



**Comercio minorista ante 2023**

**Inclusión financiera y cajeros automáticos**

## En preparación

- El sector exterior en 2022

Los análisis, opiniones y conclusiones expuestos en los artículos de esta publicación son los de los autores y no representan opiniones oficiales de la Secretaría de Estado de Comercio, con las que no tienen por qué coincidir necesariamente

### MINISTERIO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO

NÚMERO 3158

#### Director

Bernardo Hernández San Juan

#### Secretario de Redacción

Juan Enrique Gradolph Cadierno

#### Jefa de Redacción

Pilar Buzarra Villalobos

**Consejo de Redacción:** Iria Álvarez Besteiro, Antonio M<sup>a</sup> Ávila Álvarez, Fernando Ballesteros Díaz, Marta Bardón Fernández-Pacheco, Alberto Cerdán Borja, José M<sup>a</sup> Fernández Rodríguez, Rocío Frutos Ibor, Joaquín López Vallés, Rodrigo Madrazo García de Lomana, Isaac Martín Barbero, Isabel Riaño Ibáñez, Paloma Sánchez Muñoz, Francisco Javier Sansa Torres y Marta Valero San Paulo.

**Redacción:** María José Ferreras Álvarez.

**Logo y diseño general:** Manuel A. Junco.

**Edición y Redacción:** Paseo de la Castellana, 162, planta 12. Teléfono: 91 349 31 90. [www.revistasICE.com](http://www.revistasICE.com)

**Distribución y suscripciones:** 91 349 43 35, [CentroPublicaciones@mincotur.es](mailto:CentroPublicaciones@mincotur.es)

El Boletín Económico de ICE se encuentra en las siguientes bases bibliográficas: CARHUS PLUS+, CIRC, DIALNET, DICE, DULCINEA, EBSCO, ISOC, Journal Scholar Metrics, MIAR y REBIUN.

Editor: S. G. de Estudios y Evaluación de Instrumentos de Política Comercial. Secretaría de Estado de Comercio

Diseño de cubierta: Eduardo Lorenzo

Composición y maquetación: SAFEKAT, SL

Impresión y encuadernación: Centro de Impresión Digital y Diseño de la Secretaría de Estado de Comercio

Papel:

Exterior: estucado brillo ecológico (150 g)

Interior: offset ecológico FSC/TCF (80 g)

ECPMINCOTUR: 1.ª ed./200/0523

PVP: 7€ + IVA

DL: M 30-1958

NIPO: 112-19-006-3

e-NIPO: 112-19-007-9

ISSN: 0214-8307

e-ISSN: 2340-8804

Catálogo general de publicaciones oficiales: <https://cpage.mpr.gob.es/>

<https://doi.org/10.32796/bice.2023.3158>



## S U M A R I O

		<b>En portada</b>
Subdirección General de Estudios y Evaluación de Instrumentos de Política Comercial	<b>3</b>	El comercio minorista ante 2023
		<b>Colaboraciones</b>
Isabel Garayo Orbe, Sonsoles Valle Muñoz y Víctor Suanzes Fernández de Salamanca	<b>21</b>	EIB Global: La nueva sucursal para canalizar la financiación del desarrollo del Banco Europeo de Inversiones
Sergio Escobedo Carrillo y Raquel Tárrega López	<b>41</b>	Asegurando la inclusión financiera en el servicio de retirada de efectivo en cajeros automáticos
Prosper Lamothe Fernández y Eduardo García Argüelles	<b>55</b>	La rentabilidad del <i>private equity</i>





*Subdirección General de Estudios y Evaluación de Instrumentos de Política Comercial\**

## EL COMERCIO MINORISTA ANTE 2023

El comercio minorista ya ha superado, en términos reales, los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria. Este resultado, alcanzado en un difícil contexto caracterizado por tensiones inflacionistas provenientes del entorno internacional, deriva de comportamientos diferenciados en los distintos formatos comerciales. En particular, los formatos en los que las empresas grandes son más abundantes han mostrado mayor capacidad de adaptación ante la crisis sanitaria, la aparición de cuellos de botella en los suministros, el impacto en los precios de la guerra de Ucrania o el reto de la digitalización del sector y del desarrollo del comercio electrónico. Las políticas dirigidas al sector deben tener presentes las necesidades de los diferentes tipos de empresas que lo componen y, en particular, las de las pymes, dado su importante papel en la cohesión social y territorial.

**Palabras clave:** digitalización, COVID-19, comercio minorista, pagos con tarjeta, restricciones a la movilidad, confinamiento, consumo, políticas públicas, Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia.

**Clasificación JEL:** L81, L88.

### 1. Introducción

En el primer trimestre de 2023, el sector del comercio minorista ha superado, en términos reales, los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria. Este resultado se ha alcanzado en un entorno marcado por las tensiones inflacionistas, asociadas principalmente a la guerra de Ucrania y su efecto en los precios de la energía, los alimentos y materias primas, que no han favorecido una recuperación más intensa del sector.

En este artículo se analiza la evolución reciente del comercio minorista y sus perspectivas

ante el año 2023. El análisis efectuado permite alcanzar algunas conclusiones que resultan de interés para el diseño de las políticas orientadas al sector.

En el siguiente epígrafe se estudia el comportamiento de la actividad del comercio minorista, en un contexto marcado, como se ha visto, por tensiones inflacionistas, endurecimiento de la política monetaria y un crecimiento del PIB, en España, apoyado en el sector exterior. El análisis permite examinar el distinto comportamiento de los diferentes formatos comerciales.

A continuación, se analiza la evolución del empleo en el sector. Cabe destacar el mejor comportamiento del empleo por cuenta ajena frente al trabajo autónomo. ▷

\* Secretaría de Estado de Comercio.  
Versión de mayo de 2023.  
<https://doi.org/10.32796/bice.2023.3158.7587>

En el siguiente apartado se describe la evolución del comercio electrónico, que constituye una de las tendencias y retos más significativos para el comercio minorista. Los datos recientes parecen apuntar a una intensificación del uso de este canal de comercialización y a una creciente expansión de su empleo en los distintos subsectores.

Se analizan a continuación las perspectivas a corto plazo, vinculadas a la recuperación de los indicadores de confianza y a las expectativas de moderación de la inflación. Finalmente, se resumen las principales conclusiones alcanzadas.

## 2. Evolución de la actividad

En el año 2022 y en el primer trimestre de 2023, el comercio minorista ha seguido una tendencia de crecimiento, que le ha permitido recuperar los niveles de actividad real previos a la crisis sanitaria. Esta evolución se ha producido en un contexto marcado por el impacto de la guerra de Ucrania sobre los precios de la energía, materias primas y alimentos, que ha derivado en tensiones inflacionistas y políticas monetarias contractivas. Este entorno no ha favorecido el aumento del consumo privado, que hubiera propiciado un desarrollo más dinámico de la actividad del sector.

El crecimiento de la actividad económica y del comercio internacionales en 2022, así como sus perspectivas de evolución para 2023, es moderado. Pese a ello, en España el sector exterior está actuando como motor de la recuperación. La demanda nacional, por el contrario, sigue una tendencia más irregular, determinada por las dificultades que muestran sus principales componentes, formación bruta de capital fijo y consumo privado, para entrar en una senda de crecimiento sostenido (Gráfico 1).

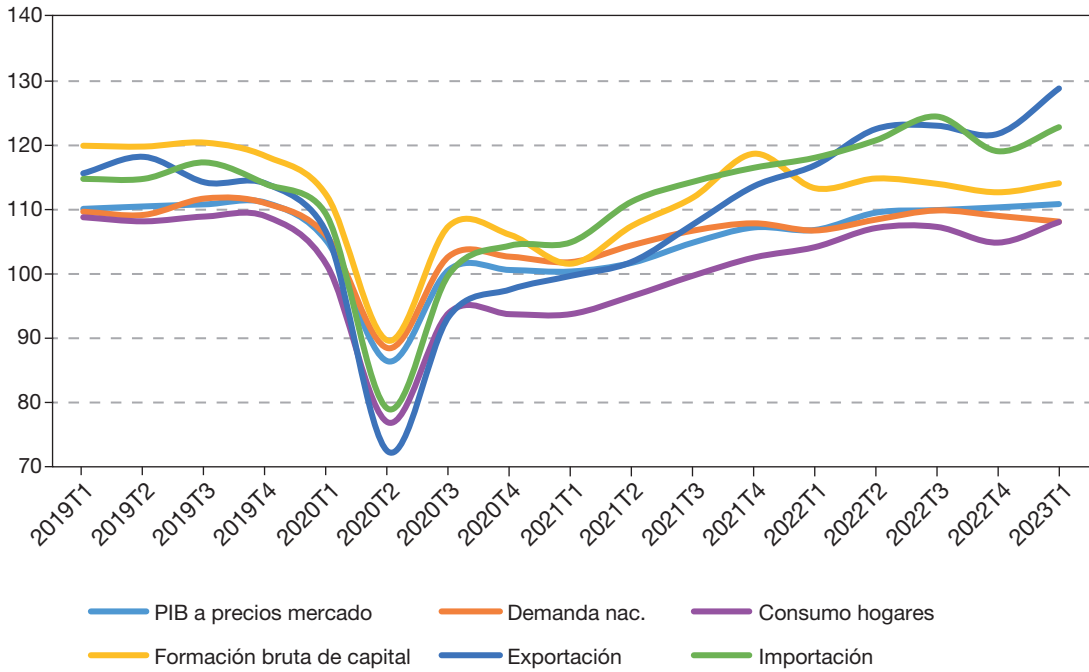
Así, en el primer trimestre de 2023, la formación bruta de capital fijo y el consumo privado se encuentran aún en niveles reales inferiores a los registrados en el último trimestre de 2019, antes de la crisis sanitaria. La formación bruta de capital fijo es un 3,5 % inferior a la contabilizada en dicho periodo y el consumo privado, un 0,8 % inferior. Las tensiones inflacionistas y el endurecimiento del tono de la política monetaria, junto a la incertidumbre derivada de los conflictos geopolíticos internacionales, explican en buena medida las dificultades para un crecimiento más intenso de estas variables.

A pesar de la debilidad de la demanda nacional, el comercio minorista ha registrado un suave crecimiento a lo largo de 2022 que se ha mantenido en el primer trimestre de 2023. Conviene destacar la diferencia que se observa entre las evoluciones de la cifra de negocios del sector, medida a precios corrientes y medida a precios constantes (Gráfico 2).

Así, desde finales de 2020, al confirmarse la recuperación de la actividad económica, se está registrando un crecimiento nominal de la actividad de comercio minorista sensiblemente superior al crecimiento real. Esta evolución diferencial se ha acentuado en 2022, como reflejo de las fuertes tensiones inflacionistas. Con todo, en el primer trimestre de 2023 la cifra de negocios del sector, medida por los índices de comercio al por menor a precios constantes, fue un 0,7 % superior a la registrada en el conjunto de 2019, lo que permite afirmar que se han recuperado plenamente los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria.

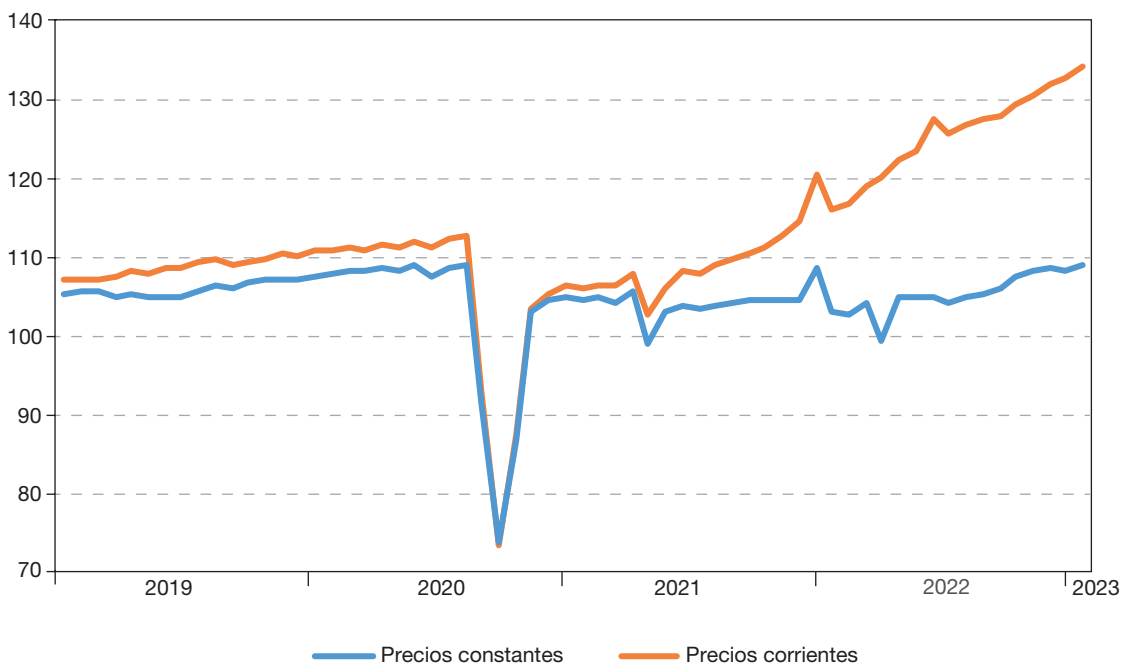
El análisis por formatos revela diferentes capacidades de recuperación del comercio minorista, probablemente asociadas al tamaño empresarial. Así, aunque, como se ha señalado, el índice general supera, en el primer ▷

**GRÁFICO 1**  
**EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y SUS COMPONENTES (2019-2023)**  
 (Índices de volumen encadenados, corregidos de estacionalidad y calendario)

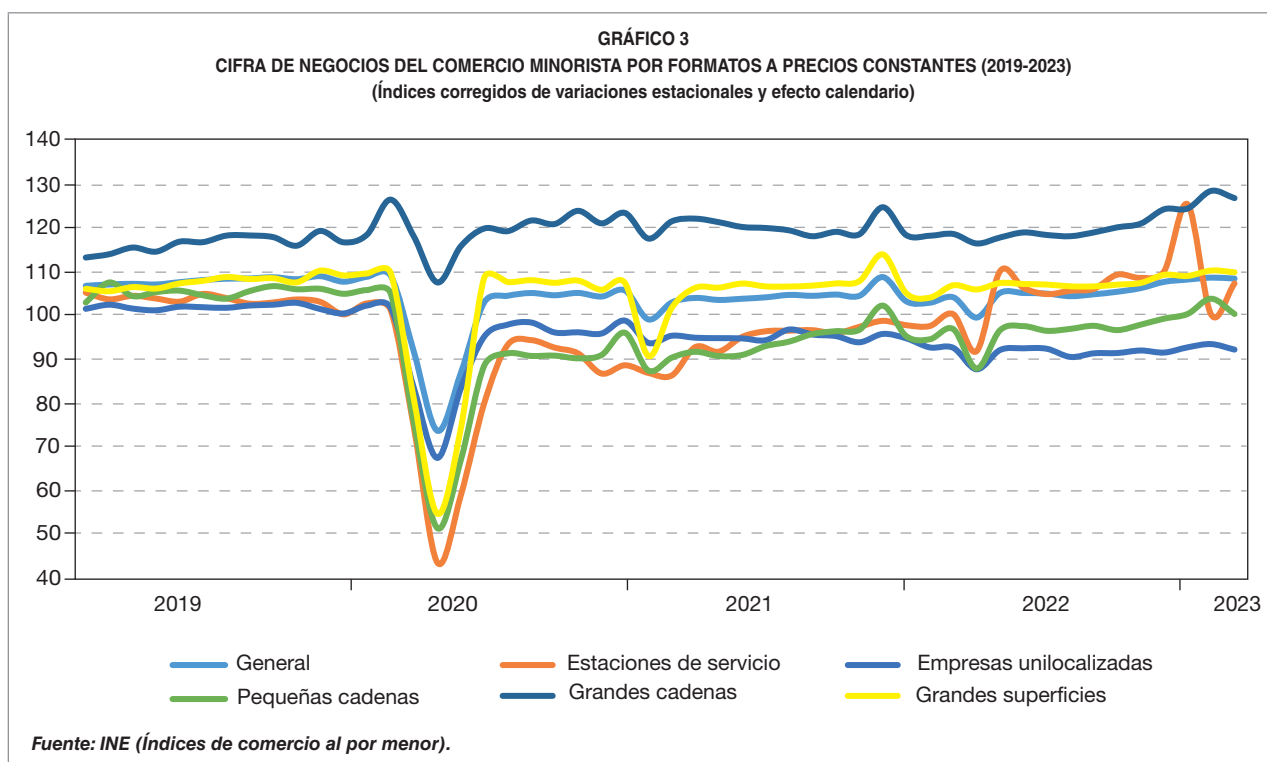


Fuente: INE (Contabilidad Nacional Trimestral).

**GRÁFICO 2**  
**CIFRA DE NEGOCIOS DEL COMERCIO MINORISTA EN PRECIOS CONSTANTES Y CORRIENTES (2019-2023)**  
 (Índices corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario)



Fuente: INE (Índices de comercio al por menor).



trimestre de 2023, el nivel previo a la crisis sanitaria, este resultado no se ha producido en todos los formatos. En concreto, las estaciones de servicio, grandes cadenas y grandes superficies han superado los niveles prepandemia, con crecimientos del 1,7 %, 9,9 % y 2,4 %, respectivamente, frente a la media de 2019. Sin embargo, las pequeñas cadenas y empresas unilocalizadas, entre las que son dominantes las pymes, presentan aún descensos de su cifra de negocios medida a precios constantes del 3,4 % y del 8,7 %, respectivamente, con relación a los índices medios de 2019.

El tamaño de las empresas y, en especial, sus distintas posibilidades de acceso a recursos financieros pueden haber condicionado su capacidad para hacer frente a los efectos de la crisis sanitaria, a los problemas de abastecimiento que emergieron en la fase de recuperación y a las presiones de costes que se observan en la actualidad. Este diferente potencial podría estar explicando el mejor comportamiento de los

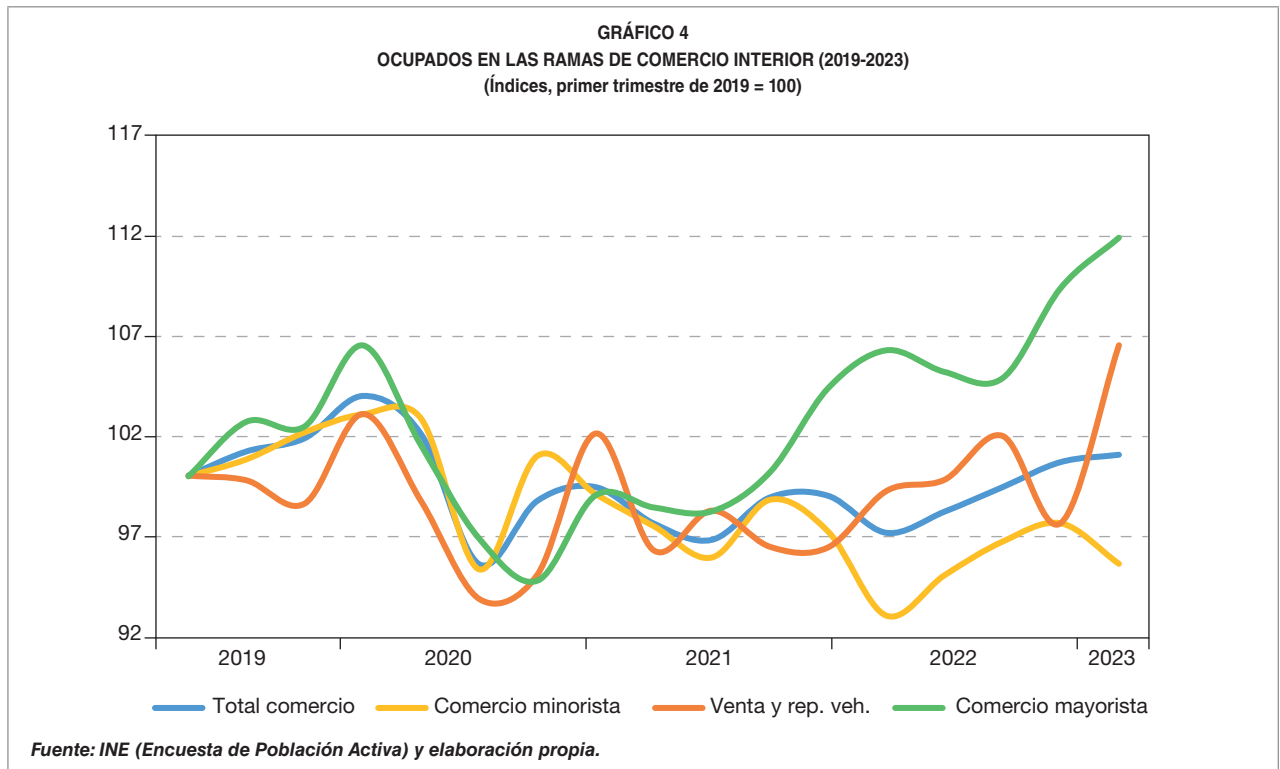
formatos en los que predominan las empresas de mayor tamaño.

En todo caso, la evolución en los tres primeros meses de 2023 está siendo, en general, favorable. Todos los formatos registran tasas de crecimiento positivas de su cifra de negocios a precios constantes, con relación al último trimestre de 2022, salvo las estaciones de servicio. En este subsector se observa un comportamiento más volátil, con un fuerte crecimiento en 2022 (12,7 %) y un descenso en el primer trimestre de 2023 (-8,3 %). Esta evolución puede estar asociada a las fuertes variaciones de los precios de los combustibles y carburantes y a las medidas adoptadas para reducir su consumo o atenuar el impacto de los incrementos de dichos precios.

### 3. Evolución del empleo

El empleo en el comercio minorista ha seguido una tendencia de recuperación en 2021 y ▷





2022, tras el fuerte impacto de la crisis sanitaria. Sin embargo, aún no ha superado los niveles previos a la crisis. El análisis de las distintas fuentes muestra que las mayores dificultades para la creación de empleo en el sector se dan en el trabajo por cuenta propia y en los formatos comerciales en los que son más frecuentes las pymes. Esta evolución, al margen de posibles tendencias estructurales en el sector, es consistente con las mayores dificultades que ha supuesto para este tipo de empresas gestionar retos como la crisis sanitaria, los problemas de abastecimiento o la inflación por el lado de la oferta.

A pesar de la favorable evolución de la actividad en 2022 y en los primeros meses de 2023, el empleo en el comercio minorista no ha recuperado aún los niveles previos a la crisis sanitaria, de acuerdo con los datos ofrecidos por la Encuesta de Población Activa (Gráfico 3). La evolución del empleo en el comercio minorista condiciona la del conjunto del sector comercio, que incluye, además, venta y reparación de

vehículos y comercio mayorista. Así, el conjunto del sector comercio registra, en el primer trimestre de 2023, un nivel de empleo que es aún un 2,8% inferior al del último trimestre de 2019. Sin embargo, tanto la rama de comercio mayorista como la de venta y reparación de vehículos contabilizan, para los mismos periodos de referencia, crecimientos de sus niveles de empleo del 5,0% y 3,3%, respectivamente. Por el contrario, en el comercio minorista se observa un descenso del 7,2%. Con todo, la evolución del empleo en el comercio minorista comienza a mostrar señales de recuperación en los últimos trimestres, con crecimientos interanuales del 0,4% y el 2,8% en el cuarto trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2023, respectivamente.

Los datos de afiliación a la Seguridad Social confirman el menor dinamismo del comercio minorista frente al comercio mayorista. No obstante, muestran un perfil más favorable que el de la Encuesta de Población Activa, con crecimientos de la afiliación tanto en el año transcurrido de ▷

mayo de 2021 a abril de 2022 como en el de mayo de 2022 a abril de 2023. Las tasas de crecimiento interanual de la afiliación en el comercio minorista en estos periodos fueron del 1,1% y 1,6%, respectivamente, por debajo de los aumentos del 1,4% y 3,0% correspondientes al comercio mayorista (Cuadro 1).

El análisis desagregado por regímenes de cotización permite observar que la recuperación de la afiliación en el comercio minorista se está apoyando en el trabajo por cuenta ajena, mientras que se continúan percibiendo dificultades para el aumento del número de trabajadores autónomos afiliados. Así, la afiliación al régimen general, vinculada habitualmente al trabajo por cuenta ajena, creció un 1,3%, en tasa interanual, en el periodo de mayo de 2021 a abril de 2022, y un 2,6% en el de mayo de 2022 a abril de 2023. Estas tasas son muy similares a las contabilizadas en el comercio al por mayor. Por el contrario, la afiliación al régimen especial de trabajadores

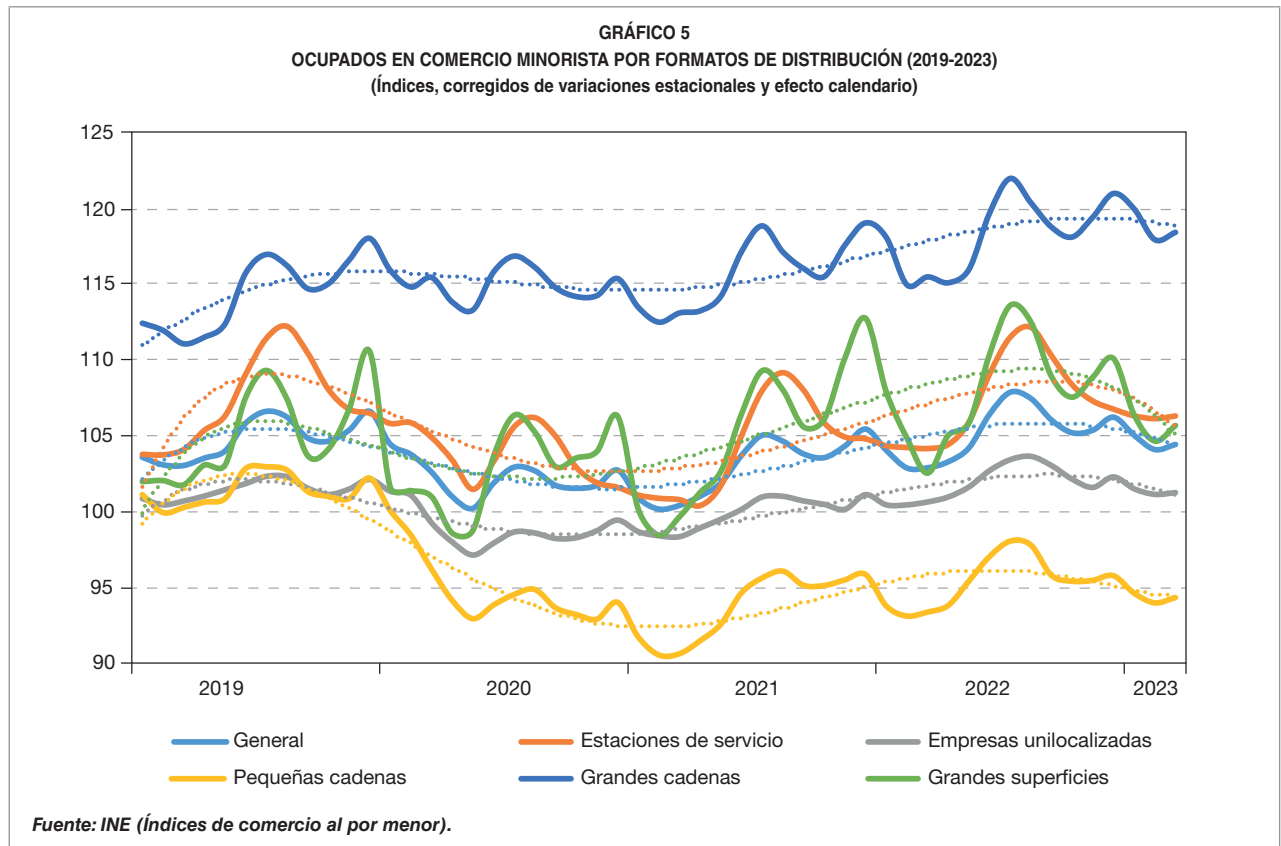
autónomos registró un crecimiento más moderado en el periodo de mayo de 2021 a abril de 2022 (0,5% en tasa interanual) y descendió en el periodo de mayo de 2022 a abril de 2023 (con una tasa interanual del -1,2%). Los últimos datos mensuales confirman que se mantiene la tendencia de crecimiento de los afiliados al régimen general y de descenso de los afiliados al régimen de trabajadores autónomos, en la rama de comercio minorista.

