odisea de la voz. La voz y la ópera. Aspectos médico-artísticos. *Pedro Clarós, Marcel Gorgori*. Sessió Acadèmica: La bioeconomía, nou paradigma de la ciència. Presentación, *M. dels Àngels Calvo*, liEconomia ecològica: per una economia que faci les paus amb el planeta, *Jordi Roca*. Capital natural versus desarrollo sostenible, *Miquel Ventura*, Sesión Académicas Multidisciplinaria: Accidente nuclear de Chernóbil. El accidente de la central nuclear de Chernóbil. Controversias sobre los efectos sobre la salud 30 años después, *Albert Biete*. Los efectos sobre el medio animal, vegetal y microbiano, *M. dels Àngels Calvo*, El cost econòmic de l'accident de Txernòbil: una aproximació, *Oriol Amat*. La visión del ingeniero en el accidente y actuaciones reparativas posteriores, *Joan Olivé*. Chernóbil y Fukushima: La construcción diferencial mediática de una misma realidad, *Rosmarie Cammany*. El virreinato de la Nueva España y la Bancarrota del Imperio Español, *Enrique Sada Sandoval*. Mistakes and dysfunctions of “IRR” an alternative instrument “FYR”, *Alfonso M. Rodríguez*. El derecho y la justicia en la obra de Cervantes, *Xabier Añoveros Trias de Bes*. Arquitectura motivacional para hacer empresa familiar multigeneracional, *Miguel Angel Gallo*. La vida de Juan II de Aragón (1398-1479) tras la operación de sus cataratas, *Josep M. Simon*. PV Solar Investors Versus the kingdom of Spain: First state victory, at least 27 more rounds to go, *Juan M. Soriano y José Ignacio Cueto*. Entrevista, *Dra. M. dels Àngels Calvo Torras*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica ISSN 2385-345X
Depósito legal: B 12510-2014 Págs.418

REVISTA 10 - NÚMERO 2/2016 *Homenajes Núm. 1*

Presentación a cargo del Académico Numerario Excmo. Sr. Dr. Joan-Francesc Pont Clemente, Discurso de ingreso de la Académica de Honor Excma. Sra. Dra. Rosalía Arteaga Serrano. Trabajo aportado por la nueva Académica de Honor: *Jerónimo y los otros Jerónimos*. Presentación a cargo del Académico Numerario Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós Blanch. Discurso de ingreso de la Académica de Honor Excma. Sra. Dra. Leslie C. Griffith. Trabajos aportados por la nueva Académica de Honor: *Reorganization of sleep by temperatura in Drosophila requires light, the homeostat, and the circadian clock, A single pair of neurons links sleep to memory consolidation in Drosophila melanogaster, Short Neuropeptide F Is a Sleep-Promoting Inhibitory Modulator*. Presentación a cargo del Académico Numerario Excmo. Sr. Dr. Josep-Ignasi Saranyana Closa. Discurso de ingreso del Académico de Honor Excmo. Sr. Dr. Ernesto Kahan. Trabajo aportado por el nuevo Académico de Honor: *Genocidio*. Presentación a cargo del Académico Numerario Excmo. Sr. Dr. Juan Francisco Corona Ramon. Presentación del Académico de Honor Excmo. Sr. Dr. Eric Maskin. Trabajos aportados por el nuevo Académico de Honor: *Nash equilibrium and welfare optimality, The Folk theorem in repeated games with discounting or with incomplete information. Credit and efficiency in centralized and decentralized economies*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica ISSN 2385-345X
Depósito legal: B 12510-2014 Págs.384

REVISTA 11 - Número 3/2016

Sesión Académica: Medicamentos, genes y efectos terapéuticos. *M. dels Àngels Calvo. Joan Sabater Tobella*. Sessió Acadèmica: Ramon Llull (Palma, 1232-Tunis, 1316). Presentació, *Josep Gil Ribas*. Ramon Llull. Vida i obra, *Jordi Gayà Estelrich*. L'art com a mètode, *Alexander Fidora*. El pensament de Ramon Llull, *Joan Andreu Alcina*. Articles – Artículos: Los animales mitológicos como engendro de venenos y antídotos en la España Áurea: a propósito del basilisco y el unicornio en las obras literarias de Lope de Vega, *Cristina Andrade-Rosa, Francisco López-Muñoz*. El poder en la empresa: Potestas y Auctoritas, *Miguel Ángel Gallo Laguna de Rins*. El efecto del Brexit en la validez de las cláusulas arbitrales existentes con Londres como sede del arbitraje y en la decisión de las partes de pactar a futuro cláusulas arbitrales con Londres como sede del

arbitraje, *Juan Soriano Llobera, José Ignacio García Cueto*. Desviaciones bajo el modelo de presupuesto flexible: un modelo alternativo, *Alejandro Pursals Puig*. Reflexiones en torno a la economía del conocimiento, *Leandro J. Urbano, Pedro Aznar Alarcón*. Lliurament del títol de Fill Il·lustre de Reus al Dr. Josep Gil i Ribas (21.09.2016), *Josep-Ignasi Saranyana Closa*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X, Edición electrónica ISSN 2385-345X
Depósito legal: B 12510-2014 Págs.316