Los indicadores de ocupación de los índices de comercio al por menor (ICM) permiten completar este análisis con el estudio de la evolución de la ocupación por formatos de distribución (Gráfico 5). Como en el caso del análisis de la actividad, se observan diferencias sustantivas que podrían estar relacionadas con el tamaño empresarial y su relación con la capacidad para afrontar la crisis sanitaria, los problemas de abastecimiento y de inflación.

Aunque los años 2021 y 2022 han sido de recuperación del empleo en el sector, tras el ▷

**CUADRO 1**  
**INDICADORES DE MERCADO DE TRABAJO EN LAS ACTIVIDADES DE COMERCIO INTERIOR**

	Último dato		Media anual*		Año corriente		
			Año -2	Año -1	Acumulado**	Anterior	Último
	Personas	Periodo	Tasas de variación anual				
<b>Ocupados. Encuesta de Población Activa</b>							
Total economía .....	20.452.800	2023T1	3,0	3,1	1,8	1,4	1,8
Total comercio .....	3.051.500	2023T1	-0,9	0,8	4,0	1,7	4,0
Venta y reparación de vehículos .....	358.900	2023T1	-0,6	2,9	7,4	1,3	7,4
Comercio al por mayor .....	873.300	2023T1	2,3	6,1	5,3	4,8	5,3
Comercio al por menor .....	1.819.300	2023T1	-2,2	-1,8	2,8	0,4	2,8
<b>Afiliados medios mensuales. G7</b>							
Total sistema .....	20.614.989	abr.-23	2,1	3,9	2,6	2,7	3,0
Total comercio (RG+RETA) .....	3.265.777	abr.-23	1,1	1,9	0,9	1,0	1,3
Venta y reparación de vehículos (RG+RETA) .....	339.778	abr.-23	-0,1	1,0	1,2	1,2	1,6
Comercio al por mayor (RG+RETA) .....	1.031.556	abr.-23	1,4	3,0	1,5	1,4	1,5
Comercio al por menor (RG+RETA) .....	1.894.444	abr.-23	1,1	1,6	0,4	0,7	1,1
Comercio al por menor (RG, régimen general) .....	1.407.109	abr.-23	1,3	2,6	1,7	2,0	2,6
Comercio al por menor (R.E. trabajadores autónomos) .....	487.334	abr.-23	0,5	-1,2	-3,0	-3,0	-2,9
* Media del año inmediatamente anterior y del previo a este, referidos a la fecha del último dato.							
** Media del periodo transcurrido del año corriente.							
<b>Fuente: INE (Encuesta de Población Activa) y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.</b>							



fuerte impacto de la pandemia de covid en 2020, el descenso registrado por el índice de ocupación en el primer trimestre de 2023 revela la subsistencia de obstáculos que parecen más difíciles de superar para los formatos en los que predominan las pymes. Así, el índice general de ocupación, que en el promedio de 2022 había superado ligeramente el nivel medio de 2019, ha contabilizado un descenso en el promedio del primer trimestre de 2023, reflejando las dificultades del sector para consolidar los niveles de empleo previos a la crisis sanitaria.

Esta evolución es fruto de un comportamiento dispar de los distintos formatos. Las grandes cadenas son las que registran un mayor dinamismo en términos de empleo, con un aumento del 3,4 % en 2022 y un incremento adicional del 0,4 %, con relación a la media de 2022, en el promedio del primer trimestre de 2023. El empleo en las grandes superficies

creció un 2,9 % en 2022, pero ha descendido un 2,4 % en el primer trimestre de 2023. En las empresas unilocalizadas, el moderado crecimiento del empleo en 2022 (0,5 %) se ha visto contrarrestado por el descenso del primer trimestre de 2023 (con una tasa del -0,6 % respecto a 2022). El comportamiento de las estaciones de servicio fue similar, con un aumento del 0,1 % en 2022 y un descenso del 1,0 % en el primer trimestre de 2023. Finalmente, las pequeñas cadenas son las que mayores dificultades parecen estar enfrentando para la recuperación del empleo en estos periodos, en los que el índice de ocupación del formato registró descensos del 5,9 % en 2022 y del 1,2 % en el primer trimestre de 2023. En definitiva, el empleo solo parece estar creciendo de forma sostenida en el formato de grandes cadenas y se mantiene con oscilaciones en el de grandes superficies. ▷

La evolución de los índices de ocupación en los distintos formatos resulta coherente con la analizada para la cifra de negocios y, como se ha señalado, puede estar reflejando mayores dificultades de los formatos en los que predominan las pymes para hacer frente al cambiante entorno al que se enfrenta el sector. El mayor dinamismo del empleo por cuenta ajena (reflejado en la evolución de la afiliación al régimen general de la Seguridad Social) frente al trabajo autónomo (reflejado en el comportamiento de la afiliación al régimen especial de trabajadores autónomos) podría ser también un reflejo de estas distintas capacidades de adaptación.

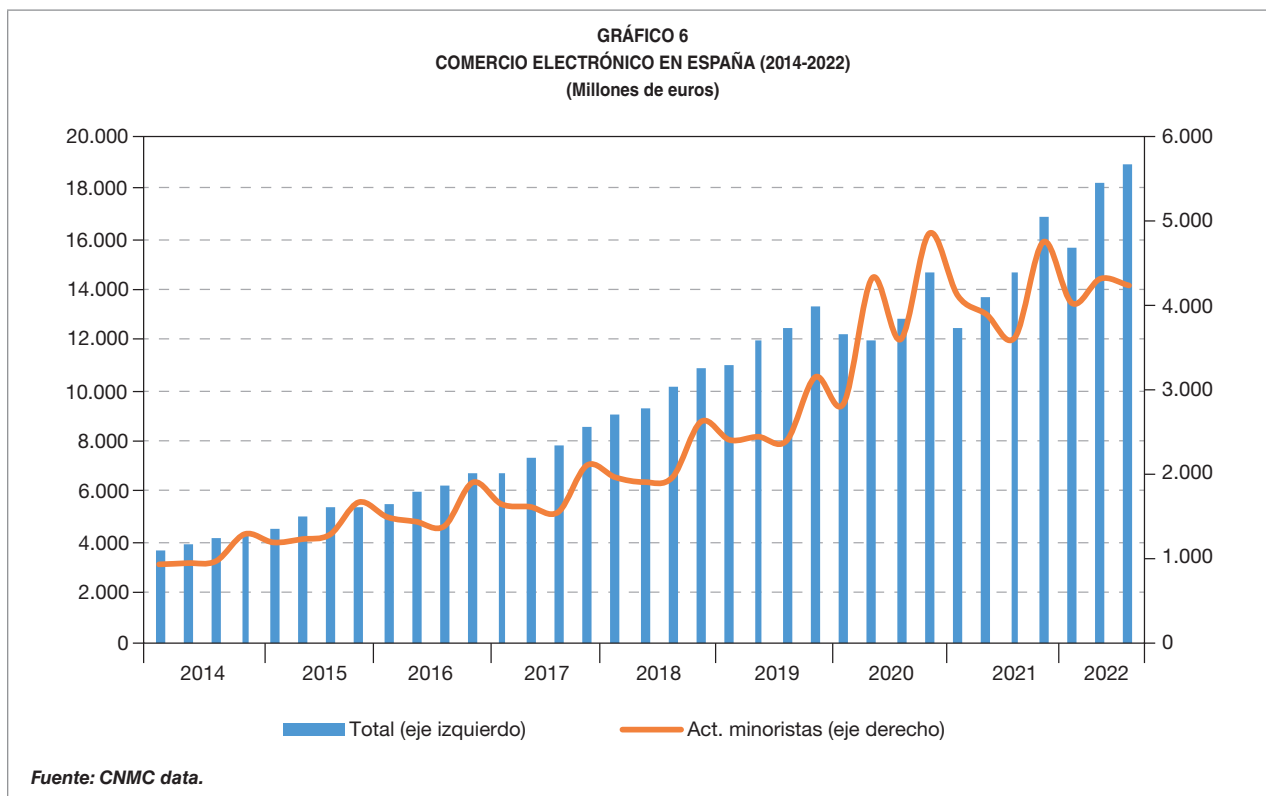
#### 4. El desarrollo del canal digital

El canal de ventas digital del comercio minorista recibió un fuerte impulso durante la fase más crítica de la crisis sanitaria, compensando la

caída de ventas electrónicas de otros productos, como los asociados al turismo. En 2021, las ventas electrónicas de las actividades de comercio minorista registraron una cierta corrección. Sin embargo, en los tres primeros trimestres de 2022, el periodo para el que se dispone de información, se observa una vuelta a la senda de crecimiento.

Como puede observarse en el Gráfico 6, las ventas totales a través del comercio electrónico, que incluyen otras actividades, además del comercio minorista, han seguido una tendencia de fuerte crecimiento desde 2014. En las actividades de comercio minorista, la tendencia ha sido similar, aunque con un crecimiento menos intenso hasta 2020.

Durante la crisis sanitaria, las restricciones a la movilidad de las personas y la adaptación de las pautas de comportamiento de los consumidores y de las empresas condicionaron evoluciones diferenciadas. Así, se observa un fuerte crecimiento de las ventas electrónicas del ▷



comercio minorista (50,1 % en el año 2020 con relación al ejercicio anterior), mientras que el conjunto de las ventas electrónicas registró una fuerte moderación de su crecimiento (con una tasa del 5,8 %, frente al 24,4 % del año anterior).

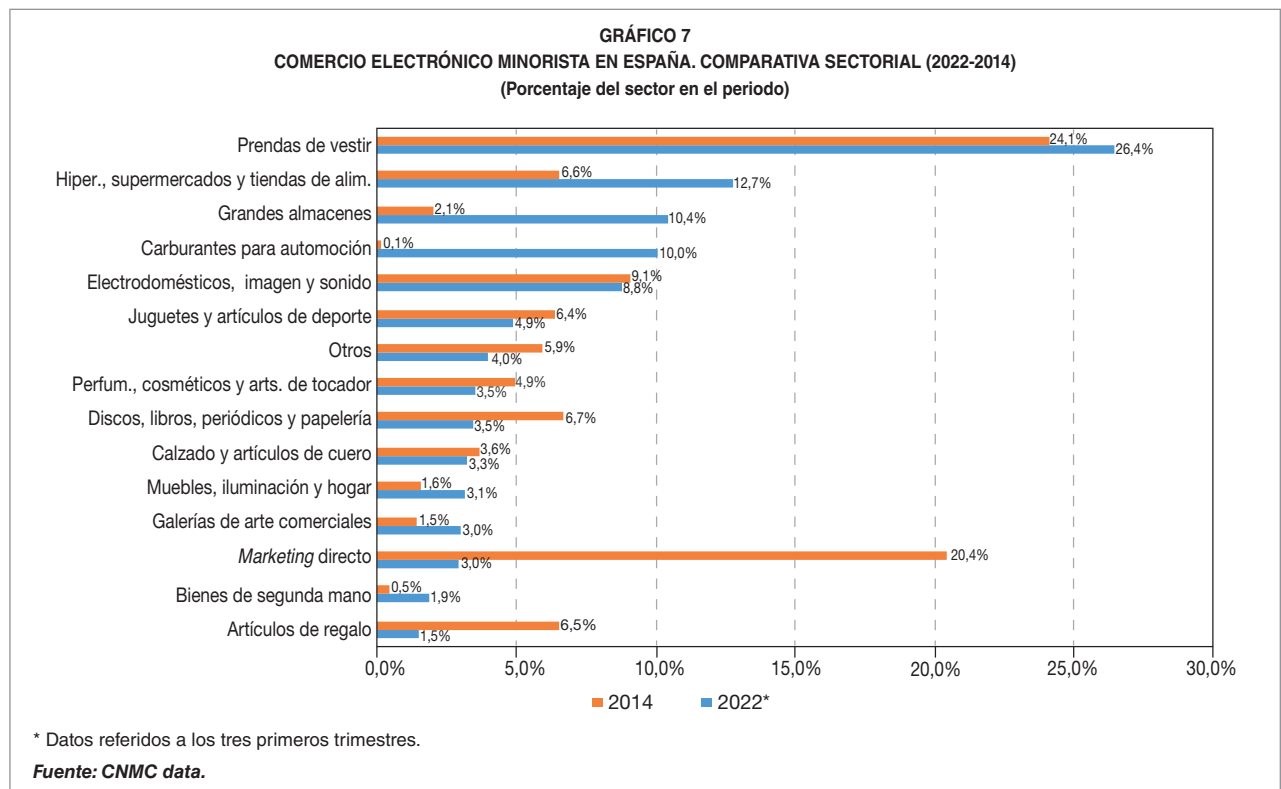
En 2021 se observa una corrección, relacionada con el efecto base de 2020. Así, las ventas electrónicas del comercio minorista se desaceleran, con un crecimiento del 4,9 %, mientras que el total de ventas electrónicas comienza a recuperar dinamismo, con una tasa de variación del 11,7 %.

En los tres primeros trimestres de 2022, el comercio electrónico total vuelve a registrar altas tasas de crecimiento, con un aumento del 29,2 % con relación al mismo periodo del año precedente. Se observa también una incipiente aceleración del comercio electrónico minorista, que aumenta un 8,2 %.

La evolución dispar en los últimos años responde principalmente a dos factores: en primer

lugar, al notable incremento de las ventas del comercio minorista en 2020, asociado, como se ha señalado, a restricciones de movilidad y a cambios en los hábitos de compra de los agentes, que, al menos parcialmente, parecen haberse revertido en los años posteriores; en segundo lugar, al efecto de las restricciones sobre el turismo y otras actividades, como las asociadas al entretenimiento y la cultura. Este efecto, que incide en la cifra de comercio electrónico total (principalmente por la importancia de este canal de ventas en actividades como la hostelería, el transporte o la venta de entradas), explica, en buena medida, la recuperación de 2021 y 2022 al suprimirse gradualmente las restricciones a este tipo de actividades.

La evolución de la estructura sectorial del comercio electrónico minorista entre 2014 y 2022 muestra cambios muy relevantes que son consistentes con la transformación digital que está experimentando el sector y con la ▷



**RECUADRO 1**  
**LAS ESTADÍSTICAS DE COMERCIO ELECTRÓNICO DE LA COMISIÓN NACIONAL**  
**DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA**

Se entiende por comercio electrónico toda compra realizada por internet, cualquiera que sea el medio de pago utilizado. Su característica básica es que la orden de compraventa se realiza a través de un medio electrónico.

La Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) elabora estadísticas trimestrales de comercio electrónico a partir de un censo de todas las transacciones comerciales electrónicas realizadas a través de terminales virtuales que tengan España como punto de origen o destino y que empleen medios de pago adheridos al Sistema de Tarjetas y Medios de Pago, S. A. Este sistema incluye todos los medios de pago (tarjetas, terminales de punto de venta, etc.) de las tarjetas bancarias que se emplean en España.

Las estadísticas de la CNMC, por lo tanto, infraestiman en alguna medida la cifra real de comercio electrónico, ya que no recogen las transacciones pagadas por medio distinto de tarjetas de pago bancarias, por ejemplo, por transferencia o contrarrembolso. No obstante, dada la preponderancia del pago con tarjeta para las compras que se efectúan a través de internet, constituyen una muy buena aproximación a las cifras totales de comercio electrónico.

Las estadísticas de la CNMC permiten clasificar las transacciones según su origen y destino geográfico. Así, pueden distinguirse transacciones:

- *De España con el exterior*: operaciones de compra efectuadas con tarjetas de pago españolas (adheridas al sistema) en sitios web de comercio electrónico de otro país.
- *Del exterior con España*: son operaciones de compra realizadas desde el extranjero en sitios web de comercio electrónico que emplean terminales de punto de venta virtuales españoles (de entidades adheridas al sistema).
- *Dentro de España*: son operaciones de compra efectuadas con tarjetas de pago españolas (adheridas al sistema) en sitios web de comercio electrónico que emplean terminales de punto de venta virtuales españoles (de entidades adheridas al sistema).

Además, a partir de los datos suministrados por la entidad de medios de pago, la CNMC realiza una distribución sectorial empleando la Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 2009 y la Clasificación de Productos por Actividades 2008. Esta sectorización permite seguir la evolución de las actividades o productos más relevantes para el comercio electrónico.

*Fuente: CNMC (2023).*

transición a la omnicanalidad. El crecimiento de las ventas digitales ha sido compatible con un uso sectorial más generalizado y equilibrado (Gráfico 7).

Así, en el año 2014, los sectores dominantes son los de prendas de vestir y *marketing* directo. En este último sector se recogen modalidades de comercio minorista de venta directa, es decir, sin establecimiento, puesto de venta o mercadillo. Estos dos sectores representaron el 44,5% de las ventas digitales del comercio minorista.

En 2022, sin embargo, aunque crece la cuota de las prendas de vestir, desciende fuertemente el peso del *marketing* directo y cobran importancia nuevos sectores, como los hipermercados, supermercados y tiendas de alimentación, los grandes almacenes o la venta de carburantes para automoción. El *marketing* directo ya solo representa el 3,0% del total, perdiendo 17,4 puntos porcentuales de cuota. La estructura sectorial del comercio electrónico minorista resulta más equilibrada que en 2014, lo que viene a confirmar el ▷

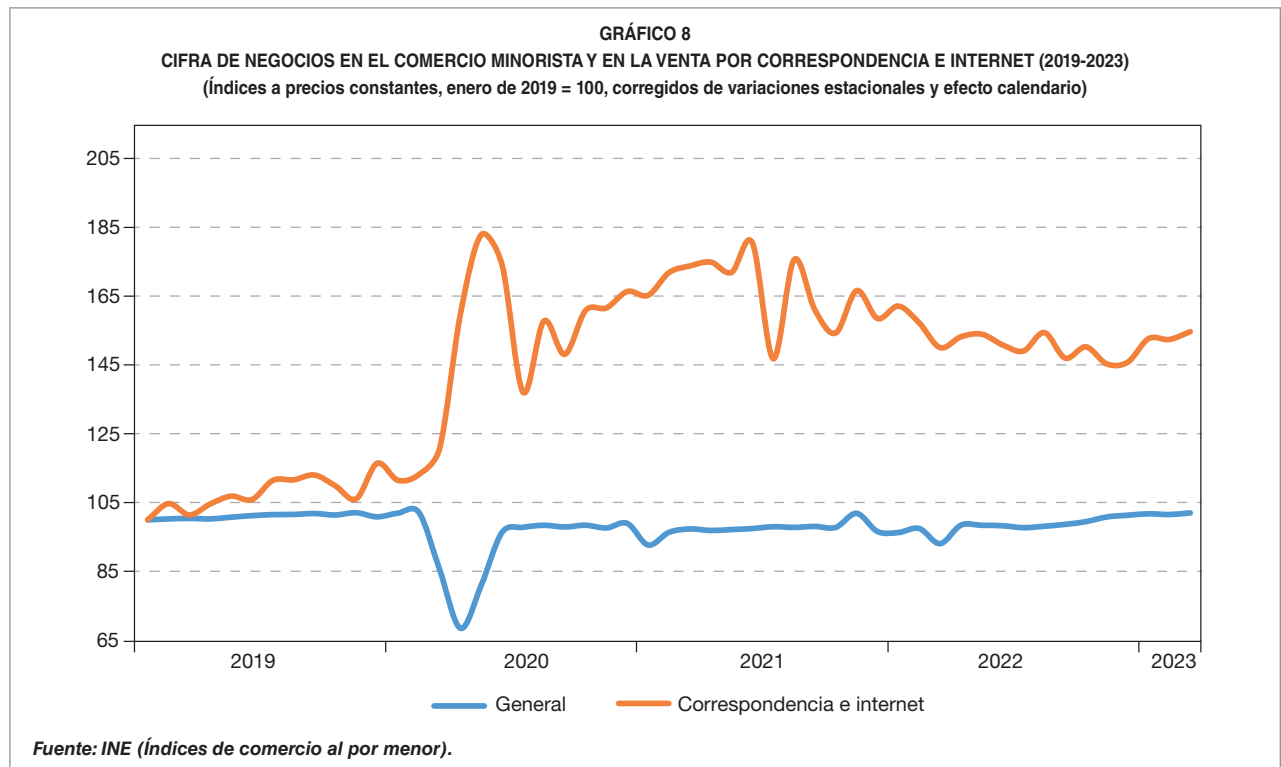
carácter crecientemente transversal de este canal de ventas.

Los indicadores más recientes confirman el dinamismo del comercio electrónico. Así, el monitor de consumo de Caixabank Research revela un crecimiento del 16% del comercio electrónico en el primer trimestre de 2023, frente a un aumento del 12% del consumo presencial y una tasa del 0% de los reintegros en cajeros. En abril y la primera semana de mayo, el crecimiento del comercio electrónico ha sido más moderado que el del gasto presencial con tarjeta (con tasas interanuales del 3% en abril y el 8% en la primera semana de mayo para el comercio electrónico, y del 7% y 9% para el gasto presencial con tarjeta), pero más intenso que las retiradas en cajeros, que han permanecido estables (tasas interanuales del 0%) tanto en abril como en la primera semana de mayo (Caixabank Research, 2023). Asimismo, el indicador de consumo con tarjeta por medio de pago de BBVA Research muestra, con datos a

7 de mayo de 2023, un crecimiento del 6,7% interanual (media móvil, 28 días) de los pagos en línea con tarjeta, frente a un aumento de tan solo el 1,1% en el caso de las tarjetas físicas, y a un descenso del 2,2% de las retiradas de efectivo en cajeros (BBVA Research, 2023).

Los índices de comercio al por menor que elabora el INE incluyen el sector de venta por correspondencia e internet en el que se encuadran las empresas de comercio minorista que tienen como actividad principal la venta por internet. Estos indicadores proporcionan una visión parcial del comercio electrónico, ya que no incluyen empresas de otros subsectores del comercio minorista que realizan ventas presenciales y por internet. En consecuencia, su evolución debe interpretarse con cautela, teniendo en cuenta que la omnicanalidad es una tendencia creciente en el sector.

No obstante, la información proporcionada por este indicador confirma la vitalidad del comercio electrónico minorista. El Gráfico 8 ▷



**RECUADRO 2**  
**INDICADORES DE ALTA FRECUENCIA PARA EL SEGUIMIENTO DEL CONSUMO:**  
**EL GASTO CON TARJETAS DE CRÉDITO**

Los *shocks* exógenos observados en los últimos años y, en particular, los derivados de la pandemia COVID-19 aumentaron el interés por disponer de indicadores de alta frecuencia (semanal o incluso diaria) y pronta disponibilidad que permitieran un seguimiento casi instantáneo de la evolución de las variables económicas de interés. Con ello se facilita la valoración del impacto de estos *shocks*, permitiendo una rápida adopción de medidas paliativas o correctoras y de la efectividad de dichas medidas.

Entre estos indicadores destacan los de gasto con tarjetas de crédito y otros medios de pago publicados por Caixabank y por el BBVA. Los departamentos de investigación de ambas entidades han desarrollado indicadores explotando estos datos y los publican a través de sus páginas web. En este recuadro se resumen algunas de las principales características de estas publicaciones.

BBVA Research incluye en su página web una sección dedicada al «Seguimiento de la economía en tiempo real y alta definición». Entre los indicadores de esta sección figuran los indicadores de consumo total por medio de pago. Los datos y gráficos incluidos en su página web permiten, entre otras cuestiones, distinguir entre gasto efectuado con tarjeta *online*, *offline* (presencial), retirada de efectivo, por transferencia o con tarjeta de débito. Se presentan indicadores del consumo total nominal o real. BBVA Research ofrece datos tanto para España como para otros países en los que la entidad bancaria tiene presencia (Turquía, México, Colombia, Perú y Argentina).

Caixabank Research realiza también una explotación de los datos de gasto con tarjeta de crédito, ya sean emitidas por la entidad o empleadas, por no clientes, en TPV de la entidad, así como de los reintegros en cajeros de Caixabank. Con esta información elabora y publica mensualmente un «Monitor de consumo», con actualizaciones (*flashes*) semanales. Los datos que ofrece permiten distinguir entre tarjetas españolas y extranjeras; incluyen para ambos tipos de tarjeta la distinción entre los canales de consumo presencial, reintegros y comercio electrónico. Para el caso de consumo presencial con tarjetas españolas distingue entre bienes de primera necesidad, *retail*, transporte, ocio y restauración y turismo (alojamientos, agencias...).

Al valorar los resultados, conviene tener presente que, al menos respecto al comercio electrónico, estos indicadores se refieren al gasto global realizado con tarjetas. Este gasto incluye no solo el comercio minorista, en sentido estricto, sino también otros, como alojamiento o viajes, donde las compras electrónicas han disfrutado tradicionalmente de un elevado nivel de implantación.

*Fuente: Elaboración propia a partir de las páginas web de BBVA Research, y Caixabank Research.*

recoge el índice de cifra de negocios, medida a precios constantes, del subsector de venta por correspondencia e internet y lo compara con el índice general. Se observa cómo la pandemia y, en particular, el periodo de confinamiento actuaron como elemento dinamizador del subsector, al tiempo que limitaban las ventas globales del comercio minorista. La fase de recuperación de estas ventas en los años 2021 y 2022 coincide con descensos en la cifra de negocios de la venta por correspondencia e internet, lo que indica una cierta vuelta a la

situación prepandemia, aunque manteniendo niveles sensiblemente más elevados que los previos a la crisis sanitaria.

La información más reciente, correspondiente al primer trimestre de 2023, parece indicar que la fase de corrección poscrisis sanitaria ya ha concluido. En este periodo las ventas por correspondencia e internet han crecido, en términos reales, un 3,6 % respecto al último trimestre de 2022, frente al aumento del 0,5 % correspondiente, para iguales periodos, a la cifra de negocios del ▷



comercio al por menor, valorada también a precios constantes.

En suma, la información disponible apunta a una tendencia de fuerte crecimiento del canal de ventas digital en las actividades de comercio minorista. Esta tendencia no se apoya solo en las empresas especializadas en este tipo de venta (como las empresas de *marketing* directo), sino que se extiende a otros sectores, entre los que destacan los de productos de vestir, hipermercados, supermercados y tiendas de alimentación, grandes almacenes y venta de combustibles y carburantes. Todo ello sugiere que el crecimiento de las ventas por internet viene asociado a la omnicanalidad. La información más actualizada confirma el dinamismo del comercio electrónico. La adaptación de todo tipo de empresas, en especial las pymes, a estas tendencias es uno de los grandes retos que afronta el sector.

## 5. Las perspectivas para 2023

El crecimiento de la economía española en el año 2022 se apoyó principalmente en el sector exterior, a pesar del incierto entorno internacional. Para el año 2023 persisten riesgos derivados de las turbulencias financieras, la elevada inflación, la persistencia del impacto de la invasión de Ucrania por Rusia y los tres años de pandemia. En este complejo entorno, las perspectivas para el próximo ejercicio son de moderación del crecimiento, especialmente en las economías avanzadas. La evolución de la actividad vendría acompañada de una paulatina relajación de las tensiones inflacionistas (FMI, 2023).

En este marco, en España se espera una desaceleración de la actividad económica para 2023, seguida de una recuperación en 2024. La reducción del ritmo de crecimiento vendrá

acompañada de una reconfiguración de su composición, en la que ganará peso relativo la demanda interna frente a la contribución del sector exterior. Asimismo, se anticipa una moderación del ritmo de crecimiento de los precios en 2023 y en 2024 (Cuadro 2).

El escenario previsto incluye elementos, como la reducción de las presiones inflacionistas y la ganancia de peso de la demanda interna, que pueden favorecer el crecimiento del consumo privado y del comercio minorista. La evolución de los indicadores de confianza del sector y de la de los consumidores apunta en el mismo sentido, al menos para los próximos meses.

La evolución de la confianza en el comercio minorista ha reflejado, en los últimos años, la incertidumbre derivada de las perturbaciones en el panorama económico internacional. Tras los mínimos alcanzados en la fase más dura de la pandemia (abril y mayo de 2020), los indicadores de confianza en el sector iniciaron una rápida recuperación que, de forma más suave, continuó hasta los primeros meses de 2022. La incertidumbre generada por la invasión rusa de Ucrania, su impacto en los precios internacionales y el endurecimiento de la política monetaria se reflejaron en un descenso de la confianza, desde marzo de 2022 hasta finales de dicho año. Sin embargo, en el primer trimestre de 2023 se observa una tendencia de recuperación, coincidiendo con una atenuación de las presiones inflacionistas. La mejora de la confianza augura buenas perspectivas para el conjunto del ejercicio (Gráfico 9).

La evolución de la confianza en los distintos subsectores que integran el comercio minorista ha sido similar, con la excepción del subsector de estaciones de servicio, donde el impacto de la crisis de Ucrania, de la evolución de los precios de la energía y de las medidas ▷

**CUADRO 2**  
**RESUMEN DE PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA (2022-2024)**  
 (% , tasa de variación anual, salvo indicación en contrario)

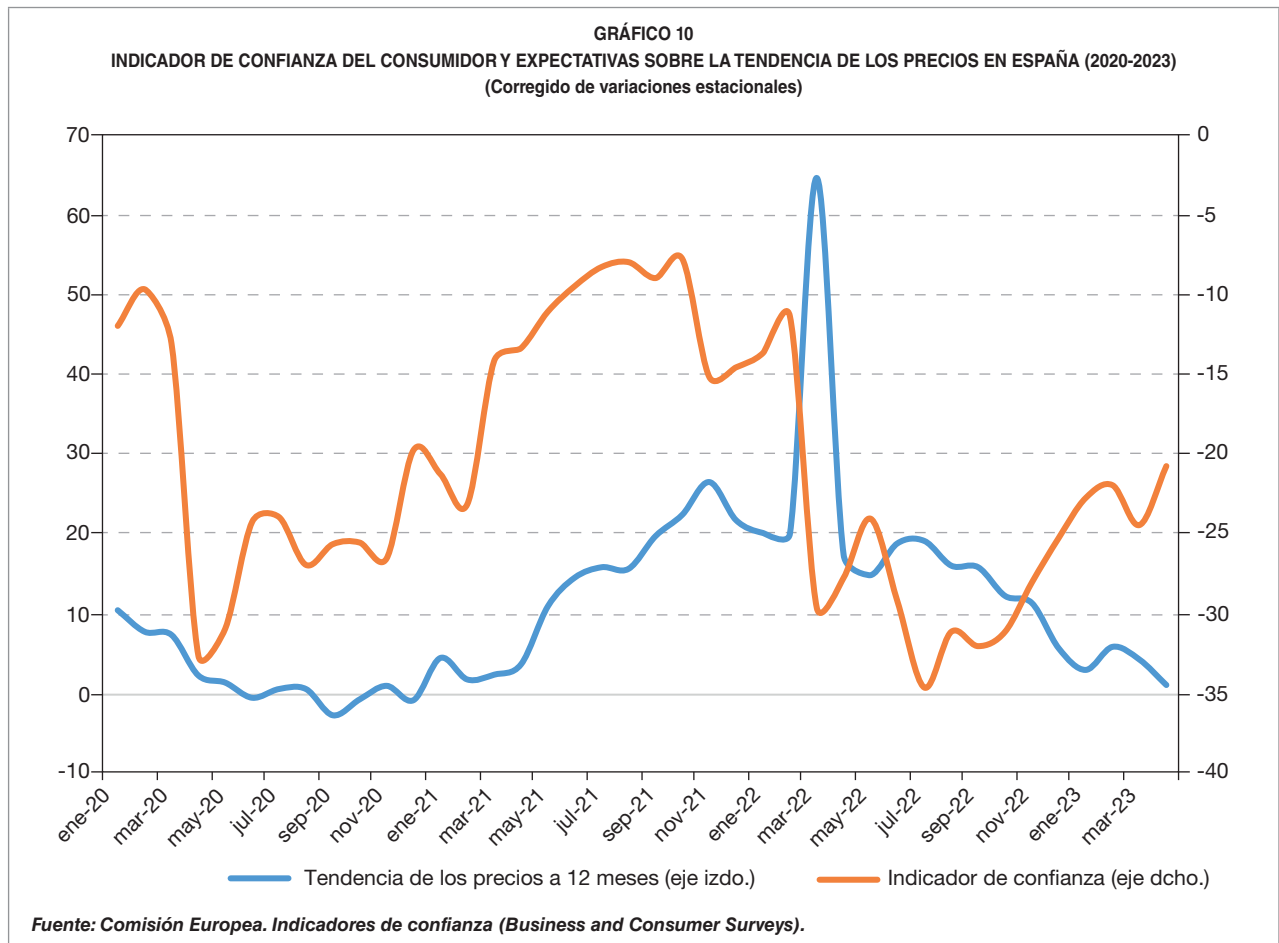
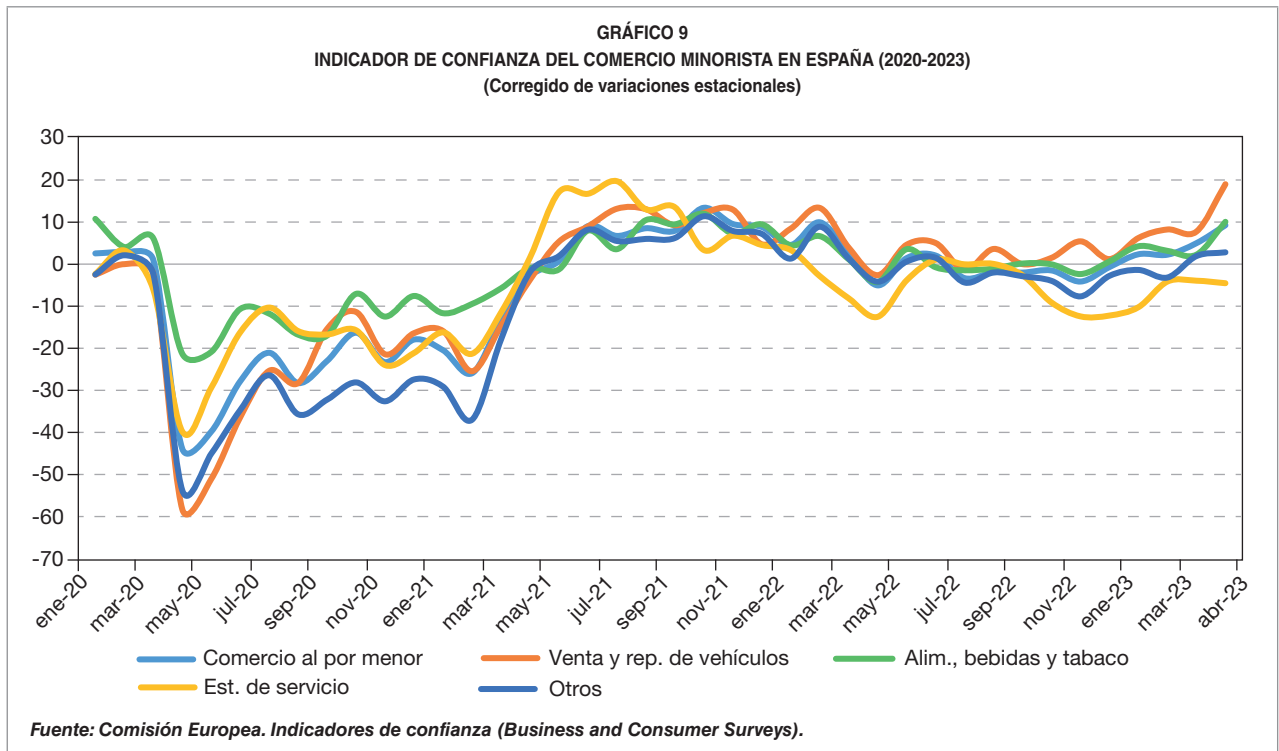
Fuente	2022	2023	2024
<b>Gobierno de España (1)</b>			
Producto interior bruto .....	5,5	2,1	2,4
Contribución demanda nacional (2) .....	3,1	1,7	2,9
Contribución sector exterior (2) .....	2,4	0,4	-0,5
Deflactor del consumo privado .....	6,8	3,9	3,2
<b>Fondo Monetario Internacional (3)</b>			
Producto interior bruto .....	5,5	1,5	2,0
Contribución demanda nacional (2) .....	2,9	1,6	1,9
Contribución sector exterior (2) .....	2,6	-0,1	0,1
Inflación, precios de consumo .....	8,3	4,3	3,2
<b>Comisión Europea (4)</b>			
Producto interior bruto .....	5,5	1,9	2,0
Contribución demanda nacional (2) .....	3,1	1,3	2,3
Contribución sector exterior (2) .....	2,4	0,6	-0,3
Índice armonizado de precios de consumo .....	8,3	4,0	2,7
<b>Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (5)</b>			
Producto interior bruto .....	5,5	1,7	1,7
Contribución demanda nacional (2) .....	1,6	1,4	1,7
Contribución sector exterior (2) .....	3,1	-0,2	0,0
Índice armonizado de precios de consumo .....	8,3	4,2	4,0
<b>Banco de España (6)</b>			
Producto interior bruto .....	5,5	1,6	2,3
Contribución demanda nacional (2) .....	2,9	1,0	2,3
Contribución sector exterior (2) .....	2,6	0,6	0,0
Índice armonizado de precios de consumo .....	8,3	3,7	3,6

(1) Escenario macroeconómico 2023-2026 (28/04/23).  
 (2) Contribución al crecimiento interanual del PIB en volumen (puntos porcentuales).  
 (3) Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook, abril de 2023.  
 (4) European Economic Forecast, Spring, mayo de 2023.  
 (5) OECD Economic Outlook 110, diciembre de 2021.  
 (6) Proyecciones macroeconómicas para la economía española 2023-2025, mayo de 2023.

adoptadas ha sido más directo. Así, la recuperación de la confianza en el primer cuatrimestre de 2023 está siendo particularmente intensa en el subsector de venta y reparación de vehículos, muy similar a la evolución del índice general en el de alimentación, bebidas y tabaco, y algo más moderada en el de otras actividades de comercio minorista. En el subsector de estaciones de servicio la recuperación de la confianza se inició a mediados de 2022 y se mantuvo esta tendencia hasta final de año. Sin

embargo, en los primeros meses de 2023 el indicador se ha estabilizado, quizá por efecto de la retirada del alcance general de las bonificaciones a la gasolina y el gasóleo.

La evolución de la actividad y de las perspectivas del comercio minorista está estrechamente vinculada con la confianza de los consumidores, que, en la etapa más reciente, ha estado influenciada por sus expectativas sobre la evolución de los precios. Así, como se observa en el Gráfico 10, la confianza de los consumidores registró ▷



un fuerte descenso desde marzo de 2022, coincidiendo con las expectativas de crecimiento de los precios asociadas al impacto de la guerra de Ucrania. Desde mediados de 2022 las expectativas de los consumidores sobre la tendencia de los precios se han moderado gradualmente y su confianza se ha recuperado en paralelo. Esta tendencia se ha intensificado en los primeros meses de 2023. El cumplimiento de las previsiones de moderación del ritmo de crecimiento de los precios en 2023 y 2024 debería continuar alentando la mejora de la confianza de los consumidores.

## 6. Conclusiones

En el primer trimestre de 2023 el comercio minorista ha superado los niveles de actividad previos a la crisis sanitaria. Esta recuperación se ha producido a pesar de las tensiones inflacionistas, asociadas principalmente a los efectos de la invasión rusa de Ucrania sobre los precios de los productos energéticos, alimentos y materias primas, que han dado lugar a un endurecimiento de la política monetaria y están dificultando la recuperación del consumo privado.

La mejora de las ventas y de los niveles de empleo no está siendo uniforme en los distintos formatos de distribución. Se observa una mayor capacidad de recuperación en los formatos en los que predominan las empresas de mayor tamaño, como las grandes cadenas y las grandes superficies, frente a aquellos en los que abundan las pymes, como las pequeñas cadenas o los establecimientos unilocales. El mejor comportamiento del empleo por cuenta ajena, frente al trabajo autónomo, apunta en el mismo sentido.

El desarrollo del canal de comercio electrónico es un rasgo tendencial del sector que se

ha visto intensificado en los últimos años, en parte como reacción a la crisis sanitaria. Los datos más recientes muestran que, tras un periodo de corrección del fuerte impulso observado durante las fases más duras de la pandemia, el comercio electrónico vuelve a crecer a tasas más elevadas que las de los canales presenciales, confirmando la continuidad de esta tendencia.

El sector del comercio minorista se está orientando hacia la omnicanalidad. Así, con datos de medio plazo, se constata que el crecimiento de las ventas electrónicas no se produce solo en las empresas dedicadas específicamente a este tipo de servicios, sino que se extiende a otros subsectores del comercio minorista.

Las perspectivas para el conjunto del año 2023 parecen favorables. La confianza en el comercio minorista y entre los consumidores está mejorando y las perspectivas inflacionistas parecen moderarse. En España, además, aunque se prevé una moderación del ritmo de crecimiento del PIB, cobrará un mayor protagonismo la demanda interna, más estrechamente vinculada con el comercio minorista.

En este marco, las políticas públicas, que incluyen entre sus objetivos el apoyo a la transición digital, deben continuar prestando atención a los distintos tipos de empresa que conforman el comercio minorista. En especial a las pymes, que parecen estar experimentando mayores dificultades para la recuperación de la actividad y el empleo y que desempeñan un papel sustancialmente relevante en la cohesión social y territorial.

El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia constituye una oportunidad excepcional para atender a estos objetivos. El plan recoge medidas específicamente orientadas al sector. En particular, las enfocadas a la ▷

renovación de estructuras comerciales y al refuerzo de la competitividad, que incluyen el programa de mercados sostenibles, la línea para el fortalecimiento de la actividad comercial en zonas de gran afluencia turística y el fondo tecnológico para el comercio (Subdirección General de Apoyo a la Competitividad del Pequeño Comercio, 2022). Adicionalmente, las empresas de comercio minorista pueden solicitar otro tipo de ayudas, de carácter horizontal, como las destinadas a impulsar la transición digital.

El sector de comercio minorista es consciente de la relevancia de la transición digital y de la oportunidad que suponen las medidas incluidas en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Así, investigaciones empíricas recientes, realizadas mediante encuestas a directivos, muestran que «el sector del *retail* es uno de los más afectados por la transformación digital» y que más del 77 % de los directivos consideran que el papel que pueden jugar los fondos Next Generation UE, con este objetivo, es importante (de la Ballina y Gavela Rivera, 2023).

## Bibliografía

- Banco de España. (2021). Informe Trimestral de la Economía Española. *Boletín Económico-Banco de España*, (4). <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletines>
- Revistas/BoletinEconomico/21/T4/Fich/be2104-it.pdf
- BBVA Research. (2023). *Seguimiento de la economía en tiempo real y alta definición*. <https://www.bbva.com/special-section/bigdata/>
- Caixabank Research. (2023). *Informe del monitor de consumo en España. Actualizado con datos del 1 al 7 de mayo de 2023*. <https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2023/05/16/34411/16%20may.%20-%20Monitor%20Consumo.pdf>
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2023). *Nota metodológica de las estadísticas de comercio electrónico*. <https://data.cnm.es/sites/default/files/2023-01/Nota%20metodoI%C3%B3gica%20comercio%20electr%C3%B3nico.pdf>
- de la Ballina, F. J., & Gavela Rivera, D. A. (2023). El sector del comercio español ante los Fondos Next Generation. *Boletín Económico de ICE*, (3156). <https://doi.org/10.32796/bice.2023.3156.7561>
- Fondo Monetario Internacional. (2023). *Perspectivas de la Economía Mundial. Una recuperación accidentada, abril de 2023*. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>
- Subdirección General de Apoyo a la Competitividad del Pequeño Comercio. (2022). Líneas de ayudas al sector del comercio en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia y de los fondos Next Generation EU. *Boletín Económico de ICE*, (3144). <https://doi.org/10.32796/bice.2022.3144.7362>

TÍTULOS PUBLICADOS EN 2022





Isabel Garayo Orbe\*

Sonsoles Valle Muñoz\*\*

Víctor Suanzes Fernández de Salamanca\*\*\*

## EIB GLOBAL: LA NUEVA SUCURSAL PARA CANALIZAR LA FINANCIACIÓN DEL DESARROLLO DEL BANCO EUROPEO DE INVERSIONES

En 2022, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) creó una nueva sucursal de ayuda al desarrollo, EIB Global. Si bien la sucursal no cuenta con personalidad jurídica propia ni ha supuesto de momento un cambio radical en la estrategia del banco, facilita una evolución progresiva hacia una organización más eficiente y con más visibilidad de la actividad exterior de la Unión Europea. Este artículo repasa brevemente los orígenes históricos de la actividad del BEI fuera de la UE, el debate sobre la Arquitectura Financiera Europea de Ayuda al Desarrollo, que llevó a la creación de EIB Global, la actividad que realiza esta sucursal, los medios con los que cuenta, el papel que juega en la acción exterior de la UE y las perspectivas.

EIB Global puede contribuir de forma relevante en los próximos años en el diseño y ejecución de una política de ayuda al desarrollo de la UE verdaderamente común, más eficiente, coherente, con visibilidad y alineada con los valores e intereses estratégicos de la UE.

**Palabras clave:** EFAD, NDICI-Global Europe, Team Europe, *policy first*.

**Clasificación JEL:** F53, F55, O10, O19.

### 1. Introducción

En los últimos cuatro años, se han sucedido a un ritmo vertiginoso eventos trascendentales de alcance global.

En diciembre de 2019, la presidenta de la Comisión Europea propuso un Pacto Verde Global (*Green Deal*). Poco después, el Consejo de Administración del BEI decidió que este banco se convirtiera en el Banco del Clima de la Unión Europea, adoptando una hoja de ruta para ello.

En marzo de 2020, la pandemia de covid golpeó al mundo y los esfuerzos del banco se tuvieron que dirigir en gran medida a gestionar las consecuencias económicas de la pandemia derivadas de la paralización de muchas actividades, así como a impulsar proyectos para ▷

\* Técnico Comercial y Economista del Estado. Director Alterna por España en el Consejo de Administración del BEI.

\*\* Diplomado Comercial del Estado. Jefe de Servicio de Cooperación Multilateral de la AECID.

\*\*\* Diplomado Comercial del Estado. Representante por España en el Grupo Asesor de EIB Global.

Versión de mayo de 2023.

<https://doi.org/10.32796/bice.2023.3158.7586>

Las ideas y opiniones recogidas en el artículo son de sus autores y no reflejan necesariamente la posición de la institución en la que trabajan.

proteger la salud mundial, incluyendo la obtención de una vacuna y su distribución. Cabe destacar que el BEI fue uno de los primeros en otorgar financiación a BioNTech y financió después numerosos programas de vacunación, tanto en Europa como en el resto del mundo, a través de iniciativas como COVAX.

En febrero de 2022, Rusia invade de forma injustificada Ucrania y nos instala en una nueva era que todavía no tiene un nombre universalmente aceptado, pero en la que sin duda los equilibrios geopolíticos y geoeconómicos serán otros. De manera inmediata, se ha hecho imprescindible gestionar unos elevados precios energéticos y una inflación persistentemente alta, que nos remonta a tiempos que creíamos olvidados.

Durante estos intensos años, la UE, como actor mundial relevante, ha ido adoptando decisiones para hacer frente a problemas globales de consecuencias globales y cuyas soluciones deben buscarse globalmente.

Mientras tanto, los inmensos desafíos que afrontaba la Tierra antes de 2019 no solo no han desaparecido, sino que probablemente se han vuelto más complejos de resolver y más urgentes.

A la transición verde y la transición digital se le ha unido una tercera transición que permita a todos los países salir de la pobreza. La lista de necesidades globales tiene una dimensión que hace que cualquier importe de recursos que se destine a atenderlas parezca insuficiente.

En este contexto, la UE busca tener un impacto global para evitar que el cambio climático se agudice, mitigar sus efectos y mejorar la adaptación de los países, favorecer las transiciones arriba mencionadas, proteger la biodiversidad y la naturaleza, fomentar la igualdad de género, actuar en zonas frágiles y conflictivas, y

ayudar a gestionar la migración y desplazamientos forzados, entre otros.

Para conseguirlo, necesita actuar de forma conjunta y coordinada a nivel interno e internacional. El BEI, como brazo financiero de la UE, juega un papel relevante en esa actuación.

La capacidad del BEI para adaptarse y responder a los retos existenciales de la UE no sorprende cuando se echa un poco la vista atrás y se analiza la historia de la institución. El BEI se estableció el 1 de enero de 1958 mediante el Tratado de Roma por el que se creaba la Comunidad Económica Europea (CEE). Se establece como una entidad financiera sin ánimo de lucro cuyos accionistas son los Estados miembros de la UE. En el momento de su creación todavía había que gestionar las consecuencias de la II Guerra Mundial y entre los países fundadores existía una preocupación por financiar, desde el sector público, las necesidades de reconstrucción y gestionar las grandes desigualdades regionales (Bussière *et al.*, 2008). Como reflejo de ello, el artículo 2 de los estatutos define la misión del BEI de la siguiente manera: «Contribuir al desarrollo equilibrado y estable del mercado interior en interés de la Unión, recurriendo a los mercados de capitales y a sus propios recursos» (EIB, 2020).

El camino recorrido desde entonces por el BEI y la UE ha sido largo. El banco no ha dejado de crecer en tamaño y de ampliar su ámbito geográfico de actuación. Desde su fundación, de forma acumulada, ha financiado 1,5 billones de euros en unos 160 países, aunque la mayoría ha sido dentro de la UE. También ha ido diversificando los sectores de actuación y recientemente ha otorgado carácter prioritario a las acciones para luchar contra el cambio climático.

Tal vez sea menos conocida por los ciudadanos la actividad del banco más allá de las ▷



fronteras de la UE, pues la misma ha ido desarrollándose *ad hoc* a lo largo del tiempo, respondiendo a las necesidades de cada momento. En este sentido, aunque las operaciones en los Estados miembros son y seguirán siendo la principal actividad del banco, un volumen de operaciones anuales de entre 8.000 y 10.000 millones de euros fuera de la UE sitúan al banco como un actor destacado en lo que se ha venido llamando la «Arquitectura de Financiación al Desarrollo de la UE» (o EFAD, por sus siglas en inglés), que incluye a todas las entidades europeas que proveen fondos de distinto tipo para la financiación al desarrollo.

Como resultado de un ejercicio de reflexión sobre la EFAD, en enero de 2022, el BEI crea una sucursal denominada EIB Global, que debe jugar un papel protagonista en las soluciones globales que persigue la UE y servir de base para ajustar la manera de trabajar del BEI fuera de la UE.

En el presente artículo, describiremos brevemente la evolución de la actividad del BEI fuera de la UE, el debate sobre la EFAD, la situación actual de la sucursal EIB Global y su actividad, así como una reflexión sobre cómo podría evolucionar la misma en un futuro.

## 2. El BEI fuera de la UE. Orígenes y papel en la nueva arquitectura de desarrollo europea

### 2.1. Actividad del BEI fuera de la UE: primeros pasos

El BEI se crea como un banco público de desarrollo para los seis Estados fundadores de la Comunidad Económica Europea. Sin embargo, los redactores de los estatutos, conscientes de que el proyecto europeo tenía carácter

global, incluyeron en su articulado la posibilidad de extender la actividad del banco más allá de los países de la UE. Esto se entendía originalmente como algo excepcional y, por ello, requería una decisión unánime del Consejo de Gobernadores.

Los primeros avances se producirían en la década de los sesenta, cuando, a petición de la Comisión Europea, el BEI se involucra en las negociaciones de los Acuerdos de Asociación con Grecia y Turquía, primeros países a los que financiará fuera de la Comunidad Económica Europea (Bussière *et al.*, 2008). El BEI no podía asumir el riesgo de estas operaciones, por lo que los seis países fundadores acordaron darle un mandato de crédito que cubriera el riesgo de estas operaciones. Como veremos, este sería el primero de los muchos mandatos otorgados con posterioridad por la Comisión Europea o los Estados miembros a favor del BEI.

Se inicia un patrón de funcionamiento que iría consolidándose en las décadas siguientes. El BEI necesita preservar su *rating* para así poder financiarse de forma competitiva y trasladar la ventaja financiera que obtiene en los mercados a los beneficiarios finales. La clave de bóveda que ha permitido realizar operaciones fuera de la UE, que por su naturaleza tienen mayor riesgo y no son siempre bancables, ha sido contar siempre con apoyo y recursos externos, de forma que el riesgo residual de las operaciones financiadas fuera siempre suficientemente reducido para el banco y no minara, por tanto, su solvencia.

Pronto surgió el interés de los países fundadores, especialmente Francia y Bélgica, en extender la financiación a países y territorios de África subsahariana, que en aquel entonces se encontraban en pleno proceso de descolonización (Bussière *et al.*, 2008). Por tanto, desde ▷

principios de los años sesenta, el BEI inicia una actividad orientada al desarrollo en países fuera de la UE y en los años siguientes irá ampliando su gama de productos financieros, atenderá tanto al sector público como al privado y se adentrará en nuevos sectores.

El BEI, *de facto*, ha actuado ininterrumpidamente desde hace más de medio siglo como una institución financiera multilateral de desarrollo (Bussière *et al.*, 2008). En los últimos diez años dicha actividad representa entre el 11 % y el 15 % de la actividad total del banco, dependiendo del año.

En 2011, el *Informe Camdessus* (Camdessus *et al.*, 2010) reconocía el considerable peso específico del banco en la cooperación europea al desarrollo, aunque ya apuntaba entonces que existía margen para mejorar su contribución a los objetivos de la UE y conseguir una mayor visibilidad.

## 2.2. *Arquitectura financiera europea para el desarrollo*

Durante la pasada década, distintos debates y análisis pusieron de manifiesto la necesidad de superar la fragmentación que caracterizaba a la arquitectura de desarrollo europea, con vistas a mejorar la eficacia y el impacto de la acción exterior europea, así como mejorar su visibilidad.

El debate sobre la arquitectura europea de financiación al desarrollo se reabrió de forma más estructurada en junio de 2018, impulsado conjuntamente por Francia y Alemania en la Declaración de Meseberg. Dicha declaración instaba al establecimiento de un grupo de sabios que debería presentar una propuesta sobre la racionalización del ecosistema europeo de desarrollo, con especial foco en el papel del

BEI y del BERD (Meseberg Declaration – Renewing Europe’s Promises of Security and Prosperity, 2018).

El Consejo Europeo de abril de 2019 aprobó el lanzamiento de dicho Comité de Sabios, publicándose el informe en octubre de ese mismo año. El informe constataba que la Arquitectura de Financiación al Desarrollo Europea adolecía de *gaps* e ineficiencias a nivel sectorial y geográfico y que faltaba una estrategia única a nivel europeo para asegurar sinergias y enfrentarse a los desafíos globales. Se proponía la creación de un «Banco Europeo del Clima y del Desarrollo Sostenible», para lo cual se identificaron tres opciones:

1. Que el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD)<sup>1</sup> se convirtiera en el Banco Europeo del Clima y del Desarrollo Sostenible.
2. La creación de una nueva institución.
3. La creación de una nueva filial del BEI que se convirtiera en el Banco Europeo del Clima y el Desarrollo Sostenible.

El informe reconocía que las tres opciones tenían costes, por lo que era necesario analizar en profundidad la viabilidad de cada una de estas opciones. El informe subrayaba que mantener el *statu quo* no era una opción aceptable para el futuro (Wieser *et al.*, 2019).

Sin embargo, tras encargar un estudio de viabilidad a un consorcio de consultoras, el consenso de los países acabó convergiendo hacia el denominado escenario Statu Quo+ como la mejor manera de utilizar el dinero de los contribuyentes y obtener el mayor impacto posible sobre el desarrollo (Gavas y Pérez, 2022). ▷

<sup>1</sup> Institución financiera fundada en 1990 para favorecer la transición a una economía de mercado y promover el sector privado en los países provenientes de la desaparecida URSS. Actualmente cuenta con 71 países accionistas además del BEI y la Comisión Europea.