REVISTA 12 - Número 4/2016 *Homenajes Núm.2*

Discurso de ingreso del Académico de Honor *Excmo. Sr. Dr. Aaron Ciechanover*, presentación a cargo del Académico Numerario *Excmo. Sr. Dr. Rafael Blesa González*. Discurso de ingreso del Académico de Honor *Excmo. Sr. Dr. Josep Maria Gil-Vernet Vila*, presentación a cargo del Académico de Número *Excmo. Sr. Dr. Pedro Clarós Blanch*. Discurso de ingreso del Académico de Honor del *Excmo. Sr. Dr. Björn O. Nilsson*, presentación a cargo de la Académica de Número *Excma. Sra. Dra. Maria dels Àngels Calvo Torres*. Discurso del Académico de Honor *Excmo. Sr. Dr. Ismail Serageldin*, presentación a cargo de la Académica de Honor, *Excma. Sra. Dra. Rosalía*.

Edición impresa ISSN: 2339-997X. Edición electrónica ISSN 2385-345X
Depósito Legal: B 12510-2014 Pags 272

REVISTA 13 - Número 5/2016

Debate: El impacto del BREXIT en la economía española y en el resto de países de la UE. *Oriol Amat Salas, Santiago José Castellà Surribas, Juan Francisco Corona Ramón y Joan-Francesc Pont Clemente*. Debate: Titanic, Cómo tomar imágenes a 3800 metros de profundidad. El corto viaje del Titanic- Seguridad marítima, antes y después del Titánic, *Jaime Rodrigo de Larrucea*. El naufragio del Titanic y sus enseñanzas, *Frederic Malagelada Benapres*. ¿Arqueología subacuática a 4000 metros de fondo?, *Pere Izquierdo i Tugas*. Los límites de la imagen submarina, *Josep Maria Castellví*. Conférence sur la mission Aout 2016 Sur l'Eclairage du Titanic, *Christian Petron*. Moderador del Debate, *Andrés Clarós Blanch*. Al grito de nación: Mompox y Cartagena,

precursoras en la independencia de Colombia, *Enrique Sada Sandoval*. Satisfacción de los alumnos con el plan de estudios de las licenciaturas en educación primaria y preescolar, *Rocío del Carmen López Muñoz*. Degradación ambiental del agua subterránea en el entorno de la gestión gubernamental de los recursos Hídricos, México, *José Soto Balderas*. La Formazione Generazionale nelle Aziende Familiari, *Salvatore Tomaselli*. La fagoterapia y sus principales aplicaciones en veterinaria, *Diego Morgades Gras, Francesc Josep Ribera Tarifa, Sandra Valera Martí y M. dels Àngels Calvo Torras*. Aproximació al món d'Àusias March, *Salvador de Brocà Tella*. Diseño estratégico para el reemplazo de equipo en la empresa, González Santoyo, F, F. Flores Romero y Gil Lafuente, Ana Maria. The end of accounting. Discurso de ingreso como Académico Correspondiente del Excmo. Sr. Dr. Baruch Lev y discurso de contestación del Excmo. Sr. Dr. Oriol Amat Salas. Entrevista, Dra. Miguel Ángel Gallo Laguna de Rins.

Edición impresa ISSN: 2339-997X. Edición electrónica ISSN 2385-345X

Depósito Legal: B 12510-2014 Pags 316





José Mª Gay de Liébana Saludas es Doctor en Ciencias Económicas y Doctor en Derecho, así como Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad de Barcelona.

Perito y Profesor Mercantil, Diplomado en Ciencias Empresariales, está en posesión de los títulos de Licenciado en Economía, Licenciado en Derecho y Licenciado en Administración y Dirección de Empresas. Censor Jurado de Cuentas y Auditor, Diplomado en Estudios de Dirección Económico-Financiera por ESADE, Master en Negocios Internacionales y MBA.

Premio de Economía 2012 de la Asociación de Corresponsales de Prensa Extranjera.

Está colegiado como Economista, Abogado y Profesor Mercantil. Pertenece a la Asociación Española de Asesores Fiscales (AEDAF), al Colegio de Censores Jurados de Cuentas de Cataluña y al Instituto de España.

Es Miembro de Honor de la Asociación Profesional de Asesores Fiscales de la Comunidad Valenciana, de la Asociación Profesional de Técnicos Tributarios de Cataluña y Baleares, y de la Asociación Profesional de Técnicos Tributarios y Asesores Fiscales de Andalucía.

Es vocal de la Comisión de Principios Contables de la Asociación Española de Contabilidad y Administración (AECA) y miembro del Consejo Asesor de la Asociación Catalana de Contabilidad y Administración (ACCID). Asimismo, es vocal de la Junta Directiva de la Associació de Professors i Investigadors Universitaris de Catalunya (APIUC).

“El Asesoramiento Financiero Independiente es una fuente de creación de valor para el inversor”.

Montserrat Casanovas Ramon

1914 - 2014

Colección Real Academia Europea de Doctores



**Generalitat
de Catalunya**