En junio de 2021, el Consejo de la Unión Europea emitió sus conclusiones sobre el refuerzo de la arquitectura financiera europea para el desarrollo avalando este enfoque y animando al BEI, en su calidad de banco de la UE, y al BERD a trabajar juntos de manera más eficaz y eficiente y a reforzar su cooperación con los bancos de desarrollo y las instituciones financieras europeas con un planteamiento de Equipo Europa (Team Europe), aumentando la visibilidad de la Unión Europea.

Asimismo, se invitó al BEI a que

[...] presente medidas de mejora que refuercen la repercusión en materia de desarrollo de sus operaciones en los países socios, por ejemplo garantizar estrategias específicas y una asociación inclusiva de los responsables pertinentes de la política de desarrollo de la UE, fortalecer la presencia local del banco sobre el terreno en las delegaciones de la UE en función de cada caso y estrechar alianzas que aumenten la capacidad colectiva de los bancos de desarrollo e instituciones financieras europeos en virtud del planteamiento del Equipo Europa. Dichas medidas de mejora deberían presentarse a los órganos de gobierno del BEI para el tercer trimestre de 2021 con vistas a su adopción y aplicación lo antes posible. (Consejo de la Unión Europea, 2021)

### 3. EIB Global

Como respuesta a las Conclusiones del Consejo de la Unión Europea, el 1 de enero de 2022 la nueva sucursal EIB Global inicia su andadura. La misma aporta una marca propia, pero no tiene ni personalidad jurídica propia ni un plan operativo ni capital propio independiente del Grupo BEI.

La gestión se realiza desde una nueva dirección general del banco, que agrupa los recursos internos destinados a su actividad fuera de la UE, salvo la realizada en el Reino Unido y en los países que conforman la Asociación de Libre Comercio (EFTA, por sus siglas en inglés), que quedan fuera del ámbito de actuación de la sucursal.

La sucursal carece de una gobernanza propia, y todas las decisiones que le afectan son aprobadas por los correspondientes órganos de gobierno del BEI. La principal novedad en términos de gobernanza es la constitución de un nuevo grupo *ad hoc*, el Grupo Asesor en Desarrollo (AGD, por sus siglas en inglés), en el que se ha intentado incorporar a profesionales con experiencia en financiación al desarrollo. En el AGD están representados cada uno de los 27 Estados miembros, la Comisión Europea y el Servicio de Acción Exterior de la UE. Se reúne mensualmente, asesorando al Consejo de Administración del banco y emitiendo opiniones no vinculantes.

El objetivo del AGD es aportar una visión integral y estratégica del papel del BEI en el marco de la EFAD y de las principales entidades de desarrollo internacionales.

#### 3.1. Situación actual

##### 3.1.1. Ámbito geográfico de actuación

La lista de países en los que el BEI tiene o ha tenido en algún momento de su historia alguna operación es extensa y refleja la clara vocación universal del proyecto europeo.

Sin embargo, su actividad es, en cierto sentido, un reflejo de cuáles han sido las prioridades históricas de la UE y de sus Estados miembros, y de los mandatos que han otorgado para atender dichas prioridades. ▷

Existe una cierta concentración en países cercanos, ya sea en vecinos o en países que son candidatos o potenciales candidatos y con los que existe un interés mutuo en estrechar relaciones. En este amplio grupo de países próximos estarían incluidos desde los de la ribera sur del Mediterráneo hasta los de Europa del Este, entre los que está Ucrania, al que se le concedió el estatuto de país candidato en junio de 2022. En conjunto, estos países representarían el 66% de la cartera del BEI fuera de la UE.

Cuando el objetivo primordial es la ayuda al desarrollo, tradicionalmente la UE y, por tanto, el BEI han prestado especial atención a los países del África subsahariana. Esta zona es actualmente destinataria de aproximadamente el 11% del total de inversiones, cifra notable si se analiza en términos relativos al tamaño de la economía de la región. Además, habría que tener en cuenta la actividad realizada desde 2000 en los países ACP (África, Caribe, Pacífico) con la Facilidad de Inversiones (Anexo 1), gestionada por el BEI desde ese año

con recursos procedentes de los Fondos Europeos de Desarrollo y que queda fuera del balance.

Latinoamérica y Asia, tanto en términos relativos como absolutos, serían las regiones que han recibido históricamente menos financiación del BEI. En el vigente marco financiero plurianual los recursos están asignados, y bajo el pilar geográfico de NDICI-Global Europe, América y el Caribe tan solo reciben el 5,6% de los fondos, frente al 48,3% que recibe la región de África subsahariana. Sin embargo, en el nuevo escenario geopolítico, la UE, sin olvidar los objetivos de desarrollo, se está planteando trabajar con países de renta media que sean socios para perseguir objetivos globales. Latinoamérica y algunos países asiáticos podrían convertirse, en el nuevo contexto, en aliados estratégicos. Durante la presidencia española de la UE, en el segundo semestre de 2023, se pretende potenciar las relaciones con América Latina, y dicha región podría tener un trato preferencial dentro de ▷

**CUADRO 1**  
**DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS APROBADA DEL BEI A 31-12-2022**  
(En millones de euros)

Región	Cartera de préstamos	% sobre total cartera fuera de la UE sin RU ni EFTA
Países candidatos <sup>1</sup> .....	22.600	33%
Países potencialmente candidatos <sup>2</sup> .....	233	0%
Países mediterráneos <sup>3</sup> .....	20.004	29%
Europa del Este, sur del Caúcaso <sup>4</sup> .....	2.457	4%
África: países ACP (excluidos países caribeños e incluyendo Sudáfrica) <sup>5, 8</sup> .....	7.584	11%
Latinoamérica (incluyendo países caribeños) <sup>6</sup> .....	6.512	10%
Asia <sup>7</sup> .....	8.900	13%
Territorios de ultramar .....	106	0%
<b>Total</b> .....	<b>68.396</b>	<b>100%</b>

<sup>1</sup> Turquía, Ucrania, Serbia, Bosnia y Herzegovina, Moldavia, Montenegro, Macedonia del Norte, Albania.  
<sup>2</sup> Kosovo.  
<sup>3</sup> Un total de nueve países incluyendo Palestina.  
<sup>4</sup> Georgia, Bielorrusia, Armenia, Azerbayán, Rusia.  
<sup>5</sup> Un total de 39 países incluyendo Sudáfrica, que tiene un mandato especial.  
<sup>6</sup> Un total de diecinueve países incluyendo los caribeños.  
<sup>7</sup> Un total de quince países.  
<sup>8</sup> Para los países ACP habría que añadir una cartera de 4.700 M€ aproximadamente generada por el Investment Facility fuera de balance.

**Fuente: Estados financieros auditados, 31-12-2022. Elaboración propia.**

los recursos provenientes de Global Gateway (Anexo 1).

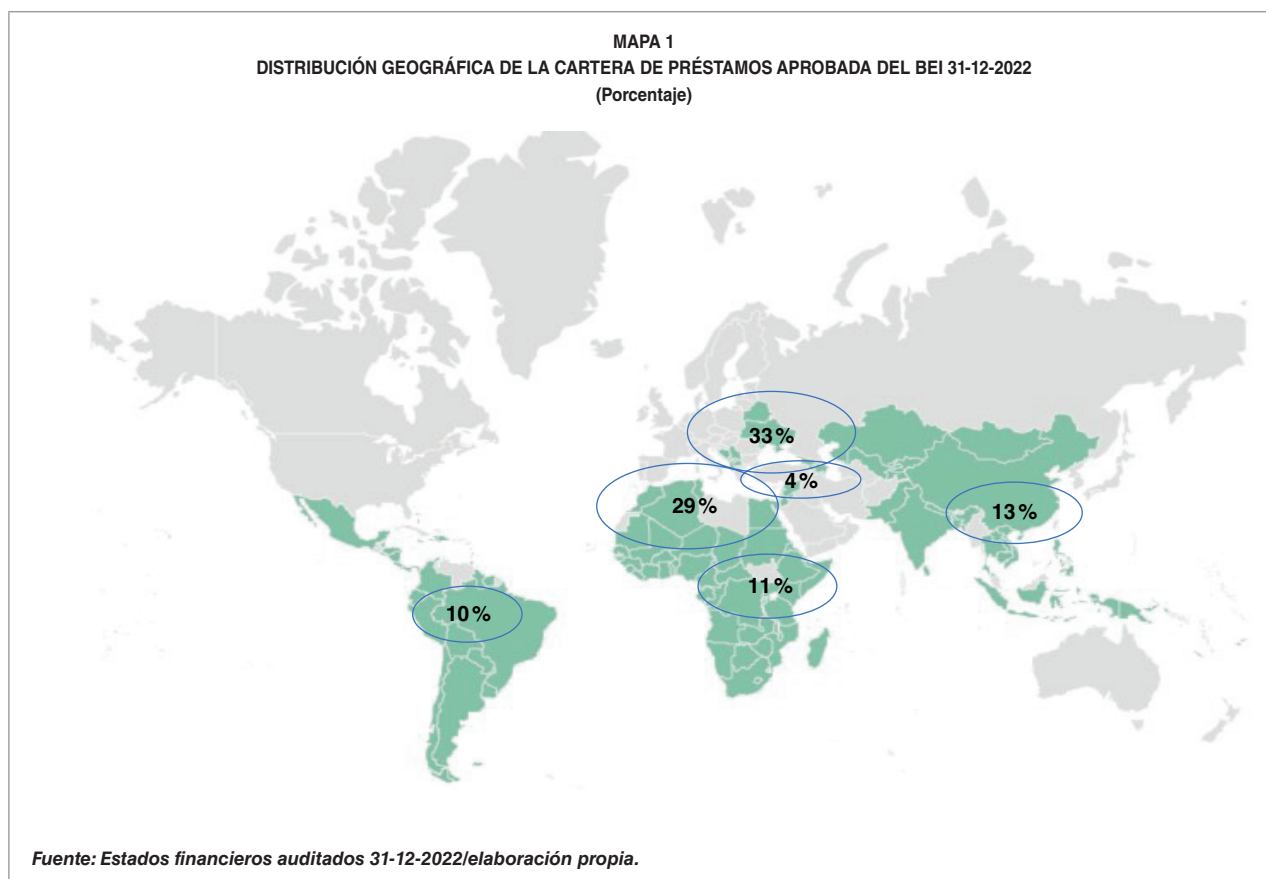
A 31 de diciembre de 2022, la cartera de préstamos del BEI se distribuía según se refleja en el Cuadro 1 y el Mapa 1.

La exposición fuera de la UE, excluyendo Reino Unido y los países EFTA, es de cerca de 70.000 millones de euros (BEI, 2023).

En términos generales, en la práctica, el BEI desarrolla una estrategia diferenciada en los países de renta media y en los países menos desarrollados (*least developed countries*). Estos últimos requieren más presencia local, ciclos más largos en la preparación e implementación del proyecto y mayor utilización de recursos externos, y suelen generar una cartera más granular y costosa.

El BEI se adapta en cada momento a las prioridades coyunturales. Un buen ejemplo es la

ágil reacción habida con Ucrania desde el inicio de la invasión rusa, apoyando tanto sus necesidades de liquidez como los programas de reconstrucción de emergencia. Desde marzo de 2022, el Consejo de Administración ha aprobado operaciones por un importe de más de 2.200 millones de euros y está en estrecho contacto con la Comisión Europea para participar activamente en la reconstrucción del país en los próximos años. Esta ayuda ha sido posible gracias a las garantías de la Comisión. Sin embargo, ante las limitaciones presupuestarias de esta, el BEI ha decidido recientemente acudir a los Estados miembros para que proporcionen garantías o donaciones que le permitan seguir actuando en el país como solución puente hasta que estén disponibles más garantías de la Comisión (previsiblemente tras la revisión del marco financiero plurianual). En este sentido, el ▷



**CUADRO 2**  
**PRODUCTOS FINANCIEROS SEGÚN EL TIPO DE BENEFICIARIO FINAL**

Producto financiero	Pymes y empresas de mediana capitalización	Grandes empresas y utilities	Sector público	Project finance
Préstamos .....	★	★	★	★
Préstamos marco a un beneficiario con una temática .....		★	★	
Prestámos de intermediación financiera para múltiples beneficiarios .....	★			
Garantía de carteras .....	★			
Invesrsiones en fondos de infraestructuras o del clima .....	★			
Fondos de capital riesgo/ <i>venture capital</i> .....	★			

Fuente: *Elaboración propia.*

Consejo de Administración del BEI ha aprobado en marzo de 2023 la creación de un *trust fund* EU for Ukraine en el que espera que hagan aportaciones los Estados miembros.

### 3.1.2. Tipos de operaciones y productos financieros

El BEI ha ido desarrollando una amplia gama de productos, que además están en continua evolución y evaluación. Incluyen distintas variaciones, más o menos sofisticadas, sobre los pilares básicos de la actividad de una entidad financiera, préstamos, garantías e inversiones en capital riesgo.

El Cuadro 2 brindaría una visión esquemática de opciones atendiendo al tipo de beneficiarios finales y tipo de productos financieros.

Con independencia del tipo de producto, del beneficiario final y del país, el BEI, como entidad financiera con casi 4.000 profesionales y décadas de experiencia, realiza en cada operación un análisis técnico bajo las directrices de su política de riesgos y su metodología de remuneración del riesgo. En definitiva, evalúa si una operación es bancable o no.

En los próximos años, atendiendo a las solicitudes de la Comisión y a las mejores prácticas internacionales, el BEI continuará adaptando

su oferta de productos, bien empleando productos ya existentes de forma novedosa o desarrollando nuevos. Por ejemplo, se desea mejorar la capacidad de otorgar financiación en divisas locales, se quiere fomentar los mercados de bonos ligados a la sostenibilidad o se evalúa la posibilidad de financiar operaciones comerciales entre empresas.

### 3.2. Asunción de los riesgos en la actividad fuera de la UE: recursos propios vs. apoyo y recursos externos

Como mencionábamos anteriormente, en el apartado sobre los primeros pasos del BEI fuera de la UE, dicha actividad en gran medida no habría sido posible sin apoyo externo a los propios recursos del banco, fundamentalmente de la Comisión y de los Estados miembros. Sin ellos no habría podido preservar su privilegiado *rating* AAA y financiarse en condiciones ventajosas.

Para el beneficiario final o firmante de una operación puede no ser relevante, pero lo cierto es que existen varias combinaciones posibles, desde operaciones en las que el BEI no asume ningún riesgo y no consume nada de capital propio hasta operaciones en las que ▷

el BEI asume íntegramente el riesgo y se respaldan exclusivamente con su balance. También hay ocasiones en las que el riesgo es compartido y el BEI solo responde con su capital por el riesgo residual que asume.

A modo ilustrativo, se mencionan algunos ejemplos de proyectos ordenados de menor a mayor riesgo asumido por el BEI:

- Una aportación a un fondo de capital riesgo en África subsahariana para apoyar a *startups* con recursos de la Facilidad de Inversiones (Investment Facility) de los Estados miembros (Anexo 1). El BEI no solo no asumiría ningún riesgo, sino que dicha inversión ni siquiera figura en su balance.
- Un préstamo soberano para infraestructuras en un país de África subsahariana con garantía de la Comisión (ventanilla 1 NDICI; ver Anexo 1) y que además cuenta con una donación de un fondo de la Comisión y los Estados miembros, el EU Africa Infrastructure Fund. El BEI en este caso no asumiría ningún riesgo ni consumiría capital.
- Un préstamo a un intermediario financiero en un país del grupo ACP (ventanilla 4 NDICI; ver Anexo 1) con recursos de la Comisión que a su vez provienen de la Facilidad de Inversiones. La mayoría del riesgo lo asumiría la Comisión, pero el banco retiene un riesgo residual.
- Un préstamo de intermediación a una entidad financiera latinoamericana con el *rating* mínimo exigible. El BEI podría asumir el riesgo íntegramente con el consumo de capital correspondiente.

A continuación se realiza una breve descripción del apoyo y los recursos externos que recibe el BEI y de sus recursos propios, y de las implicaciones de emplear unos u otros.

### 3.2.1. Apoyo y recursos externos

Los recursos externos provistos por la Comisión y los Estados miembros son fundamentales en la actividad del BEI. Para entender su operativa y evaluar su dimensión y objetivos resultan clave los Marcos Financieros Plurianuales (MFF) aprobados en el seno de la UE. Dada su cierta complejidad, en el Anexo 1 se analiza esquemáticamente su evolución desde el anterior MFF (2014-2020) hasta el vigente (2021-2027).

Bajo el Marco Financiero Plurianual 2014-2020, la acción exterior de la UE se ejecutaba a través de una gran variedad de políticas e instrumentos, que se caracterizaban por su fragmentación geográfica, dispersión de objetivos y una gobernanza diversa según el origen de los fondos utilizados.

Durante este periodo, la actividad del BEI se basaba fundamentalmente en dos mandatos, el III Acuerdo de Cotonú para países ACP y el mandato External Lending Mandate (ELM) para el resto del mundo. Entre ambos instrumentos, el BEI gestionaba en exclusiva 40.000 millones de euros, a través de garantías y fondos (Anexo 1).

En junio de 2021, bajo el Marco Financiero Plurianual 2021-2027, se aprobó un nuevo instrumento de acción exterior, el Instrumento de Vecindad, Desarrollo y Cooperación Internacional (NDICI, por sus siglas en inglés), con el principal objetivo de racionalizar y simplificar la acción exterior europea, integrando la mayoría de los instrumentos y facilidades existentes en el anterior periodo. El nuevo instrumento, conocido como Europa Global, abarca toda la acción exterior de la UE salvo la realizada en los países candidatos a la adhesión que cuentan con un instrumento propio (Instrumento de Ayuda a la Preadhesión, IAP III) y los países EFTA. ▷

El presupuesto total de NDICI es de 79.500 millones de euros para el periodo considerado, y entre los principales cambios introducidos por NDICI (Anexo 1) destacan:

- La integración de las aportaciones monetarias extrapresupuestarias que los Estados miembros realizaban en la política exterior de la UE a través de los sucesivos Fondos Europeos de Desarrollo (FED).
- Una mayor apertura favoreciendo la competencia y la colaboración entre potenciales implementadores europeos de la acción exterior fomentando el enfoque denominado Equipo Europa.

Con independencia de los cambios habidos durante las últimas décadas y el empleo que se ha hecho de los mismos por parte del BEI, el apoyo y los recursos externos pueden ser de dos tipos fundamentales:

- Garantías, como la prestada por la Comisión bajo el ELM o las ventanillas previstas en NDICI o por los Estados miembros bajo el Acuerdo Cotonú. Son, en muchos casos, imprescindibles para otorgar préstamos en muchos países (los de mayor riesgo).
- Donaciones para realizar asistencias técnicas y donaciones para la inversión (*investment grants*) que mejoren las condiciones financieras (*blending*) y hacen viables algunos instrumentos. En ocasiones, sin los mismos, algunos proyectos en algunas geografías no son posibles. En particular, en un contexto de insostenibilidad de la deuda externa en países frágiles y de renta baja, estos recursos permiten alcanzar la concesionalidad

necesaria exigida por la comunidad internacional.

El BEI capta estos recursos (garantías y donaciones) fundamentalmente de dos fuentes:

- Las facilidades regionales de la UE (*EU Regional Blending Facilities*) integradas dentro de la gobernanza del EFSD+ (ver Anexo 1); aunque cubren todo el mundo, la mayoría de los recursos se destinan a los países de vecindad sur y este, a África subsahariana y a los Balcanes Occidentales. Con la excepción de la facilidad (Western Balkans Initiative Framework), trabajan proyecto por proyecto y el acceso a la asistencia técnica es limitado. Estas facilidades pueden recibir aportaciones de terceros y son abiertas.
- *Trust funds*, o fondos fiduciarios, que pueden ser regionales o temáticos. Actualmente el BEI gestiona once, que serán doce con la próxima creación del ACP Trust Fund (ver Anexo 1). Los donantes son 25 Estados miembros, la Comisión y el Reino Unido.

Ya sean garantías o donaciones, estos recursos externos, que dependiendo del año y la metodología explicarían el 70% o más de la actividad del BEI fuera de la UE, tienen unas características comunes e implicaciones similares:

- El ámbito de decisión se sitúa fuera de los órganos de gobierno del BEI. El banco negocia su marco de actuación como gestor, pero no decide el volumen y las características fundamentales de este apoyo. Las operaciones con apoyo ▷



externo antes de someterse a los órganos de gobierno del BEI deben ser aprobadas en el marco de la gobernanza que establezcan los donantes. Por ejemplo, en un *trust fund* normalmente habrá un comité de contribuyentes. Y las facilidades regionales de la UE pasan por el comité regional correspondiente de EFSD+.

- La Comisión con la que el BEI trabaja estrechamente es más predecible, pero para los recursos *blending* no existe una fuente regular de recursos, lo cual impide desarrollar una estrategia propia completamente independiente.
- El apoyo externo se recibe bajo mandatos que ejecuta el BEI, lo cual limita su discrecionalidad, aunque por otra parte garantiza un alineamiento completo con la política de la UE.

La sucursal EIB Global inicia por tanto su andadura seis meses después de la aprobación de un instrumento de la UE que incorpora el mismo adjetivo: global. Aunque el marco sea más abierto y competitivo, los rasgos fundamentales del entorno no han cambiado, el BEI seguirá disponiendo de un volumen relevante de recursos y el reto será cumplir las expectativas de aquellos que otorgan los mandatos, la Comisión y los Estados miembros. Es decir, convertirse en un agente efectivo de la política exterior de la UE.

### 3.2.2. *Facilidades de riesgo propio.* *Recursos propios*

Toda la actividad que el BEI realiza fuera de la UE, ya sea con recursos propios u externos, tiene que situarse dentro de unos techos que aprueba, actualmente por mayoría cualificada,

el Consejo de Gobernadores. Estos techos se denominan facilidades y pueden configurarse internamente de distinto modo por temas o geografías.

Cuando el BEI recibe una garantía que cubre íntegramente una operación, aunque no asuma ningún riesgo, figura en el balance, ya que la financiación se otorga con recursos del banco. La actividad realizada con los *trust fund*, por el contrario, queda fuera del balance.

Con independencia de estos techos que son Plurianuales, el Consejo de Administración, en el marco del Plan Operativo del Grupo BEI, aprueba anualmente una dotación de capital que puede emplearse para actividades fuera de la UE.

El riesgo de las operaciones de la sucursal se encuadra en el mismo marco de gestión que el del Grupo BEI. Por tanto, las mismas se benefician del *rating* AAA, pero al mismo tiempo no pueden comprometerlo y tienen que ser coherentes con el Plan de Capital del Grupo BEI.

Esta dotación de capital es la que le ha permitido al banco actuar fuera de la UE asumiendo íntegramente el riesgo y, por tanto, consumiendo el capital correspondiente. Son operaciones de mayor riesgo y enfocadas habitualmente a paliar la ausencia de un mandato para una acción determinada.

En los últimos dos años, debido a la buena situación financiera del banco y, de forma coyuntural, mientras se desarrollan los instrumentos previstos en el vigente Marco Financiero Plurianual, ha aumentado la actividad del BEI con riesgo propio fuera de la UE.

Las operaciones con recursos propios, en las que el BEI tiene mayor flexibilidad, son un buen complemento a su actividad. Sin embargo, el capital del banco ni sostiene ni podría sostener a lo largo del tiempo el grueso de su actividad exterior con recursos propios, por ▷

lo que seguirá dependiendo, en gran medida, de los recursos externos.

## 4. EIB Global en los próximos años

### 4.1. EIB Global, como parte de la acción exterior de la UE

El alineamiento de la sucursal con la UE está garantizado en todo el ciclo de los proyectos. EIB Global es parte integral de la programación de actividades de la Comisión en el exterior, desde que se fijan las orientaciones generales, durante la generación de operaciones, en el momento de su aprobación y durante su ejecución y seguimiento.

Cabe destacar que los estatutos del BEI incorporan un procedimiento en el artículo 19 mediante el cual la Comisión debe emitir en un plazo de dos meses una «no objeción» antes de que una operación sea aprobada por los órganos de gobierno.

El BEI tiene además incorporado en su ADN toda la legislación y los principios de la UE e intenta que los exigentes estándares de la Unión se apliquen y se adapten a todos sus proyectos desde el mismo momento en que se empieza a analizar una operación. Se exigen informes de impacto social y medioambiental, y se evalúa el riesgo reputacional ligado a los prestatarios y a sus accionistas, entre otros muchos requisitos.

Sería muy prolijo describir toda la actividad del BEI que emana directa o indirectamente de la UE, por lo que se mencionan solo algunas iniciativas europeas recientes de acción exterior y cómo el banco las ha incorporado.

EIB Global es un actor comprometido con la estrategia denominada Team Europe y asume el principio *policy first*, mediante el cual la

asignación de recursos queda condicionada a la programación y las prioridades que se establezcan para cada país como consecuencia de un diálogo previo con la Comisión Europea. Los objetivos de sostenibilidad global (Sustainable Development Goals) incluidos en la Agenda 2030 son esenciales en toda la actividad de EIB Global.

Como señalábamos al principio, en 2019, la Comisión lanzó el denominado European Green Deal. El BEI respondió convirtiéndose en el Banco del Clima de la UE, comprometiéndose a movilizar un billón de euros de inversiones en proyectos destinados a luchar contra el cambio climático (mitigación y adaptación) y promover la sostenibilidad medioambiental en la próxima década. Del mismo modo, en 2025 la mitad de toda su financiación anual debe ir dirigida a dichos objetivos. Esta ambiciosa estrategia no se ha modificado por los eventos recientes y afecta a toda la actividad del banco, tanto dentro como fuera de la UE.

En 2021, la Comisión Europea lanzó la iniciativa Global Gateway y, aunque incorpore el mismo adjetivo de la sucursal y del instrumento financiero de la UE, es independiente de los mismos. Como sucede con el cambio climático, la vigencia de la propuesta ha cobrado, si cabe, más sentido con el paso del tiempo. Se espera movilizar con recursos de la Comisión, procedentes de NDICI y de entidades financieras de desarrollo y del sector privado, financiación por un importe de 300.000 millones de euros para proyectos de infraestructuras que ayuden a las llamadas transiciones gemelas verde y digital de cada país beneficiario, favoreciendo las conexiones regionales y globales. También se buscan proyectos que favorezcan la formación de capital humano, la igualdad de género, la inclusión de los jóvenes y la seguridad alimentaria, entre otros. El BEI jugará un papel ▷

central en esta iniciativa, haciendo suyas sus prioridades y siendo responsable de movilizar 100.000 millones de euros del total.

#### **4.2. Principales retos y ajustes de la sucursal EIB Global para consolidarse como el banco de desarrollo de facto de la UE**

En el marco actual, tal vez no sea realista pretender que EIB Global desarrolle a corto plazo una actividad radicalmente distinta a la que ha venido realizando durante décadas. Sin embargo, los exigentes tiempos que vivimos, la nueva realidad geopolítica, los nuevos y viejos retos globales y las novedades que aporta el vigente marco financiero plurianual harán que el BEI, como ha hecho a lo largo de su historia, acometa los ajustes necesarios que le permitan ser la mejor herramienta posible para la acción exterior de la UE. Se mencionan algunos de esos ajustes:

- *Reforzar* la coordinación con otros agentes de desarrollo, tanto dentro como fuera de la UE, lo que supone uno de los ejes centrales de la nueva arquitectura de desarrollo europea, EFAD.
- *Implicarse* en el diálogo político con los Gobiernos y entidades de los países beneficiarios junto con la Comisión y el Servicio Exterior de la UE para identificar prioridades y áreas de actuación donde el banco aporte valor. Es fundamental la programación conjunta de la Comisión Europea, desarrollada desde su red de 140 delegaciones y oficinas. La estrategia Team Europe y las llamadas Team Europe Initiatives continuarán consolidándose en un futuro inmediato.
- *Profundizar* en los acuerdos de cooperación y cofinanciación que ya tiene con otras instituciones financieras multilaterales de desarrollo buscando sinergias y ventajas competitivas en cada caso, incluyendo al Banco Mundial, al Banco Asiático de Desarrollo y al Banco Africano de Desarrollo. Destaca la cooperación ya existente con el BERD, que ha sido reforzada a partir de las conclusiones del Consejo sobre la EFAD. En noviembre del 2022 se presentó al Consejo el segundo informe BEI-BERD sobre medidas adoptadas, que incluye un análisis sobre la respuesta conjunta de ambas instituciones a la crisis de Ucrania, la financiación del clima y actuaciones en los países adhesión, entre otros. Actualmente, hay grupos de trabajo a alto nivel y a nivel técnico evaluando cómo avanzar en una cooperación más estrecha, y en la promoción de políticas, estándares y procedimientos comunes.
- *Favorecer* y en ocasiones *liderar* la cooperación con las Entidades Financieras Europeas de Desarrollo (EDFI, por sus siglas en inglés). Hay que resaltar que desde 2004 se cuenta con una plataforma de cofinanciación en la que participa COFIDES y otras trece EDFI. Hasta ahora, esta plataforma había limitado su área de actuación a países ACP, por lo que la aportación del BEI provenía de la Facilidad de Inversiones, pero en el vigente Marco Financiero habrá aportaciones de recursos propios del BEI y se podrá cofinanciar operaciones en todo el mundo.
- *Mejorar* la medición del impacto. El BEI tiene un marco robusto de indicadores *ex ante* y *ex post* para medir el impacto en el desarrollo. Sin embargo, esa es ▷

una labor continua que debe perfeccionarse cada día para cumplir con los mejores estándares internacionales. Actualmente el BEI está trabajando en nuevos tipos de informes e indicadores que estén completamente alineados con el nuevo EFSD+ Results Management Framework que la Comisión está desarrollando.

Reorganización de los recursos humanos y materiales, productos financieros y procesos:

- El BEI está ejecutando una reorganización interna de su personal y asignándole a EIB Global aquellos empleados que dedican todo su tiempo a la actividad fuera de la UE. Ello sin menoscabo de que continúa y continuará empleando los servicios generales del banco cuando sea necesario.
- El banco está ajustando, en la medida de lo posible, su marco de gestión del riesgo y su estructuración de costes y precios a la actividad en la que el impacto en el desarrollo es prioritario.
- EIB Global incorpora los recursos de la red exterior que tenía el BEI antes de la creación de la sucursal. Actualmente hay veintinueve oficinas; las últimas aperturas realizadas durante 2022 han sido un *hub* regional en Nairobi y una oficina en Ramala para cubrir las actuaciones en Gaza y Cisjordania. Las conclusiones del Consejo invitan al BEI a fortalecer su presencia sobre el terreno, y, aunque con limitaciones y siempre buscando sinergias con las delegaciones de la UE, es previsible que en un futuro cercano se abran nuevas oficinas y nuevos *hub* regionales.

### 4.3. ¿EIB Global es un paso hacia a un banco de desarrollo de la UE?

El Consejo Europeo de diciembre de 2019 excluyó la opción de constituir un nuevo banco multilateral de desarrollo de la UE, probablemente por el elevado coste financiero y el capital político que habría que invertir para hacerlo posible. Finalmente se optó, como se ha mencionado, por el Statu Quo+.

En este contexto surge la sucursal EIB Global, y aunque el banco es un miembro respetado en todos los foros de instituciones financieras multilaterales de desarrollo, es obvio que presenta notables diferencias con las mismas. Desde el punto de vista de la gobernanza, el Consejo de Administración del BEI está acotado a los Estados miembros, el banco no busca captar nuevos accionistas ni dar entrada en sus órganos de gobierno a países beneficiarios. El grupo asesor de la sucursal no altera de ningún modo la gobernanza del banco.

Para captar recursos propios, a diferencia de un banco multilateral de desarrollo, EIB Global no puede realizar ampliaciones de capital para financiar el crecimiento de su actividad y tampoco puede solicitar a sus accionistas que doten de recursos a sus llamadas ventanillas blandas que realizan actividades en condiciones muy concesionales. Las dotaciones de capital aprobadas por el Consejo de Administración están sometidas a fuertes limitaciones por la propia lógica financiera del banco.

En el marco actual, la actividad de EIB Global está en gran medida condicionada por la captación de los recursos externos de la UE y de los Estados miembros descritos en el Anexo 1. Dadas las limitaciones del marco financiero plurianual, la obtención de donaciones fuera del presupuesto de la UE sigue siendo necesaria para muchas actividades desarrolladas por ▷

el BEI fuera de la UE, sin embargo, no existe un mecanismo regular y fiable para captarlas. Además, cuando el BEI trata de constituir y liderar facilidades de *blending* globales o *trust funds*, le cuesta atraer a donantes internacionales que realicen aportaciones, ya que los mismos son reticentes a ceder la gestión total o parcial de sus recursos a órganos de gobierno en los que no estarán representados.

Las decisiones sobre los recursos externos se adoptan fuera del BEI; por tanto, resulta complejo definir de forma independiente la estrategia a largo plazo de EIB Global, o, en todo caso, su definición necesitaría tener en cuenta estas limitaciones.

Realizar un análisis comparativo exhaustivo de las ventajas y desventajas del estatus actual frente a la potencial creación de un banco de desarrollo propio de la UE sería complejo y forzosamente extenso.

Un banco propio probablemente otorgaría mayor visibilidad, una gobernanza más abierta al exterior incluyendo a los beneficiarios, una captación de recursos más predecible y la posibilidad de que los accionistas pudieran definir una estrategia propia con menor influencia de la Comisión.

Por otra parte, un banco propio sería indudablemente más costoso para los Estados miembros y cabría la posibilidad de que fuera más difícil conseguir un completo alineamiento con la UE.

Solo el tiempo dirá si EIB Global es un paso para la creación de una filial del BEI que, a su vez, lleve a la constitución de un banco de desarrollo de la UE similar a otros.

## 5. Conclusiones

El año 2022 ha sido el primero de existencia de EIB Global, una sucursal del Grupo BEI sin

personalidad jurídica que aglutina la actividad de financiación al desarrollo del BEI.

La sucursal no ha supuesto, hasta el momento, un cambio drástico en la actividad del BEI fuera de la UE y surge como respuesta a un proceso de evaluación al más alto nivel sobre la Arquitectura Europea de Financiación al Desarrollo. Este proceso, que sigue vivo, otorga al BEI un papel protagonista por su condición de banco de la UE desde 1958.

Algunos de los objetivos que se buscaban con la creación de la sucursal se han alcanzado desde el primer momento. La creación de una marca está mejorando la visibilidad de la actividad del banco y dotando de mayor coherencia al relato de la acción exterior de la UE. Asimismo, ha creado un marco favorable para el desarrollo progresivo de una estrategia propia alineada con las políticas de la UE, la priorización de objetivos, una especialización de recursos disponibles para actividades fuera de la UE y la introducción de un grupo asesor en el que participan expertos en desarrollo, entre otras novedades.

EIB Global, más que un lugar de llegada, parece un paso más en una carrera que no tiene línea de meta. El nuevo contexto institucional, legal y presupuestario iniciado en el vigente marco financiero plurianual (2021-2027) persigue que la ayuda y la financiación al desarrollo de la UE sea más común, más eficiente, coherente y alineada con los valores e intereses estratégicos de la UE. Los acontecimientos vividos en los últimos años han evidenciado que, para que la UE pueda tener un papel de liderazgo global y responder a los grandes problemas de la humanidad, actuar conjuntamente no es una opción, sino una necesidad. La creación de instrumentos comunes como EIB Global facilita, sin duda, esta actuación conjunta europea y ofrece soluciones esperanzadoras en un mundo cada vez más complejo y fragmentado. ▷

## Bibliografía

- Bussière, É., Dumoulin, M., & Willaert, É. (Eds.). (2008). *The Bank of the European Union. The EIB, 1958-2008*. [https://www.eib.org/attachments/general/the\\_eib\\_1958\\_2008\\_en.pdf](https://www.eib.org/attachments/general/the_eib_1958_2008_en.pdf)
- Camdessus, M., Martí Espluga, L., Dervis, K., Kloppenburg, N., Kochladze, M., Manning, R., Niinistö, S., Osniecka-Tamecka, E., Sarcinelli, M., Biancarelli, J. L., & McGlue, D. (2010). *Report and recommendations of the Steering Committee of «wise persons». European Investment Bank's external mandate 2007-2013 Mid-Term Review*. [https://www.eib.org/attachments/documents/eib\\_external\\_mandate\\_2007-2013\\_mid-term\\_review.pdf](https://www.eib.org/attachments/documents/eib_external_mandate_2007-2013_mid-term_review.pdf)
- Comisión Europea. (2022). *Informe sobre la nueva arquitectura financiera europea para el desarrollo*. [https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/po-pups/ficheprocedure.do?lang=fr&reference=2021/2252\(INI\)](https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/po-pups/ficheprocedure.do?lang=fr&reference=2021/2252(INI))
- Comisión Europea. (2023). *Guarantees and blending. Mapa de facilidades de blending de la UE*.
- Consejo de la Unión Europea. (2021). Nota de la Secretaría General del Consejo, de 10 de junio de 2021, al Comité de Representantes Permanentes (parte 2) / Consejo. *Conclusiones del Consejo sobre como potenciar la Arquitectura Financiera europea para el desarrollo (EFAD)*. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9462-2021-REV-1/en/pdf>
- European Investment Bank. (2020). *Statute and other Treaty provisions*. [https://www.eib.org/attachments/general/statute/eib\\_statute\\_2020\\_03\\_01\\_en](https://www.eib.org/attachments/general/statute/eib_statute_2020_03_01_en)
- European Investment Bank. (2021). *Measuring the EIB Group Impacts. Methods and studies*. <https://www.eib.org/en/publications/measuring-the-eib-groups-impact-methods-and-studies>
- European Investment Bank. (2022). *Financial Report 2021*. <https://www.eib.org/en/publications/financial-report-2021>
- Gavas, M., & Pérez, A. (2022). *The future of the European Financial Architecture for Development*. Workshop The future of the European Financial Architecture for Development. European Parliament. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/653665/EXPO\\_STU\(2022\)653665\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/653665/EXPO_STU(2022)653665_EN.pdf)
- Meseberg Declaration – Renewing Europe's promises of security and prosperity. (2018, June 19). *Élysée*. <https://www.elysee.fr/en/emmanuel-macron/2018/06/19/meseberg-declaration-renewing-europes-promises-of-security-and-prosperity>
- Reglamento (UE) 2021/947 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de junio de 2021, por el que se establece el Instrumento de Vecindad, Cooperación al Desarrollo y Cooperación Internacional. Europa Global (NDICI-Global Europe). *Diario Oficial de la Unión Europea*, n.º 209, de 14 de junio de 2021. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R0947&from=ES>
- Reglamento (UE) 2021/1529 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de septiembre de 2021, por el que se establece el Instrumento de Ayuda Preadhesión (IAP III). *Diario Oficial de la Unión Europea*, n.º 330, de 20 de septiembre de 2021. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R1529&qid=1672918559526&from=es>
- Wieser, T., Alonso, J. A., Barbut, M., Berglöf, E., Dominik, J., Kleiterp, N., Kloppenburg, N., Passacantando, F., & Ulbæk, S. (2019). *Europe in the World. The future of the European financial architecture for development*. Secretariado General del Consejo de la UE. [https://www.consilium.europa.eu/media/40967/efad-report\\_final.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/40967/efad-report_final.pdf)

## Página web

European Investment Bank. <https://www.eib.org/en/> ▷

## ANEXO 1

**APOYO Y RECURSOS EXTERNOS DEL BEI PROVENIENTES DE LA COMISIÓN, ESTADOS MIEMBROS Y TERCEROS BAJO LOS MARCOS FINANCIEROS PLURIANUALES 2014-2020 Y 2021-2027**

La actividad del BEI fuera de la UE se ha realizado principalmente bajo mandatos y apoyo externo en forma de donaciones o garantías de la Comisión Europea y/o de los Estados miembros. Por tanto, la estrategia del banco ha de analizarse bajo el prisma de la acción exterior de la Unión Europea y los recursos disponibles fijados en los distintos Marcos Financieros Plurianuales (MFP). Analizamos brevemente el anterior 2014-2020 y el vigente 2021-2027:

**Marco Financiero Plurianual 2014-2020**

La acción exterior europea se estructuraba en diferentes programas e iniciativas geográficas y/o temáticas, sin una gobernanza conjunta y con fondos de distinto origen. Convivían programas financiados con el presupuesto comunitario con otros financiados por los Estados miembros, bien a través de garantías o a través de sus aportaciones a los distintos Fondos Europeos de Desarrollo (FED):

- III Acuerdo de Cotonú, centrado en operaciones en los países de África, Caribe y Pacífico (ACP), heredero de los primeros acuerdos de los países europeos con sus excolonias africanas (Yaundé, Lomé y Cotonú). El BEI, bajo este acuerdo, realizaba operaciones en países ACP y países y territorios de ultramar (han pasado a denominarse OACPS-Organisation of African, Caribbean and Pacific States bajo el nuevo Acuerdo Cotonú, que debería entrar en vigor en junio de 2023), apoyándose en dos instrumentos, una facilidad y una garantía:
  - *Investment facility*, una facilidad de inversiones «revolving» que se nutría de las aportaciones de los Estados miembros al 9.º, 10.º y 11.º Fondo Europeo de Desarrollo (3.700 millones de euros, que provenían de aportaciones de los Estados miembros según su peso en el renta nacional bruta de la UE). Los fondos descomprometidos de esta facilidad se han integrado en el Neighbourhood, Development and International Cooperation Instrument (NDICI, por sus siglas en inglés) del MFP 2021-2027.
  - Garantía de los Estados miembros: el BEI financiaba operaciones (principalmente al sector público) garantizadas en un 75% *pari passu* por los Estados miembros según la clave de reparto establecida en los FED.
- Mandato exterior con garantía del presupuesto comunitario, External Lending Mandate (ELM). Bajo este mandato, el BEI realizaba operaciones de financiación al resto de países en desarrollo no incluidos en los Acuerdos de Cotonú. La cartera generada estaba garantizada hasta un 65% con el presupuesto comunitario, existiendo el siguiente desglose de la garantía por regiones: i) preadhesión, ii) vecindad (vecindad del Sur y del Este), iii) Asia y Latinoamérica, y iv) Sudáfrica. Este mandato se ha visto reemplazado por la ventanilla 1 prevista en el nuevo instrumento de acción exterior (NDICI).
- El Plan de Inversiones Estratégicas fue lanzado en 2016 replicando el ELM, con el fin de promover el crecimiento inclusivo, la generación de empleo y el desarrollo sostenible, en las regiones origen de la migración irregular hacia Europa. Los proyectos a financiar podían ser desarrollados por el BEI y por otras entidades de desarrollo europeas, contando con una garantía aportada por el Fondo Europeo de Desarrollo Sostenible (EFDS, por sus siglas en inglés).

Además de estos tres grandes instrumentos de desarrollo, la Comisión Europea contaba bajo el MFP 2014-2020 con siete facilidades de *blending* regionales con las que se proporcionaban garantías o donaciones para asistencias técnicas, subvención de intereses, donaciones a la inversión, entre otros. Cada facilidad estaba dotada con fondos procedentes de la Comisión Europea y aportaciones voluntarias en algunos casos de los Estados miembros. Cada facilidad de *blending* disponía de su propia gobernanza y tenía una región y un objetivo concretos. Las siete facilidades eran: Latin America Investment Facility (LAIF), Caribbean Investment Facility (CIF), Neighbourhood Investment Platform (NIP), Africa Investment Facility (AfIF), Asia Investment Facility (AIF), Investment Facility for Central Asia (IFCA) e Investment Facility for the Pacific (IFP). Bajo el nuevo MFP 2021-2027 siguen existiendo, pero se han integrado en la gobernanza global del NDICI.

### Marco Financiero Plurianual 2021-2027

Bajo el nuevo MFP 2021-2027, la Unión Europea se fijó como objetivo dotarse de un instrumento unificado que permitiera desarrollar una acción exterior coherente, transparente y flexible. Con esta idea, en junio de 2021 entró en vigor el reglamento del Instrumento de Vecindad, Desarrollo y Cooperación Internacional – Europa global (Reglamento UE 2021/1947).

NDICI pretende racionalizar y simplificar los instrumentos de financiación de la acción exterior de la UE para la cooperación internacional y el desarrollo ([consilium.europa.eu](https://consilium.europa.eu)). Asimismo, pretende abrir la acción exterior europea para que todas las instituciones europeas de desarrollo (EDFI) trabajen de forma conjunta, coordinada y más eficiente, mejorando así la visibilidad y el impacto en el desarrollo de la UE (Team Europe).

Bajo la regulación de NDICI se ha simplificado el origen de los fondos (proviene del presupuesto comunitario) y se fusionaron diez instrumentos de financiación exterior existentes en el anterior MFP, así como el Fondo Europeo de Desarrollo. Se incorporan en el texto las principales directrices de la acción exterior europea y los compromisos internacionales de la UE, la promoción del multilateralismo, los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030 y el Acuerdo de París, entre otros. Tan solo quedan fuera del nuevo instrumento los países adhesión, que cuentan con un instrumento propio, el Instrumento de Ayuda a la Preadhesión (IAP III).

El presupuesto total de NDICI es de 79.462 millones de euros, con el siguiente desglose:

- Programas geográficos: 60.388 millones de euros distribuidos entre regiones:
  - África subsahariana: 29.181 millones de euros.
  - Vecindad europea: 19.323 millones de euros.
  - Asia y Pacífico: 8.489 millones de euros.
  - Latinoamérica y Caribe: 3.395 millones de euros.
- Programas temáticos: 6.358 millones de euros.
- Acciones de respuesta rápida: 3.182 millones de euros.
- Colchón sin asignar: 9.534 millones de euros de recursos sin asignar como colchón para complementar los programas anteriores o circunstancias imprevistas. El mismo ha sido ya en gran parte empleado para operaciones en Ucrania.

El primer epígrafe mencionado, con una dotación de 60.388 millones de euros, se denomina pilar geográfico, que cuenta con el 70% del total. Financia dos instrumentos financieros contemplados en el reglamento y que lo hacen operativo:

- El Fondo Europeo de Desarrollo Sostenible+ (EFSD+ por sus siglas en inglés), que se instituye sobre la base del Fondo Europeo de Desarrollo Sostenible previo. Se constituye como un dispositivo financiero con capacidad para otorgar subvenciones, asistencias técnicas, instrumentos financieros, garantías presupuestarias y operaciones de financiación mixta. Tiene su propia gobernanza con un consejo estratégico copresidido por la Comisión y el alto representante de Política Exterior de la UE y comités regionales.
- La Garantía de Acción Exterior que apoya las operaciones del EFSD+ que requieren garantía. En el actual MFP, la garantía conjunta para EFSD+ e IPA III asciende a 53.400 millones de euros.

El reglamento de NDICI y el fondo EFSD+ proporcionan una gobernanza común a toda la acción exterior de la UE en un entorno abierto a las diferentes EDFI. No obstante, el BEI, dado su papel histórico, sigue jugando un papel muy relevante.

A continuación enumeramos los recursos de los que dispone el BEI en el vigente MFF, provenientes del reglamento NDICI y otras fuentes.

- El reglamento NDICI le otorga la exclusividad al BEI sobre 26.700 millones de euros de la garantía de acción exterior a ejecutarse en tres ventanillas. La iniciativa Global Gateway ha dotado a la ventanilla 1 con 750 M€ adicionales para provisiones, lo que posibilitará otorgar 8.300 M€ más de operaciones para un total de 35.000 M€. Una vez que se formalicen los acuerdos de garantía entre el BEI y la Comisión, el banco podrá realizar operaciones bajo tres ventanillas que no cuentan con una distribución prefijada:

*Ventanilla 1:* operaciones con el sector público con riesgo soberano (similar al External Lending Mandate). el BEI tiene exclusividad, la garantía cubre el 65% del riesgo de la cartera generada. Esta ventanilla ya está operativa.

*Ventanilla 2:* operaciones con entidades del sector público que realizan actividad de mercado con riesgo subsoberano. El BEI tiene en principio la exclusividad con la misma tasa de cobertura de la garantía que la ventanilla anterior.



*Ventanilla 3:* operaciones con el sector privado, de inversión directa, comercio e internacionalización de las economías. En este caso la garantía solo cubre el riesgo político de forma similar a lo que cubren otras agencias de crédito exterior de los países miembros. El BEI no cuenta con exclusividad en esta ventanilla.

- Los Estados miembros decidieron ceder a la Comisión los flujos liberados provenientes de la *investment facility*; con los mismos se crearán dos ventanillas específicas en las que el BEI tiene la exclusividad y cuyos fondos solo se pueden emplear en los países ACP. Los flujos se destinan al 50% entre dos opciones:

*Ventanilla 4:* supone una garantía adicional de unos 1.000 millones de euros para financiar operaciones en el sector privado.

*ACP Trust Fund o ventanilla 5:* es un fondo fiduciario que podrá acometer operaciones de mayor riesgo y mayor impacto que en el caso de la ventanilla anterior como capital riesgo. También podrá realizar donaciones para apoyar operaciones.

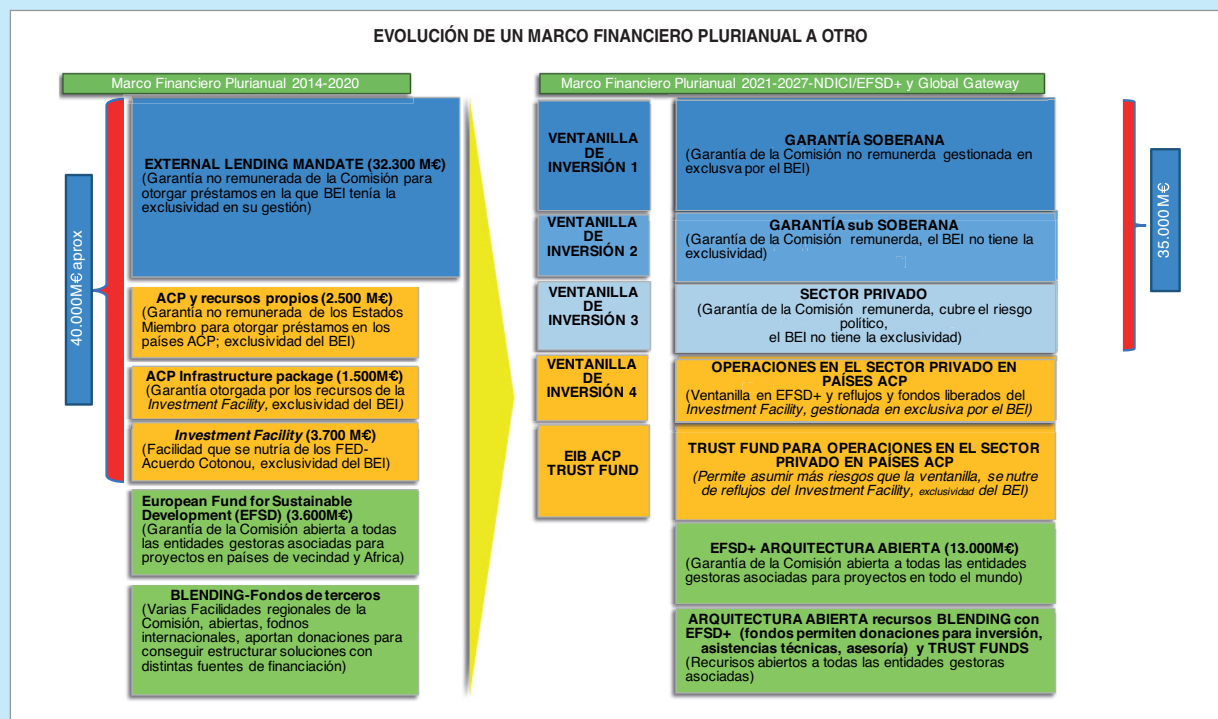
- El reglamento NDICI establece lo que se ha denominado una arquitectura abierta (*open access*) a la que pueden acceder potencialmente todas las EDFI que valide la Comisión. El BEI lidera las solicitudes y hace un uso intensivo de estos recursos, pero lo hace en competencia con otras entidades como KfW, ADF y FMO. COFIDES está reconocida como entidad ejecutora asociada por la Comisión y ya ha presentado propuestas en coordinación con la AECID. Bajo esta arquitectura se pueden obtener dos tipos de ayudas:
  - Garantías. El reglamento reserva 13.000 millones de euros.
  - Recursos *blending* (donaciones). Aquí se integran las facilidades regionales de *blending* de la UE.
- Por último, el BEI puede obtener recursos de *blending* de alguno de los *trust fund* que gestiona.

El siguiente esquema muestra la evolución descrita de un marco financiero plurianual a otro:

Para profundizar en los objetivos que persiguen los recursos mencionados, los principios que los inspiran, su gobernanza, su importe y detalles técnicos como las tasas de provisión de las garantías se recomienda consultar los siguientes reglamentos:

Reglamento UE (2021/1947) del Instrumento de Vecindad, Cooperación al Desarrollo y Cooperación Internacional – Europa Global (NDICI-Global Europe): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R0947&from=ES>

Reglamento UE (2021/1947) del Instrumento de Ayuda Preadhesión (IAP III): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R1529&qid=1672918559526&from=es>



Fuente: Elaboración propia.

SUSCRÍBETE A LA NEWSLETTER DE REVISTAS ICE  
Y RECIBE TODAS LAS NOVEDADES EN TU CORREO





Sergio Escobedo Carrillo\*

Raquel Tárrega López\*\*

## ASEGURANDO LA INCLUSIÓN FINANCIERA EN EL SERVICIO DE RETIRADA DE EFECTIVO EN CAJEROS AUTOMÁTICOS

El servicio de retirada de efectivo a través de cajeros automáticos tradicionalmente ha formado parte de las actividades del sector bancario. Desde la crisis de 2008, este sector viene experimentando un proceso de digitalización y reducción del número de oficinas y de cajeros. Los más perjudicados por este proceso son los habitantes de zonas con baja densidad de población y las personas de edad más avanzada, pudiendo llegar a sufrir problemas de exclusión financiera. Dadas estas circunstancias, en 2022 la CNMC elaboró un estudio con un análisis pormenorizado del servicio de retirada de efectivo a través de cajeros automáticos y de su coste. El análisis permite concluir que es deseable extender el *cashback* y *cash-in-shop* en España, ya que permiten la retirada de efectivo directamente en comercios, así como promover la competencia en las licitaciones públicas para instalar cajeros, todo en aras de facilitar el acceso al efectivo y la inclusión financiera, especialmente en las zonas menos pobladas.

**Palabras clave:** cajeros automáticos, pagos con tarjeta, bancos, inclusión financiera, competencia, zonas despobladas.

**Clasificación JEL:** G28, L40, H25, R59.

### 1. Introducción

Si bien muchas personas optan cada vez más por utilizar métodos de pago digitales, es

importante garantizar un acceso al efectivo cercano y gratuito para aquellas áreas y colectivos con un elevado riesgo de exclusión financiera. Tal y como indica el Banco Central Europeo (BCE, 2022), «[...] debe tenerse presente que la posibilidad de pagar en efectivo sigue siendo muy importante para ciertos sectores sociales que, por diversas y legítimas razones, prefieren usar el efectivo en lugar de otros medios de pago».

El estudio sobre el servicio de retirada de efectivo a través de cajeros automáticos ▷

---

\* Técnico Comercial y Economista del Estado. Subdirección de Estudios e Informes. Departamento de Promoción de la Competencia de la CNMC.

\*\* Diplomada Comercial del Estado. Subdirección de Estudios e Informes. Departamento de Promoción de la Competencia de la CNMC.

Las opiniones del artículo pertenecen a los autores y no representan necesariamente la posición de la institución en donde trabajan.

Versión de mayo de 2023.

<https://doi.org/10.32796/bice.2023.3158.7584>

E/CNMC/003/21<sup>1</sup>, publicado por la CNMC en 2022 (en adelante, el Estudio), analiza el problema de la reducción del número de cajeros y, por tanto, del acceso al efectivo, desde una perspectiva amplia y como una de las esferas que conforma el reto de luchar contra la exclusión financiera<sup>2</sup>. El análisis realizado arroja una serie de conclusiones, entre las que podemos destacar la reducción del uso de efectivo como medio de pago en los últimos años, pese a que sigue siendo importante para la población, especialmente para las personas más jóvenes y las de mayor edad. Igualmente, el número de cajeros automáticos ha tendido a la baja en la última década, lo que puede dejar algunas zonas, como las rurales, con limitaciones de acceso al efectivo que pueden derivar en problemas de exclusión financiera.

Frente a este problema, cabe señalar, en primer lugar, que la competencia en el sector financiero puede contribuir a una mayor inclusión financiera, ya que, entre otros efectos, puede fomentar el incremento de la oferta de servicios de acceso a efectivo, o que se provean soluciones innovadoras. Asimismo, las medidas públicas, regulatorias o de otro tipo, deben adoptarse únicamente cuando sean aptas para contribuir a una razón imperiosa de interés general (principio de necesidad) y cuando no existan otras alternativas de intervención menos restrictivas (principio de proporcionalidad). En el Estudio también se señala que la regulación del precio de retirada de efectivo en los cajeros

automáticos puede acarrear problemas relevantes, como dar pie a más cierres de cajeros en zonas con poca población, por lo que es preciso evaluar adecuadamente esta medida. Además, existen sistemas alternativos a los cajeros automáticos para favorecer el acceso al efectivo, como los sistemas de *cashback* y *cash-in-shop*, que permiten acceder a efectivo en establecimientos minoristas y que están escasamente desarrollados en España, por lo que pueden ampliar el número de puntos de acceso a efectivo de manera notable. Por último, los procedimientos de contratación pública y de ayudas públicas pueden ser beneficiosos cuando no existe interés comercial en instalar cajeros. Sin embargo, para que funcionen correctamente deben llevarse a cabo solo si no perjudican la oferta de cajeros y servicios financieros y diseñarse de forma que estimulen la competencia.

Atendiendo a estas conclusiones, la CNMC recomienda en el citado Estudio: (i) desarrollar el marco normativo para favorecer la adopción de los servicios de *cashback* y *cash-in-shop*; y (ii) adoptar diseños de contratación pública y de concesión de subvenciones que estimulen la competencia.

En este artículo, siguiendo el contenido del Estudio, se abordará: en primer lugar, la estructura de precios por la retirada de efectivo en cajeros automáticos; en segundo lugar, la descripción del parque de cajeros en España; y, en tercer lugar, las medidas propuestas para abordar la exclusión financiera en el acceso al servicio de retirada de efectivo.

## 2. ¿Cómo funciona el sistema de precios por la retirada de efectivo?

Para tener un acceso adecuado al efectivo, debe existir un número suficientemente ▷

<sup>1</sup> El Expediente E/CNMC/003/21 se elaboró en respuesta a una solicitud de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. La solicitud, a su vez, respondía a una Proposición no de Ley aprobada por el Congreso de los Diputados que instaba al Gobierno a solicitar a la CNMC la elaboración de un informe sobre esta cuestión.

<sup>2</sup> La exclusión financiera hace referencia a la imposibilidad, incapacidad o falta de acceso a los productos y servicios financieros más elementales. Este concepto ha ganado importancia en los últimos años debido, principalmente, a dos factores: la creciente digitalización del sector financiero y la consecuente racionalización de costes por parte de las entidades financieras.

amplio de puntos de acceso a dicho dinero en efectivo y, además, que el precio a pagar por adquirir efectivo sea adecuado. Respecto al precio para retirar efectivo de los cajeros, hasta 2015 se aplicaba en España un sistema de tasas de intercambio multilaterales que se traducían en que la entidad propietaria del cajero automático cobraba una comisión a la entidad emisora de la tarjeta de pago empleada para la retirada de efectivo cuando ambas entidades no coincidían. Por su lado, la entidad emisora de la tarjeta cobraba, si así lo decidía a la vista de su política comercial, una comisión (libre) a su cliente por sacar dinero en un cajero ajeno. No obstante, en 2015 CaixaBank anunció un cambio en su política de comisiones: pasaría a cobrar una tasa fija de 2 euros a los clientes ajenos de la entidad que utilizaran sus cajeros y dejó de aplicar la tasa de intercambio que cobraba a las entidades emisoras. El cambio suscitó quejas de usuarios que tenían que hacer frente al pago de dos comisiones en sus operaciones en cajeros de otras entidades: una aplicada por la entidad propietaria del cajero y otra aplicada por su entidad, la emisora de la tarjeta de crédito.

Este contexto motivó un cambio legislativo por real decreto ley que introdujo un marco concreto de cobro de tasas de intercambio con las siguientes características:

- Se prohíbe el cobro de comisiones por retirada de efectivo a clientes de otras entidades emisoras de tarjetas.
- Se permite el cobro de una «tasa de intercambio» por parte de la entidad, pero sujeta a determinadas reglas: (i) no debe ser discriminatoria, (ii) no puede distinguirse en función de los clientes y (iii) solo puede revisarse semestralmente.
- El cobro de la tasa de intercambio puede ser objeto de acuerdo entre entidades,

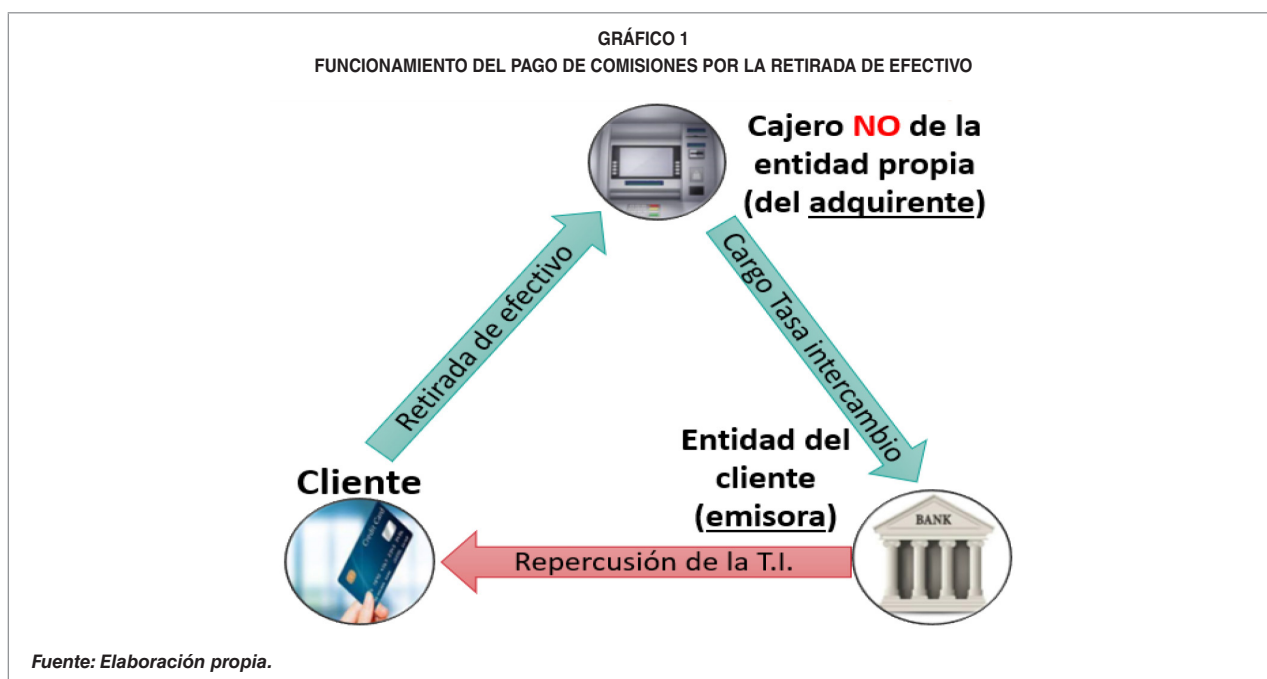
siempre que estos respeten la normativa en materia de competencia.

- La entidad emisora no puede repercutir a su cliente una cantidad superior a la tasa de intercambio.
- Antes de retirar efectivo en un cajero ajeno, el cliente debe ser informado del importe de la tasa de intercambio que será cobrada a su entidad emisora, así como de la posibilidad de que dicha tasa de intercambio le sea repercutida.

En cuanto a la política de precios en el panorama español en la fecha de publicación del Estudio, es destacable que, si bien la normativa no prohíbe el cobro de comisiones cuando un cliente saca dinero de un cajero propiedad de la entidad emisora de la tarjeta de pago empleada para la retirada, en la práctica, ninguna entidad emisora cobra comisión alguna.

En las retiradas de efectivo por clientes ajenos, las entidades adquirentes establecen las tasas de intercambio a las entidades emisoras como una cantidad fija por operación de retirada, independiente del importe de efectivo retirado. Esto sucede a pesar de que la norma no prohíba el establecimiento de la tasa de intercambio expresada como un porcentaje sobre el importe de efectivo retirado en la operación.

En relación con los acuerdos sobre tasas de intercambio, las entidades que tienen las redes de cajeros más extensas en el territorio nacional no habían alcanzado acuerdo alguno con terceras entidades. Respecto a los importes de las tasas de intercambio, cuando no hay acuerdo, las tasas de intercambio aplicadas por las entidades adquirentes de los cajeros varían sustancialmente: la tasa de intercambio mínima se sitúa en 0,5 € por operación, mientras que la máxima es de 3,95 € por operación; excluyendo los extremos, la mayor parte de las tasas de ▷



intercambio están entre 1 € y 2,95 €. En cambio, cuando hay acuerdo, se estrecha esta horquilla: suelen situarse entre 0,5 € y 0,95 € por operación, aunque existen algunos casos que la exceden. Por tanto, con el nuevo sistema, hay una variedad importante de precios para acceder a efectivo, pudiendo los consumidores elegir entre distintas opciones. No obstante, en las zonas poco pobladas donde existe un número reducido de cajeros, los ciudadanos pueden ver limitadas sus opciones y solo tener acceso a opciones con costes de retirada elevados o, incluso, no tener ningún cajero cercano. Por ello, es importante analizar la situación del parque de cajeros en España y valorar cómo proporcionar a los ciudadanos distintas opciones de acceso al efectivo.

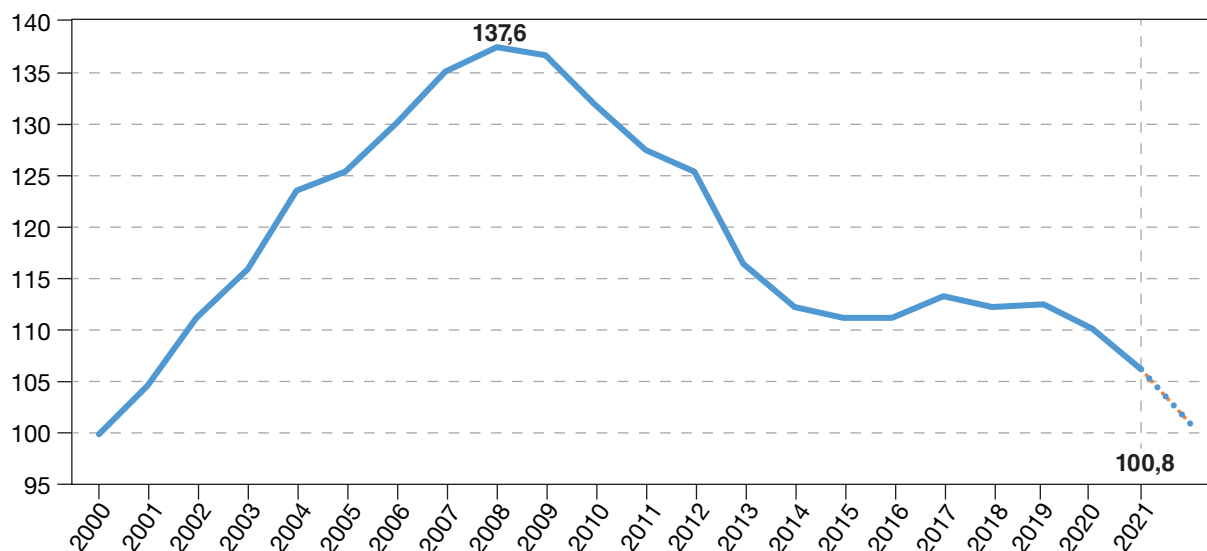
### 3. Caracterización del parque de cajeros y del uso de instrumentos de pago

En el Estudio se constató que la importancia del uso del efectivo como medio de pago ha

ido decayendo con el tiempo en favor de otros medios de pago, como es el pago con tarjetas. Según un reciente estudio del Banco de España, la reciente crisis sanitaria podría haber acelerado una tendencia que se viene observando ya desde hace años, de manera que, en la actualidad, hay un mayor porcentaje de compras que se realizan *online* y, en líneas generales, un menor uso del efectivo que en 2019. En establecimientos físicos, el efectivo sigue siendo el medio de pago más empleado, si bien el porcentaje de compras pagadas en efectivo ha caído del 83% en 2019 al 66% en 2022 (Ferrando Giménez y Posada Restrepo, 2022).

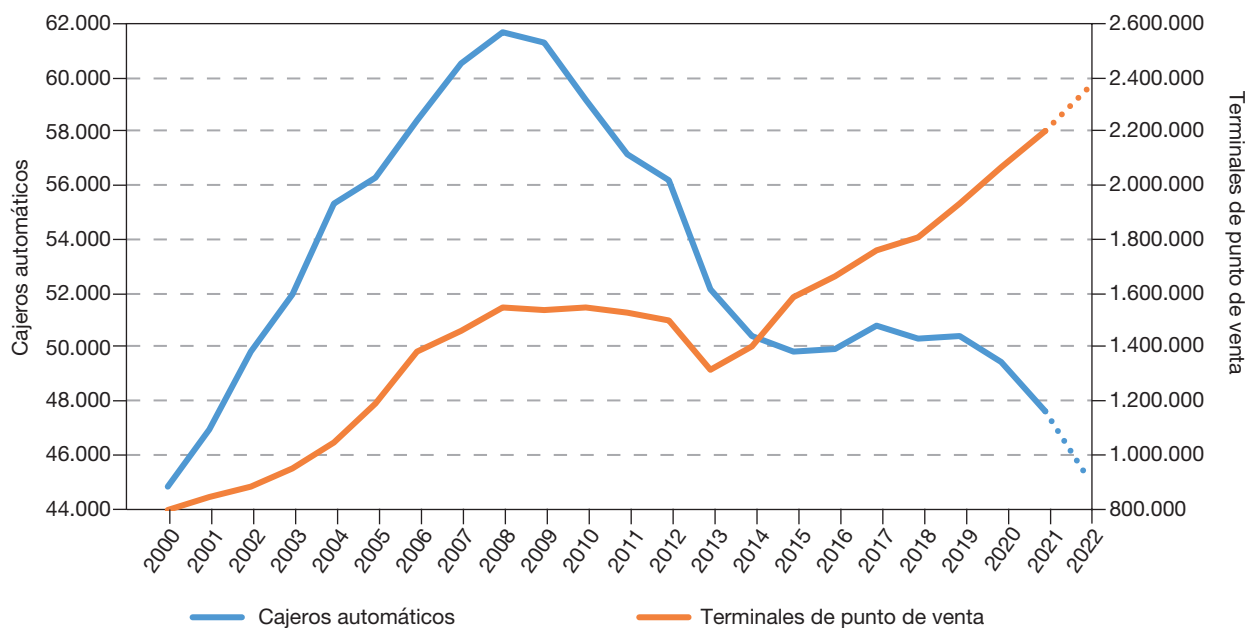
Vemos como, a la vista de los últimos datos publicados por el Banco de España, durante este último año se ha intensificado esta tendencia. Si bien en 2022 se ha incrementado el número de retiradas de efectivo y el importe medio de estas (en un 4,3% y un 7,8%, respectivamente), el número de cajeros automáticos este año ha disminuido en un 5,1%, hasta un total de 45.233 unidades, un número muy ▷

**GRÁFICO 2**  
EVOLUCIÓN DEL PARQUE DE CAJEROS AUTOMÁTICOS EN ESPAÑA  
(Base 2000 = 100)

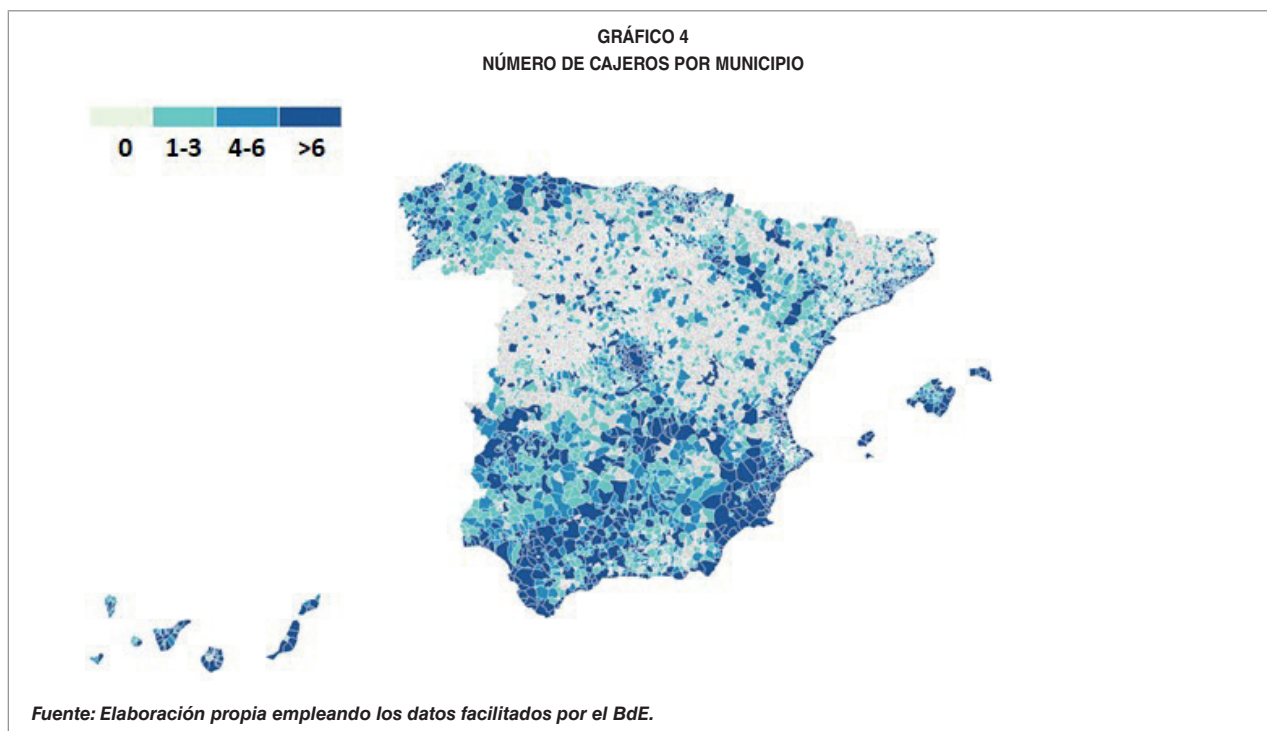


Fuente: Departamento de Sistemas de Pago de la División de Vigilancia y Supervisión de Pagos del BdE, a cierre de 2022.

**GRÁFICO 3**  
PARQUE DE CAJEROS AUTOMÁTICOS Y TERMINALES DE PUNTO DE VENTA EN ESPAÑA



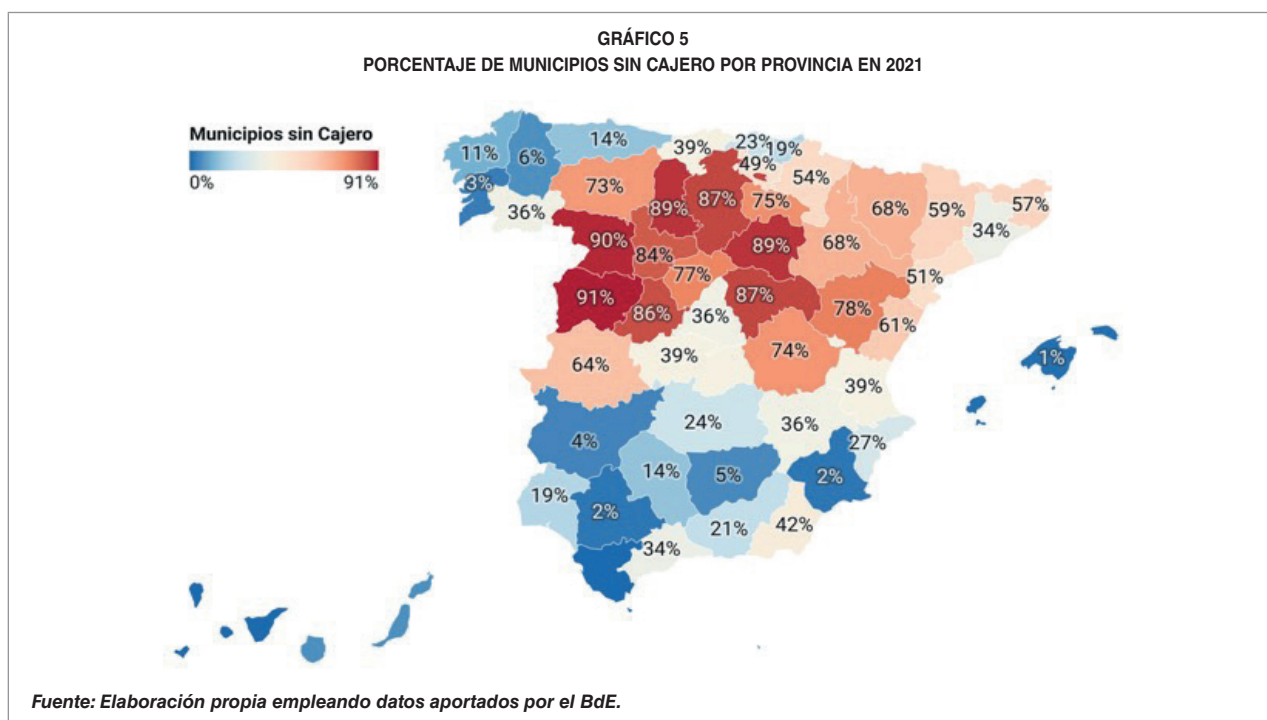
Fuente: Departamento de Sistemas de Pago de la División de Vigilancia y Supervisión de Pagos del BdE, a cierre de 2022.



cercano al registrado en el año 2000 y muy por debajo de los casi 62.000 cajeros con los que contaba España en 2008. De forma paralela, en este último año se ha producido un aumento en el número de terminales de punto de

venta (TPV) del 6,8% hasta alcanzar los 2,36 millones de terminales.

Profundizando en el análisis del parque de cajeros, el 55% de los municipios en España a cierre de 2021 carecía de un cajero automático. ▷





No obstante, solo el 3% de la población española vivía en uno de estos municipios sin cajero. En el Gráfico 4 puede observarse efectivamente que la mayoría de los municipios sin cajero se sitúan en las regiones con una menor densidad de población. Por provincias, siete tienen un porcentaje de municipios sin cajero superior al 80%, de las que seis pertenecen a Castilla y León y una a Castilla-La Mancha.

## 4. Medidas para abordar la exclusión financiera

### 4.1. Introducción de sistemas de retirada de efectivo alternativos

La retirada de efectivo en cajero o ventanilla bancaria sigue siendo predominante para acceder a efectivo. No obstante, y ante los problemas de falta de sucursales y de cajeros, en la actualidad existen alternativas, particularmente en las zonas rurales (como los ofibuses), si bien todavía tienen una implantación limitada. Entre las demás alternativas disponibles se pueden destacar dos con un gran potencial: los servicios de *cash back* y *cash-in-shop*.

### 4.2. ¿Qué son el *cashback* y el *cash-in-shop*?

El *cashback* es una transacción en una terminal de punto de venta (TPV) en la que el titular de la tarjeta le pide al comercio minorista que agregue una cantidad a la suma total de la compra pagada con tarjeta, u otro medio de pago, para recibir esa cantidad en efectivo junto con la compra<sup>3</sup>. Es decir, al realizar una

compra en un establecimiento, el usuario puede solicitar un importe adicional que recibirá en efectivo. De esta forma, y en una sola operación, se le carga la compra realizada y la cantidad de efectivo solicitada.

Del mismo modo, el *cash-in-shop* es un servicio de retirada de efectivo alternativo, o de depósito de efectivo, que ofrece un minorista, en nombre de un proveedor de servicios de pago, sin estar vinculado a una compra de bienes o servicios, y que se liquida a través de la cuenta del cliente (Euro Retail Payments Board [ERPB], 2021).

Así, la principal diferencia entre los servicios de *cashback* y *cash-in-shop*, desde la perspectiva del usuario, reside en que el servicio de retirada de efectivo en el caso del *cashback* está vinculado a una compra en el establecimiento, mientras que el servicio de *cash-in-shop* se ofrece sin tal condición. Desde la perspectiva del establecimiento minorista que ofrece estos dos servicios, la diferencia fundamental entre ambos radica, igualmente, en la vinculación de la compra.

### 4.3. Servicios de *cashback* y *cash-in-shop* en Europa y en España

Según las estimaciones, el servicio de *cashback* representa entre el 1% y el 3% de las transacciones en los puntos de venta de la zona euro, mientras que el servicio de *cash-in-shop* es menos utilizado (ERPB, 2021). No obstante, detrás de esas cifras hay grandes diferencias. Estos servicios están más extendidos en algunos países, incluyendo Bélgica, donde el servicio de *cashback* es más prevalente en supermercados y estaciones de servicio y representa el 6% de las retiradas totales de efectivo; también es relevante en Irlanda, ▷

<sup>3</sup> Payments and markets glossary. European Central Bank.



donde el *cashback* es muy utilizado (el 7% de las retiradas de efectivo se realizan a través de este servicio) y resulta más económico para el usuario que retirar efectivo en cajeros automáticos o en ventanillas bancarias en algunos bancos; o en Finlandia, donde el *cashback* también supone un 6% de las retiradas de efectivo totales (ERPB, 2021).

Asimismo, en Noruega se ha establecido colectivamente una nueva solución de *cashback* en comercios minoristas de alimentación, que permite la retirada e ingreso de efectivo mediante el uso de tarjetas; y en Alemania se ha introducido el servicio de *cashback* a través de algunas empresas. El servicio de *cashback* también existe en otros países como Italia, Reino Unido, Lituania, Eslovenia, Letonia, Estonia, Malta, Países Bajos, Austria, Luxemburgo, Portugal o Grecia.

En España, en cambio, el *cash-in-shop* no ha sido introducido y el servicio de *cashback* tiene una implantación aún limitada a algunas

entidades y formatos específicos, como ING, la Caja de Ingenieros o el Grupo IFA. Su introducción limitada explica por qué estos servicios son de uso residual en nuestro país y también refleja el potencial de crecimiento que tienen.

#### 4.4. Ventajas e inconvenientes del uso del *cashback* y *cash-in-shop*

Los servicios de *cashback* y *cash-in-shop* presentan una serie de ventajas o potencialidades que resulta importante destacar, así como una serie de inconvenientes, que quedarían reflejados en la Tabla 1.

Tal y como ilustra la mencionada tabla, estos servicios pueden constituir una alternativa viable, cercana, de fácil uso y desarrollo y con una enorme capilaridad potencial, y una vía complementaria al uso de cajeros automáticos. Para favorecer el desarrollo e implantación ▷

TABLA 1  
VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL CASHBACK Y DEL CASH-IN-SHOP

VENTAJAS
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Creación de una red potencialmente amplia de puntos de acceso a efectivo en áreas donde ya existe actividad comercial (supermercados, farmacias, estaciones de servicio, establecimientos de restauración, etc.).</li> <li>✓ Reducción de la necesidad de utilizar cajeros automáticos en áreas geográficas y colectivos con riesgo de exclusión financiera.</li> <li>✓ El uso de ambos servicios requiere la intervención del personal del establecimiento minorista, lo que permite que el personal pueda ayudar al usuario a utilizar el servicio. Esto es especialmente importante para las personas mayores que no están familiarizadas con el servicio.</li> <li>✓ Mejor gestión del efectivo en los establecimientos minoristas.</li> <li>✓ En el caso del <i>cashback</i>, el minorista habrá realizado una venta en el establecimiento.</li> <li>✓ Con el <i>cash-in-shop</i>, el establecimiento se beneficiará de una mayor afluencia de público o tráfico.</li> </ul>
INCONVENIENTES
<ul style="list-style-type: none"> <li>✗ En España no existe una regulación específica para los servicios de <i>cashback</i> y <i>cash-in-shop</i>.</li> <li>✗ La utilización de los servicios de <i>cashback</i> y <i>cash-in-shop</i> está limitada al horario de apertura del comercio minorista y a la existencia de un TPV.</li> <li>✗ En algunos casos, estos servicios se ofrecen a través de aplicaciones móviles, y no de tarjetas de crédito. Esto puede limitar el uso de estos servicios por parte de colectivos de avanzada edad o menores habilidades digitales.</li> <li>✗ La retirada de efectivo está limitada a la cantidad de efectivo disponible o circulante en el establecimiento.</li> </ul>
<i>Fuente: Elaboración propia.</i>

de estos servicios sería necesario abordar sus dos problemas fundamentales: (i) la falta de regulación específica y (ii) que, ahora mismo en España, no se pueden usar a través de tarjetas bancarias, sino que requieren el uso de aplicaciones móviles.

Sobre la falta de normativa, no existe una regulación concreta, teniéndose que apoyar los operadores en las excepciones a la Ley de Servicios de Pago<sup>4</sup>. Un marco regulatorio específico proporcionaría seguridad jurídica y facilitaría la implantación de estos servicios a gran escala.

En relación con el uso de los servicios de *cashback* y *cash-in-shop* solo a través de aplicaciones móviles en España, cabe señalar que la provisión de ambos servicios a través de tarjetas de crédito o débito es posible y habitual

en otros países, lo que presenta importantes ventajas, dado que la población está más familiarizada con el uso de tarjetas.

## 5. Medidas de apoyo públicas para facilitar el acceso al efectivo

En España, las autoridades públicas han intervenido al considerar que el acceso al efectivo y la inclusión financiera pueden reportar importantes beneficios tanto económicos como sociales, comparables a una externalidad positiva. Estas medidas incluyen la instalación de cajeros automáticos en municipios rurales que carecen de ellos a través de mecanismos de contratación pública o ayudas públicas. La utilización de estos mecanismos resulta positiva siempre y cuando el beneficio social supere a los costes, no expulsen a la oferta de servicios de acceso al efectivo existentes en el mercado y su diseño no limite la competencia de ▷

<sup>4</sup> La normativa reguladora de servicios de pago y bancarios enumerada en el apartado 1.1 y, especialmente, el art. 4.e del Real Decreto-ley 19/2018, que excluye la aplicación de la normativa de pagos a las operaciones de retirada de efectivo si van vinculadas a la compra de bienes y servicios.

forma no justificada. Este tipo de iniciativas se ha llevado a cabo en diversas comunidades autónomas, entre ellas Cantabria, Galicia o la Comunitat Valenciana, así como en municipios como Badajoz o Valladolid<sup>5</sup>. La revisión de estos procedimientos ha dado lugar a la identificación de ciertos aspectos susceptibles de mejora, como los siguientes:

#### *Mayor uso de los sistemas dinámicos de adquisición*

Frente a los acuerdos marco comúnmente utilizados, los sistemas dinámicos de adquisición<sup>6</sup> pueden aportar una serie de ventajas:

- Tras la adjudicación no cierran el mercado, sino que permiten la entrada de nuevos operadores; en mercados dinámicos tecnológicamente, permite la participación de nuevos entrantes que pueden plantear soluciones novedosas.
- Los riesgos de colusión son menores por el mayor número posible de licitadores potenciales. Es aconsejable valorar, en cada caso, cuál es la opción más eficiente.

#### *Evitar la contratación de un único adjudicatario*

Si bien la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público no prohíbe la

<sup>5</sup> Estas medidas fueron identificadas a partir de información pública y reportada por los operadores a requerimiento de la CNMC.

<sup>6</sup> El sistema dinámico de adquisición es un proceso totalmente electrónico, con una duración limitada y determinada en los pliegos, y debe estar abierto durante todo el periodo de vigencia a cualquier empresa interesada que cumpla los criterios de selección. Este sistema permite disponer de un elevado número de ofertas y, por tanto, incrementar la competencia. Se desarrolla de acuerdo con las normas del procedimiento restringido, ejecutándose en dos etapas. En la primera, las empresas que cumplen los criterios de selección requeridos se incorporan al sistema dinámico de adquisición, y en la segunda se realizan las compras invitando a las empresas admitidas en la etapa anterior a presentar su oferta.

celebración del acuerdo marco con un único empresario, acudir a esta opción no maximiza la competencia entre los licitadores y elimina la búsqueda de potenciales mejoras en las licitaciones que podrían celebrarse *a posteriori*.

#### *No limitar la participación a entidades de crédito*

Algunos pliegos de contratación y bases reguladoras de ayudas analizados limitan la participación en licitaciones a entidades de crédito autorizadas en España, lo que restringe la entrada de otros perfiles de operadores independientes que pudieran ofrecer eficientemente estos servicios. Esta limitación reduce la competencia y puede generar ineficiencias en la maximización de los fondos públicos.

#### *Limitar los servicios adicionales*

Algunos pliegos exigen que los cajeros ofrezcan una serie de funcionalidades o servicios adicionales (por ejemplo, dar formación financiera) al servicio de retirada de efectivo, y que los provean con personal propio, lo que podría excluir a ciertos operadores que no son entidades de crédito.

#### *Criterios de solvencia económico-financiera*

La acreditación de un volumen de negocios como criterio de solvencia económico-financiera puede estar sobrevalorando la solvencia económica exigida y otorgar ventaja a las entidades más grandes frente al resto. Existen otros indicadores, previstos también en la normativa, como el patrimonio neto o la ratio de solvencia, que podrían ser utilizados en su lugar. ▷

Asimismo, el diseño de una medida de apoyo público debe seguir los principios de la regulación económica eficiente. Así, las medidas públicas se deben adoptar únicamente cuando respondan a una razón imperiosa de interés general (principio de necesidad), cuando no existan otras alternativas menos restrictivas (principio de proporcionalidad) y que no resulten injustificadamente discriminatorias (principio de no discriminación). De esta manera, se garantizará que la medida se introduzca solo en aquellos casos en los que sea necesario y, además, se fomentará que se diseñe de la mejor manera posible, en beneficio de las arcas públicas y de los ciudadanos.

## 6. Recomendaciones para combatir la exclusión financiera en el acceso a efectivo

A partir del análisis realizado por la CNMC en el [Estudio sobre el servicio de retirada de efectivo a través de cajeros automáticos](#), se propusieron dos recomendaciones principales:

*1. Desarrollar el marco normativo para favorecer la adopción por el mercado de los servicios de cashback y cash-in-shop.*

Los servicios de *cashback* y *cash-in-shop* representan una solución con gran potencial para ampliar la oferta de acceso a efectivo y abordar, al menos parcialmente, el desafío que supone hoy el acceso al efectivo para determinadas zonas o colectivos.

Para fomentar el desarrollo del *cashback* y el *cash-in-shop*, sería recomendable establecer una regulación específica para estos servicios para proporcionar una mayor seguridad jurídica y facilitar una mayor implantación del servicio. Además, todas las medidas públicas

que promuevan la instalación de terminales TPV en los establecimientos minoristas no solo facilitarían el desarrollo de los servicios de *cash-back* y *cash-in-shop*, sino que también contribuirían a ampliar las opciones de pago disponibles para los ciudadanos.

*2. Adoptar diseños de contratación pública y de concesión de subvenciones que estimulen la competencia.*

Para que el diseño de las herramientas de intervención sea respetuoso con la competencia y los principios de regulación económica eficiente, las Administraciones públicas deberían guiarse por las recomendaciones de la CNMC para la contratación pública y las ayudas públicas, y en particular: la [Guía sobre contratación pública y competencia \(2011\)](#) y sus actualizaciones (por el momento, [La planificación de la contratación pública, 2021](#)) y los [Decálogos sobre regulación, contratación pública y ayudas públicas \(2021\)](#).

Ambas recomendaciones tienen un carácter complementario entre sí, siendo su aplicación conjunta la solución más adecuada para mitigar la falta de acceso al servicio de retirada de efectivo y fomentar la inclusión financiera de los colectivos vulnerables y las zonas rurales.

## 7. Conclusiones e impacto del Estudio de la CNMC

Tras la publicación del Estudio se han desarrollado diversas iniciativas en línea con las recomendaciones incluidas en el estudio de la CNMC. En particular, cabe destacar los siguientes hitos:

- En octubre de 2022 el sector bancario incluyó en su Hoja de Ruta para la ▷

Inclusión Financiera la introducción de soluciones de *cashback* y *cash-in-shop* en los municipios de menor tamaño. Las medidas recogidas en la hoja de ruta permitirán cubrir el 100% del territorio, al ofrecer un punto de acceso al efectivo en todos los municipios. Para los municipios sin punto de acceso presencial al efectivo y con más de 500 habitantes la solución es a través de oficinas bancarias, cajeros automáticos, oficinas móviles o agentes financieros. Y para los municipios de menos de 500 habitantes se incluye el servicio de *cash-in-shop* y *cashback*.

- También en línea con la recomendación de la CNMC, el 16 de diciembre de 2022, el Grupo Parlamentario Ciudadanos presentó una proposición no de ley sobre el impulso del *cashback* para facilitar el acceso al dinero en efectivo (BOCG de 16 de diciembre de 2022). La proposición no de ley insta al Gobierno a impulsar la implantación de la retirada de efectivo en comercios (*cashback* o *cash-in-shop*) y, a tal efecto, presentar una reforma del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera, con el fin de darle una adecuada cobertura legal y facilitar el acceso al dinero en efectivo. La propuesta señala que una regulación expresa de estos servicios es necesaria, ya que desde el punto de vista regulatorio no existe una regulación concreta, teniéndose que apoyar los operadores en excepciones a la Ley de Servicios de Pago. Un marco normativo específico podría dar una mayor seguridad jurídica y facilitar una mayor implantación del servicio.

- Por último, en julio de 2022, el Grupo IFA, con más de 6.250 establecimientos en España, se asoció con Viafintech con el fin de facilitar el acceso al efectivo en establecimientos del Grupo MAS, Gadi-sa y Condis. El objetivo de esta iniciativa es introducir el servicio de *cashback* en más enseñanzas del Grupo IFA en el futuro.

Por tanto, aunque todavía no se ha generalizado el *cashback* y *cash-in-shop* como métodos habituales de acceso a efectivo, los pasos dados en los últimos meses apuntan a que estas fórmulas podrían desarrollarse y, así, ayudar a paliar los problemas de acceso a efectivo y exclusión financiera que amenazan cada vez a más poblaciones rurales.

## Bibliografía

- Arqué, G., & Montoriol, J. (2016). El sector bancario después de la crisis: ¿más robusto y estable? *Informe Mensual. La Caixa*, (400), 36-37. <https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2016/09/5606036-37%2BDossier-s%2B3%2BCAST.pdf>
- Banco Central Europeo. (2022). *Dictamen del Banco Central Europeo de 15 de marzo de 2022 sobre las limitaciones a los pagos en efectivo (CON/2022/9)*. EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022AB0009>
- Banco de España. (2021). *Encuesta nacional sobre el uso del efectivo. Resultados 2020*. [https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/BilletesYMonedas/Estudios\\_e\\_informes/Encuesta\\_Nacional\\_Efectivo/21-07-09\\_Encuesta\\_Nacional\\_del\\_efectivo.\\_Resultados\\_2020\\_VD\\_accessible.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/BilletesYMonedas/Estudios_e_informes/Encuesta_Nacional_Efectivo/21-07-09_Encuesta_Nacional_del_efectivo._Resultados_2020_VD_accessible.pdf)
- Banco de España. (2022). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2022*. <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/> ▷

- [InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/22/IEF\\_Primavera2022.pdf](https://www.boe.es/boletines/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/22/IEF_Primavera2022.pdf)
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2011). *Guía sobre contratación pública y competencia*. [https://www.cnmc.es/sites/default/files/1185702\\_10.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/1185702_10.pdf)
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2016). *Informe de la CNMC sobre las comisiones por la retirada de efectivo en los cajeros automáticos*. <https://www.cnmc.es/novedades/2016-07-19-la-cnmc-publica-el-informe-sobre-las-comisiones-por-la-retirada-de-efectivo-en>
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2018). *Informe de la CNMC sobre las comisiones por la retirada de efectivo en los cajeros automáticos*. [https://www.cnmc.es/sites/default/files/2249638\\_13.pdf](https://www.cnmc.es/sites/default/files/2249638_13.pdf)
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2021a). *Guía sobre planificación de la contratación*. <https://www.cnmc.es/guia-contratacion-publica-competencia-planificacion>
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2021b). *Recomendaciones a los poderes públicos para fomentar la competencia como motor de la recuperación económica*. <https://www.cnmc.es/guia-recomendaciones-poderes-publicos>
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. (2022). *Estudio sobre el servicio de retirada de efectivo a través de cajeros automáticos*. E/CNMC/003/21. <https://www.cnmc.es/sites/default/files/4215971.pdf>
- de Groen, W. P., Kilhoffer, Z., & Musmeci, R. (2018). *The Future of EU ATM Markets. Impacts of Digitalisation and pricing policies on business models*. CEPS Research Report, October 2018. [http://aei.pitt.edu/94532/1/20181005\\_FutureofATM\\_0.pdf](http://aei.pitt.edu/94532/1/20181005_FutureofATM_0.pdf)
- Euro Retail Payments Board. (2021). *Report of the ERPB Working Group on Access and Acceptance of Cash*. ERPB WG CASH 068-2021. [https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/erpb/shared/pdf/16th-ERPB-meeting/Report\\_from\\_the\\_ERPB\\_working\\_group\\_on\\_access\\_to\\_and\\_acceptance\\_of\\_cash.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/erpb/shared/pdf/16th-ERPB-meeting/Report_from_the_ERPB_working_group_on_access_to_and_acceptance_of_cash.pdf)
- European Central Bank. (2020). *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.spacereport202012~bb2038bbb6.en.pdf>
- European Commission. (2020). *Study on the Application of the Interchange Fee Regulation*. <https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0120161enn.pdf>
- Ferrando Giménez, L., & Posada Restrepo, D. (2022). Uso del efectivo y de otros medios de pago: ¿cómo está cambiando la forma en que pagamos? *Boletín Económico/Banco de España [Artículos]*, 2023/T1, 01. <https://doi.org/10.53479/24994>
- Gorjón Rivas, S. (2007). Las tarjetas de pago ante el proyecto SEPA: Algunas reflexiones. *Revista de Estabilidad Financiera*, (12), 75-92. Banco de España. [https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/03\\_Tarjetas\\_SEPA.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/03_Tarjetas_SEPA.pdf)
- Jiménez Gonzalo, C., & Tejero Sala, H. (2018). Cierre de oficinas bancarias y acceso al efectivo en España. *Revista de Estabilidad Financiera*, (34), 35-57. Banco de España. [https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/11235/1/Articulo\\_Jimenez\\_Tejero.pdf](https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/11235/1/Articulo_Jimenez_Tejero.pdf)
- Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014. *Boletín Oficial del Estado*, n.º 272, de 9 de noviembre de 2017. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2017-12902>
- Proposición no de ley presentada por el Grupo Parlamentario Ciudadanos sobre el impulso del «cashback» para facilitar el acceso al dinero en efectivo. *Boletín Oficial de las Cortes Generales*, n.º 546, de 16 de diciembre de 2022. [https://www.congreso.es/public\\_oficiales/L14/CONG/BOCG/D/BOCG-14-D-546.PDF](https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/D/BOCG-14-D-546.PDF)

Sergio Escobedo Carrillo y Raquel Tárrega López

Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera. *Boletín Oficial del Estado*, n.º 284, de 24 de noviembre de 2018, pp. 114474 a 114568. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2018-16036>

## Página web

European Central Bank. Payments and markets glossary. <https://www.ecb.europa.eu/services/glossary/html/act7c.en.html>



Prosper Lamothe Fernández\*

Eduardo García Argüelles\*\*

## LA RENTABILIDAD DEL *PRIVATE EQUITY*

El PE (*private equity*) posee características únicas, que incluyen el tiempo y el tamaño irregulares de los flujos de caja. Ello hace que la medición de las rentabilidades no sea sencilla y pueda implicar problemas a la hora de comparar con otros activos. A medida que el mercado madura, las formas de cálculo más sofisticadas podrían convertirse en estándar.

El mercado de PE se caracteriza por una amplia volatilidad de retornos en lo que se refiere a gestoras y fondos. Por ello, sería crucial realizar una buena selección con el fin de maximizar el diferencial frente a los mercados cotizados.

**Palabras clave:** *private equity*, TIR, MTIR, MOIC, PME, curva J.

**Clasificación JEL:** C58, C52, G17, O12, O16.

### 1. Introducción

Las inversiones tradicionales se complementan con el *private equity* (PE). Este último permite mejorar el binomio rentabilidad-riesgo y aporta, simultáneamente, diversificación al patrimonio del inversor. Es por ello que el PE forma parte del abanico de inversiones de algunos inversores institucionales como fondos soberanos, aseguradoras, fundaciones o fondos de pensiones, entre otros. Adicionalmente, esta tipología de inversión empieza a formar parte de los *portfolios* de inversores minoristas pequeños y medianos.

Se dan cuatro particularidades en el PE por las cuales este se fue incluyendo cada vez más en las carteras de los inversores: (i) descorrelación frente a otros activos financieros, (ii) aporte de diversificación, (iii) su vínculo con la economía real y (iv) los mayores retornos esperados. No obstante, mencionar que se trata de un activo complejo que debe ser entendido antes de que forme parte de los *portfolios* de los inversores.

Algunos elementos que son necesarios conocer previamente se corresponden con el análisis de sus retornos y los métodos de valoración aplicados. Y es que se trata de una inversión de horizonte temporal largo y con escasa liquidez. A la vez, es importante conocer las dinámicas globales de este sector que está dominado por altos patrimonios e inversores institucionales. También de las tendencias que ▷

\* Universidad Autónoma de Madrid.

\*\* Universidad Autónoma de Madrid & Santander Asset Management.

Versión de abril de 2023.

<https://doi.org/10.32796/bice.2023.3158.7588>

rigen a los mercados primarios y secundarios del mismo.

Es necesario conocer los tipos y opciones de inversión idóneas para cada perfil inversor: inversión en empresas consolidadas (PE), en crecimiento (VC, Growth)..., o a través de fondos de fondos que aportan una alta diversificación. Otros parámetros que el inversor debe considerar tienen que ver con la calibración de este tipo de activo en el conjunto de la cartera junto con el horizonte temporal de inversión, teniendo en cuenta que son inversiones a medio/largo plazo. Por tanto, se debe proceder al cálculo de la exposición, a la valoración frente al patrimonio restante en función del riesgo y, finalmente, a sopesar sus requerimientos de liquidez.

A continuación, en la Tabla 1, se exponen algunos beneficios del *private equity* para ser tenidos en cuenta por potenciales inversiones.

## 2. Estrategias de inversión del PE en función del estadio de las compañías subyacentes de sus *portfolios*

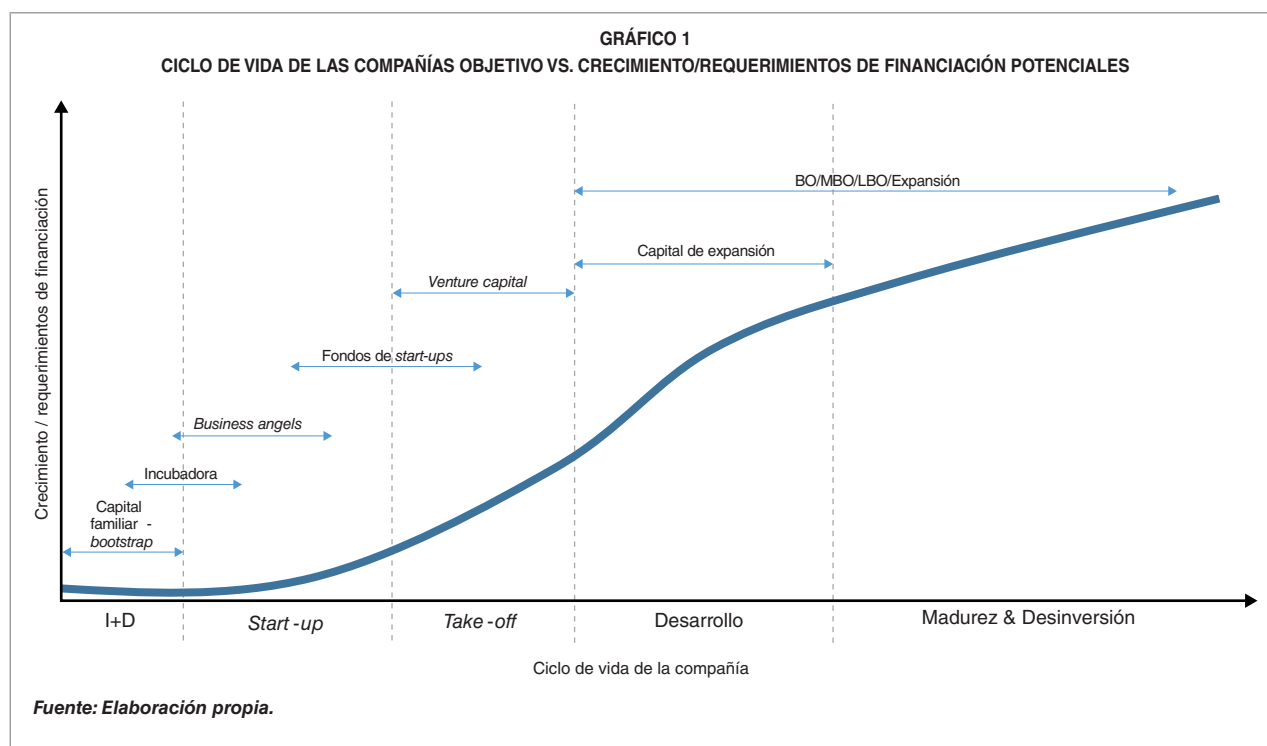
Existen diferentes estrategias de inversión en función de las características de la compañía y

del riesgo que se está dispuesto a asumir por parte del inversor. Los distintos tipos de fondos de PE están marcados por sus estrategias de inversión, que a su vez vienen determinadas por la fase en la que se encuentran sus compañías objetivo:

- *Buy-out* (BO). Fondos que compran posiciones mayoritarias a accionistas existentes de compañías consolidadas con beneficios y flujos de caja relativamente predecibles. Operaciones normalmente estructuradas mediante el uso de una combinación de capital y deuda (en este último caso se habla de LBOs, o lo que es lo mismo *leveraged buy-outs*). Es de gran importancia el alineamiento de intereses con el equipo directivo para la implementación del plan de negocio en un plazo aproximado de cuatro a siete años hasta la venta de la compañía.
- *Growth*/desarrollo. Fondos que adquieren participaciones, generalmente minoritarias, en empresas con potencial de crecimiento elevado y que buscan a su vez capital para acometer planes de expansión que las lleven a convertirse en empresas maduras/consolidadas en ▷

TABLA 1  
BENEFICIOS DEL *PRIVATE EQUITY*

<b>Atractiva rentabilidad</b>	El PE generó consistentemente unos retornos atractivos a medio y largo plazo; significativamente <b>superiores</b> a los de la mayor parte de activos financieros.
<b>Baja correlación a largo plazo con los mercados públicos</b>	La búsqueda de retornos <b>absolutos</b> reduce significativamente la correlación respecto a la evolución del mercado de valores.
<b>Mejora del perfil de riesgo / retorno</b>	La atractiva rentabilidad y baja correlación a largo plazo con los mercados de valores <b>mejora el perfil de rentabilidad / riesgo</b> de las carteras.
<b>Aporta diversificación a la cartera</b>	El PE permite una exposición al capital de las empresas <b>más amplia</b> que la accesible a través de mercados cotizados en términos de regiones, sectores, tamaños de empresa,...
<b>Gestión activa de las carteras y empresas subyacentes</b>	La inversión en PE supone la participación activa en la <b>gestión de las empresas</b> , tomando decisiones que generen valor a tiempo real (gestión de gasto, control de inversiones, cambios de equipo gestor,...).
<b>Alineamiento de intereses entre inversores y gestores</b>	Sus <b>retribuciones</b> están <b>ligadas al retorno</b> ( <i>cash on cash</i> ) obtenido por los accionistas. En muchos casos los equipos gestores toman participaciones en las empresas participadas por el fondo de PE.
<i>Fuente: Elaboración propia.</i>	



un plazo de cuatro a siete años. Operaciones normalmente estructuradas a través de una ampliación de capital o una combinación de ampliación de capital y compra parcial a accionistas existentes. Por lo general, en este tipo de operaciones no interviene la deuda.

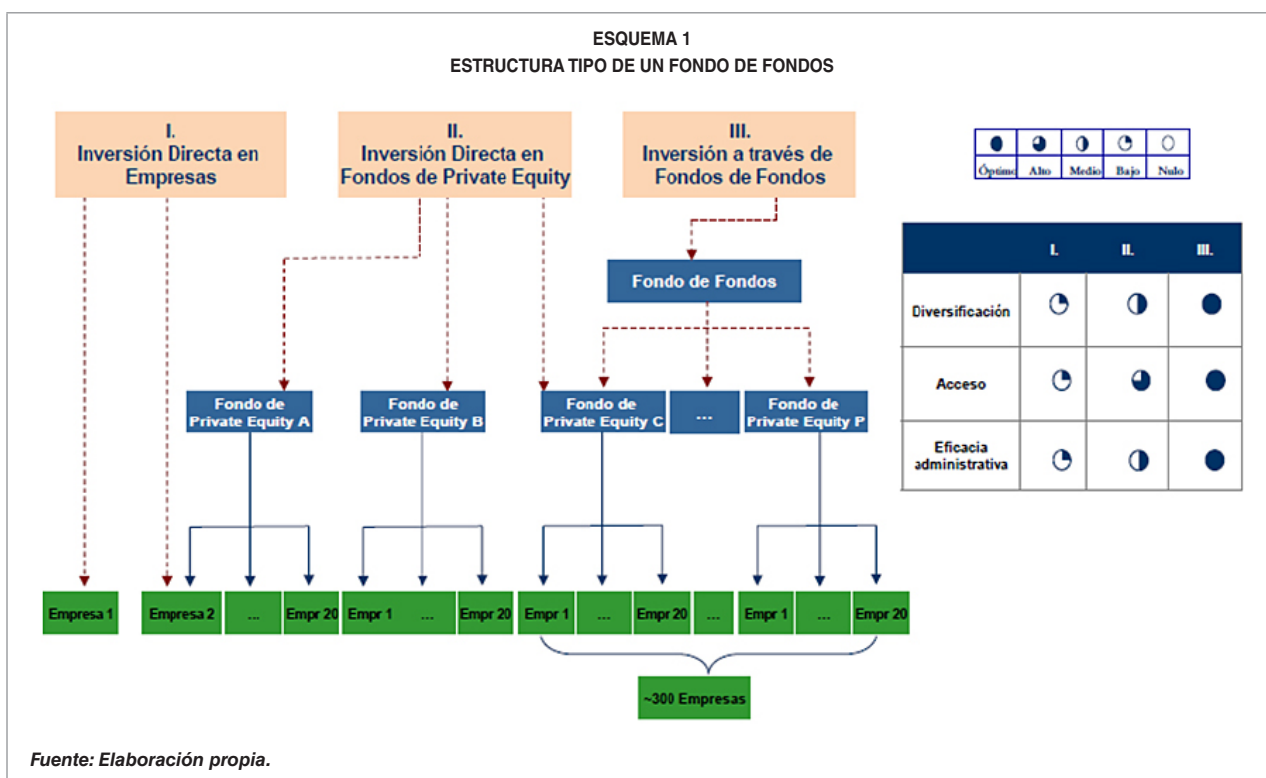
- *Venture capital* (VC). Fondos que invierten en empresas en etapas tempranas. Se busca el desarrollo e implementación de nuevos proyectos empresariales y/o nuevas tecnologías para llevar a la compañía a la generación de beneficios. Operaciones normalmente estructuradas a través de una ampliación de capital y sin sustitución de accionistas.
- *Distress/situaciones especiales*. Fondos que invierten en empresas que atraviesan dificultades operativas o financieras; bien sea por registrar cuentas de resultados con pérdidas o con márgenes decrecientes, y/o por estar en situación de

incumplimiento de sus obligaciones financieras debido al excesivo apalancamiento de sus balances.

- *Mezzanine* (deuda subordinada, esta categoría ya no forma parte del PE, sino que es otro tipo de activo alternativo). Fondo caracterizado por la inversión en tramos de la estructura financiera (en algún lugar entre deuda senior y el *equity*) en compañías maduras con elevada capacidad de expansión y crecimiento. Normalmente los fondos de *mezzanine* coinvierten en operaciones en las que el capital es suscrito por fondos de *buy-out*.

En el Gráfico 1 se aprecian las tipologías de las compañías antes expuestas.

La inversión en PE puede articularse, por lo general, de forma directa, a través de fondos especializados o mediante fondos de fondos (Esquema 1). Es posible tomar posiciones ▷



en distintas fases de las compañías, como se vio con anterioridad en este mismo epígrafe. Tanto si se invierte en una fase como en otra, podrían emplearse distintas estrategias. De hecho, la combinación de estrategias y empresas en los *portfolios* en distintas fases de vida fomentará la diversificación de la cartera y mejorará el binomio rentabilidad-riesgo.

En el caso del VC, su inversión se da en compañías con mortandad alta, teniendo en cuenta la fase poco madura de estas. Existen distintas subcategorías dentro del VC en función del estadio de la empresa en la que invierte: semilla y arranque (*seed capital* y *start-up*, respectivamente), junto con otras fases de desarrollo temprano, de acuerdo con SpainCap (Asociación Venture Capital y Private Equity). Por otro lado, el PE posee cuatro subcategorías: capital de sustitución (*replacement/BO*), capital de expansión (*growth*), capital de reestructuración (*turnound*) y

operaciones apalancadas (LBOs). Una vez que las compañías se encuentran en un ciclo más maduro, la mortandad de estas se ve reducida, y la estrategia de los gestores suele implicar la internacionalización y expansión del negocio.

En la Tabla 2 se muestra un resumen que mezcla etapas de empresas objetivo del PE con diferentes estrategias de inversión y sus principales características. Se acompaña de un gráfico (Gráfico 2) de burbujas en el cual se representa el tamaño de la inversión frente a la TIR neta media y su desviación típica medias como media esta última del riesgo.

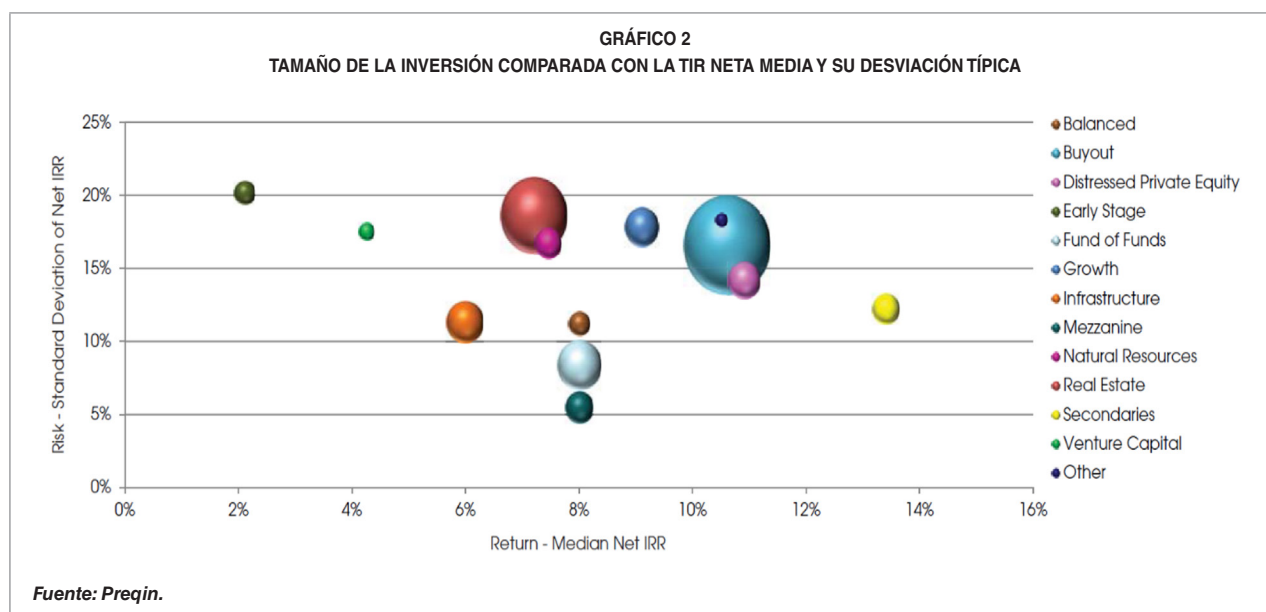
### 3. Un paso más en la evolución del mix de inversión de los *portfolios*

Las tendencias globales están sirviendo como soporte para incluir el PE como parte ▷

TABLA 2  
CARACTERÍSTICAS SEGÚN TIPO DE INVERSIÓN EN PE

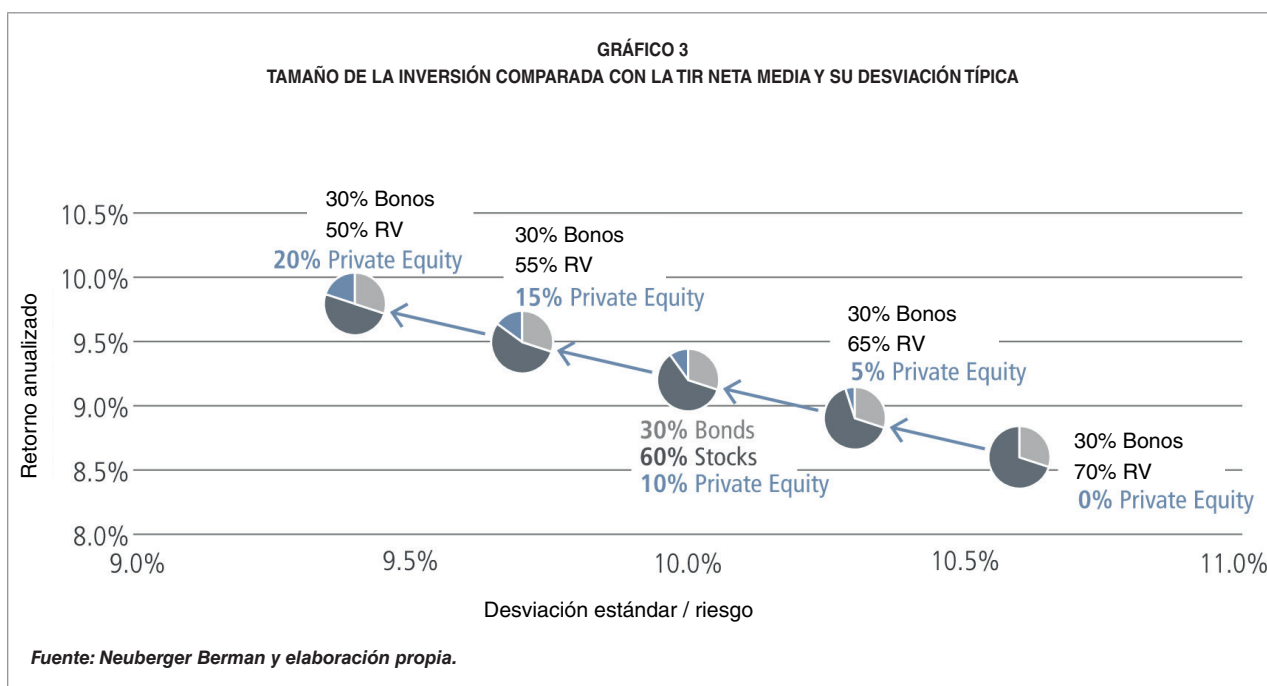
	Semilla & Arranque	Expansión	BO/MBOs/LBOs/ MBIs*
<b>Dimensión</b>	Pequeña	Mediana/grande	Grande
<b>Características</b>	Alto potencial de crecimiento orgánico, desarrollo de producto y tecnológico	Alto crecimiento: ✓ Mercados ya existentes ✓ Nuevos proyectos ✓ Adquisiciones concretas	Típicamente empresas familiares consolidadas, filiales de grupos industriales en sectores de actividad estables, rentables y con CFs recurrentes
<b>Objeto de financiación</b>	I+D, instalaciones, circulante, ...	Crecimiento orgánico (capacidad adicional) mediante adquisiciones	Cambio accionarial o de estructura financiera, relevo generacional
<b>Proveedor de la financiación</b>	Gestoras de <i>venture capital</i> especializadas	Sociedades de capital de desarrollo tradicionales	Sociedades de capital de desarrollo especializadas en BO/LBO/MBO/MBI
<b>Acceso a otra financiación</b>	Financiación bancaria con garantías, <i>business angels</i>	Socio financiero o industrial, financiación bancaria para circulante	Financiación bancaria
<b>Nivel de riesgo</b>	Alto	Medio	Medio
<b>Tipo de riesgo</b>	Todo	Negocio	Financiero
<b>Localización de los proyectos</b>	Universidades, centros de incubación/ I+D	Empresas e industria	

\* Buy-Out/Management Buy-out/Leverage Buy-out/Management Buy-in.  
Fuente: *Elaboración propia.*



de carteras diversificadas en el largo plazo. El PE fue, durante muchos años, un nicho dentro de un universo de inversión dominado por inversores institucionales e individuos con altas rentas. Hoy en día, en cambio, se observan tendencias que están incrementando la visibilidad de esta clase de activos y reforzando la tesis de su inclusión en los *portfolios* de todo tipo de inversores.

Y es que los gestores de activos tienden a incorporar en cada vez mayor medida el PE en sus *portfolios* con el fin de armonizar el binomio rentabilidad-riesgo (Gráfico 3). Incluir el PE en carteras con otras tipologías de activos como renta variable (RV) o bonos puede reducir significativamente la desviación estándar o riesgo para el inversor y, en paralelo, incrementar los retornos esperados como se describe en el Gráfico 3. ▷



#### 4. Tres tipos posibles de inversión en PE

La inversión directa en PE implica la toma de una participación en una empresa. Esto no suele proveer de la suficiente diversificación a un solo inversor y, además, por lo general implica una alta inversión. Con el fin de solventar estos dos problemas se crearon los fondos de PE. Estos agrupan los compromisos de distintos inversores o LPs (*limited partners*) para la adquisición conjunta de participaciones en compañías.

La inversión en fondos de PE o VC se limita a los inversores institucionales, cualificados o profesionales; especialmente a consecuencia de los elevados compromisos requeridos. No obstante, los clientes minoristas pueden participar indirectamente invirtiendo en fondos de fondos con un cierto importe mínimo de compromisos.

Estos tres tipos de inversión se representan en la Tabla 3.

#### 5. Funcionamiento de un fondo de PE en términos de flujos de caja

De cara al análisis de *cash flows* (CFs) brutos de un fondo de PE (ejemplo mostrado en el Gráfico 8), que no tienen en cuenta comisiones de gestión entre otras, existen dos periodos en su vida útil:

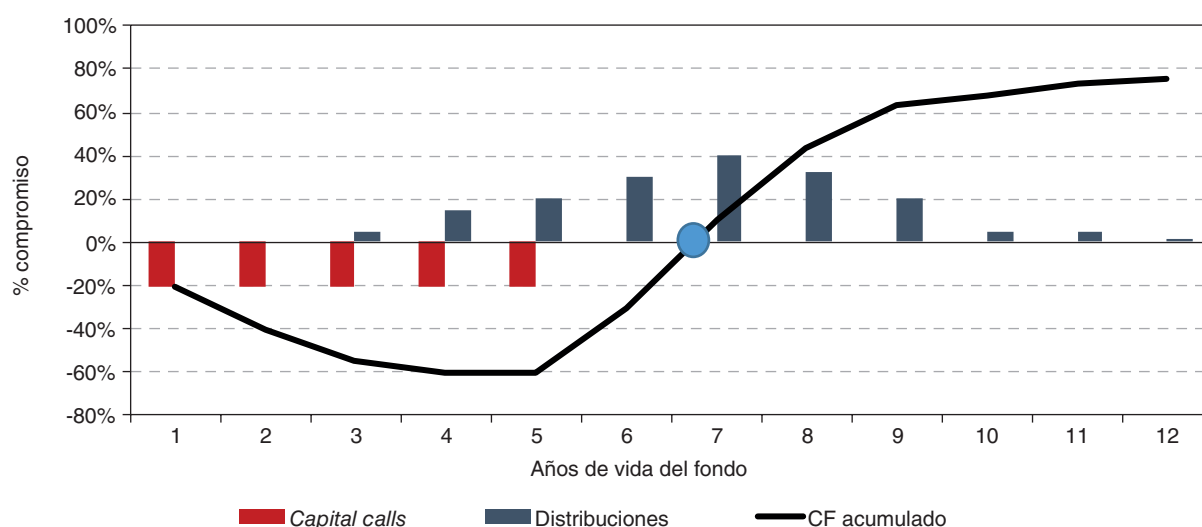
1. Periodo de inversión. El gestor solicita a los inversores desembolsos según va encontrando compañías donde invertir (cuatro-cinco años aproximadamente). Desde un punto de vista del inversor, estos CFs (color rojo en el Gráfico 4) son negativos y, en consecuencia, repercuten negativamente en la rentabilidad en forma de TIR de su inversión.
2. Periodo de desinversión. Una vez se invirtió en cada una de las compañías subyacentes del *portfolio*, se implementan las medidas correspondientes y ▷

**TABLA 3**  
**TIPOS DE INVERSIÓN EN PE**

Inversión directa	Fondos de capital privado	Fondos de fondos de capital privado
Implica una posición abierta en una empresa por parte de un inversor individual.	Aspiran a un control sustancial o incluso a la propiedad de la empresa.	Inversión en un número reducido de fondos de capital privado individuales.
Esto posiblemente no sea viable o interesante para un inversor individual debido al alto esfuerzo inversor relacionado con la transacción y al conocimiento técnico especializado que se requiere. Además también existe un riesgo de impago.	Reúnen capital de los inversores y lo invierten en un número reducido de empresas (entre 10 y 20).	Esto permite diversificar los riesgos entre un mayor número de empresas, sectores y países.
	Se optimiza el valor/la rentabilidad de la empresas mediante su reestructuración y/o mejoras organizativas y/o adición de otras empresas al perímetro de consolidación.	
	Aunque se pueden obtener dividendos durante la tenencia de los títulos, la rentabilidad se obtiene mediante posterior desinversión de la empresa objetivo en OPV, venta a socio estratégico, ...	

Fuente: Elaboración propia.

**GRÁFICO 4**  
**CASH FLOWS TÍPICOS DE UN FONDO DE PE**



Fuente: Elaboración propia.

se desinvierte en un determinado plazo, que suele ser superior a cuatro años, con el fin de obtener plusvalías. Estos flujos (color azul en el Gráfico 4) son entrantes desde el punto de vista del inversor.

El objetivo es que los flujos producidos por las distribuciones de capital superen a aquellos aportados de acuerdo al compromiso realizado en los instantes iniciales de vida del fondo. La acumulación de los flujos de caja netos (distribuciones, llamadas de capital) se representan ▷

**TABLA 4**  
**CUESTIONES A TENER EN CUENTA A LA HORA DE INVERTIR EN PE**

<b>Elevada dispersión de retornos</b>	Mayor dispersión de retornos entre los mejores y peores gestores que en otros activos financieros.
<b>Consistencia en las rentabilidades</b>	Elevada consistencia de los mejores gestores: aproximadamente dos tercios de los gestores <i>top quarter</i> en un determinado fondo obtiene rentabilidades superiores a la media del sector en su siguiente fondo.
<b>Importancia clave del proceso de selección</b>	Extenso universo de gestores a nivel mundial (> 3.500) lo cual unido a la elevada dispersión de retornos de éstos hace que el proceso de selección sea clave para la obtención de una atractiva rentabilidad.
<b>Difícil acceso a los mejores fondos</b>	Significativa sobredemanda para los mejores fondos con importes mínimos de inversión por fondo de elevada cuantía.
<b>Complejidad del análisis y seguimiento</b>	La información disponible no es pública ni homogénea, por lo tanto se requieren importantes recursos y un alto nivel de especialización.
<b>Producto con reducida liquidez</b>	Si bien existe un «mercado secundario» para la venta de participaciones, no hay garantía de liquidez inmediata como es el caso de los mercados cotizados.
<b>Inversión a largo plazo «Curva J»</b>	Típicamente las plusvalías se materializan después de 4/7 años pero la valoración tiende a estar por debajo de coste durante los primeros años dada la falta de desinversiones y el impacto de las comisiones y gastos.

*Fuente: Elaboración propia.*

en el Gráfico 4 con una curva en forma de J, dando lugar a la curva de ese mismo nombre. El *break-even* se produce, en el ejemplo del gráfico, en el año 7. El CF acumulado fue negativo en los años anteriores.

## 6. Consideraciones sobre la inversión en PE

Como se mencionó con anterioridad, el fin último de la gestora de PE es maximizar los beneficios. Para ello entra en compañías y acelera su desarrollo y expansión dependiendo de en qué fase se encuentren. El siguiente paso pasa por desinvertir y rentabilizar su inversión. En consecuencia, a la hora de invertir en PE es necesario tener en mente las siguientes cuestiones (Tabla 4).

Existe una amplia variedad de factores a considerar cuando se explora el PE. Primeramente la iliquidez. Puede llevar tiempo a los inversores en PE identificar inversiones atractivas para luego formular y ejecutar la tesis de inversión. En cambio, en los mercados públicos

los inversores pueden comprar y vender con regularidad sus acciones, bonos... Sin embargo, el PE posee periodos de *lock-up* que pueden durar años. Vale la pena señalar que el crecimiento del mercado secundario en PE está haciendo que la clase de activos sea más líquida, pues proporciona liquidez antes de que se eliminen los *lock-ups*.

Una de las claves de la gestión del PE pasa por planificar detalladamente las posibles rutas de salida de las compañías que forman parte de los *portfolios* de las firmas. Y es que lo que realmente importa en el PE es la desinversión. Es necesario no perder de vista factores muy determinantes a la hora de adquirir negocios como es el caso de las valoraciones elevadas o la asunción de demasiado endeudamiento. En el caso de sobrepagar, será complicado para la gestora alcanzar los retornos exigidos por los inversores. Por último, enfatizar que no todas las compañías son idóneas para esta tipología de inversiones.

En el horizonte temporal, los *lock-ups* y la diferente naturaleza de las oportunidades de inversión tendieron a resultar en atractivos ▷



retornos y aparentemente baja correlación del PE frente a los activos tradicionales. A pesar de dichos beneficios, sin embargo, el PE continuó con un bajo peso en *portfolios* diversificados. Por ejemplo, un *portfolio* moderado/agresivo tendrá un posicionamiento objetivo en PE de aproximadamente el 10%. Adicionalmente, es importante tener en cuenta los requerimientos de elegibilidad, riesgos y características a la hora de posicionar a los inversores en el PE de manera apropiada respecto a sus *portfolios*.

La elección de gestoras y fondos en los que invertir es clave en el mundo del PE debido a la dispersión de los retornos que existe. Resulta complicado acceder a las mejores gestoras por retornos e imagen de la firma, dada la sobre demanda de sus fondos y los amplios contactos e influencias necesarias. Puede afirmarse con esto que es esencial el proceso de análisis para la selección de los distintos fondos de GPs (*general partners* o gestoras) que compongan el *portfolio* de inversiones de los LPs o los propios fondos de fondos (FdF).

Cada GP o fondo reporta información no pública de manera distinta, siendo esta heterogénea entre distintas gestoras. Adicionalmente, parte de esta información tiene que ver con compañías subyacentes de los *portfolios* que pertenecen a distintos sectores y que pueden requerir un alto grado de especialización para su análisis. Es por ello que esta tipología de activos no es apta para inversores particulares no cualificados.

## 7. Midiendo la rentabilidad de un fondo de PE

La rentabilidad de un fondo de PE puede cuantificarse a través de la tasa interna de retorno (TIR en español o IRR en inglés) y el múltiplo de capital (MOIC o MoM en inglés), que

representa la rentabilidad del capital invertido. La rentabilidad final del fondo quedará fijada una vez que este desinvierta todas sus posiciones y devuelva la totalidad del capital a sus LPs.

Gracias a estos dos parámetros, TIR y MOIC, es posible categorizar el fondo en función de los distintos cuartiles (cuatro divisiones del espectro total de fondos de su categoría, de modo que cada una represente el 25%), a poder ser entre sus más comparables con mismo *vintage*, temática, geografías... En cualquier caso, el alcance de la comparativa puede variar ciñéndose únicamente a los fondos españoles, por ejemplo.

La TIR se determina como la tasa de descuento que resulta al ser el VAN (valor actual neto de los flujos de caja) de una inversión o proyecto igual a cero. En el caso de tratarse de una TIR neta obtenida por los LPs en su inversión en PE a través de un determinado vehículo (fondo de capital riesgo —FCR—, sociedad de capital riesgo —SCR—, sociedad limitada —SL—, etc.), esta tiene en cuenta el efecto de las comisiones de gestión y *carried interest*.

De acuerdo con el informe *Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021* (SpainCap & EY, 2023), la rentabilidad media neta, a diciembre de 2021, de los fondos de capital de riesgo españoles con fecha de creación entre 2006 y 2019, fue del 11,2% (TIR neta), con un TVPI de 1,6x (RVPI y DPI de 0,8x y 0,8x, respectivamente).

Cabe mencionar que un punto débil de la TIR tiene que ver con la reinversión del capital distribuido a los LPs que fija que este se reinvertirá en toda la vida del fondo a la misma TIR que se generó en la primera desinversión o salida. En consecuencia, una TIR elevada (>30%) podría deberse a una salida brillante al principio de la vida del fondo de PE. Esta sobreestimaría la rentabilidad real, ya que es ▷

poco probable encontrar otras inversiones con TIR tan altas a lo largo de la vida del fondo. Por tanto, ello supone un incentivo para que los GPs desinvirtan agresivamente al principio del ciclo de vida del fondo con el fin de conseguir una TIR alta. Adicionalmente, otro inconveniente de la TIR es que no tiene en cuenta el coste para el LP que supone mantener el capital hasta que sea llamado por el propio GP.

No obstante, esta debilidad puede subsanarse mediante el uso de la TIR modificada (MTIR). Los flujos de caja positivos para los LPs se reinvierten con una rentabilidad esperada más realista (como las rentabilidades promedio de la clase de activos de PE o el índice de referencia del mercado público) y tiene en cuenta el coste del capital pendiente de aportar que compone el compromiso. Con todo, la rentabilidad proporcionada por la MTIR es más adecuada en casos en los que la primera desinversión se produce a una TIR sensiblemente más/menos elevada que el resto.

Se dan dos problemas. Por un lado, la variabilidad de criterios a la hora de agregar las TIR de las distintas inversiones dentro del propio fondo para llegar a su rentabilidad total. Ello hace que las comparaciones entre TIR de distintos fondos puedan llegar a ser complicadas. Por otro lado, no es posible comparar de modo directo las TIR con sus *benchmarks* cotizados y otras clases de activos, al tratarse de medidas absolutas.

Por otro lado, existen otras métricas que dan más visibilidad de cara a la rentabilidad de los fondos e incluso que los hacen comparables a *benchmarks* cotizados.

### 7.1. Múltiplos sobre capital

El múltiplo sobre capital invertido (MOIC) de un fondo de PE está representado por la ratio

*total value paid-in* (TVPI), que recoge el valor total del fondo (NAV + distribuciones) sobre el importe desembolsado. El TVPI engloba el valor residual sobre el capital aportado del fondo (RVPI, *residual value to paid-in*) y el importe distribuido sobre el capital aportado (DPI, *distributed paid-in*). Es decir:

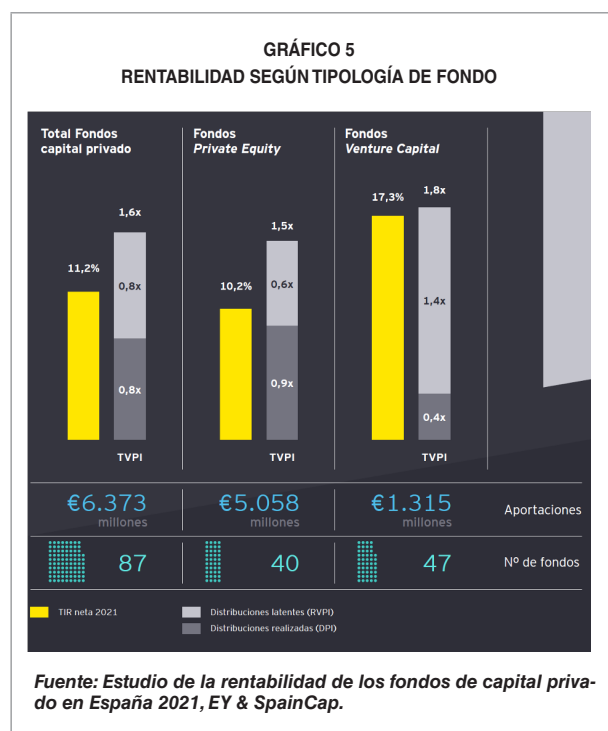
$$TVPI = RVPI + DPI.$$

Cuando se habla acerca de *paid-in* se refiere al importe total de capital pagado por el fondo en un momento dado. Este incluye comisiones, inversiones, otras transacciones...

El DPI hace referencia al capital devuelto a los inversores del fondo tras las desinversiones del mismo. Se divide la cantidad de capital devuelto a los LPs entre las llamadas de capital de un fondo a la fecha de valoración. El DPI refleja los retornos de capital generados por una inversión en el momento de la valoración. Es más elevado una vez que el fondo comienza a desinvertir; especialmente cuando finaliza la vida del mismo. Si el fondo no realizó *exits* totales o parciales, el DPI será cero.

En cuanto al RVPI o valor residual, representa el valor razonable de las inversiones que el fondo aún tiene en cartera midiéndose a través de su valor liquidativo (NAV, *net asset value* o *fair value* de la cartera). El RVPI es el *fair value* de la cartera dividido por el total de sus *capital calls* en la fecha de valoración. En consecuencia, se trata de la parte del fondo que no se realizó. Este parámetro es superior al principio de la vida del fondo cuando prácticamente no se llevaron a cabo desinversiones. A medida que el fondo envejece y se desinvierte, el RVPI disminuirá hasta cero.

A continuación, en el Gráfico 5, se muestra como ejemplo la rentabilidad segmentada expresada según los parámetros vistos con anterioridad en función de las tipologías de fondos de las gestoras españolas. ▷



## 8. Comparación del PE con carteras de acciones cotizadas

Existe cierta complejidad en la comparativa entre las rentabilidades de los fondos de PE y otras clases de activos más tradicionales. No obstante, los comités de inversiones de los LPs y otros inversores lo demandan. Las medidas de rentabilidad más empleadas por el PE (TIR y MOIC) no son directamente comparables con activos líquidos. La TIR tiene en cuenta el momento y el tamaño de los flujos de efectivo, mientras que los *benchmarks* de acciones públicas emplean medidas de rentabilidad ponderadas en el tiempo.

Cabe recalcar que los informes financieros de los fondos de PE, a diferencia de instrumentos cotizados o negociados, se basan en valoraciones provisionales de inversiones sin liquidez y que no cotizan (valores liquidativos de los fondos). Ello hace que no sea posible una valoración a precio de mercado. Es un desafío

obtener una exposición amplia parecida a un índice en el caso del PE frente a los mercados públicos.

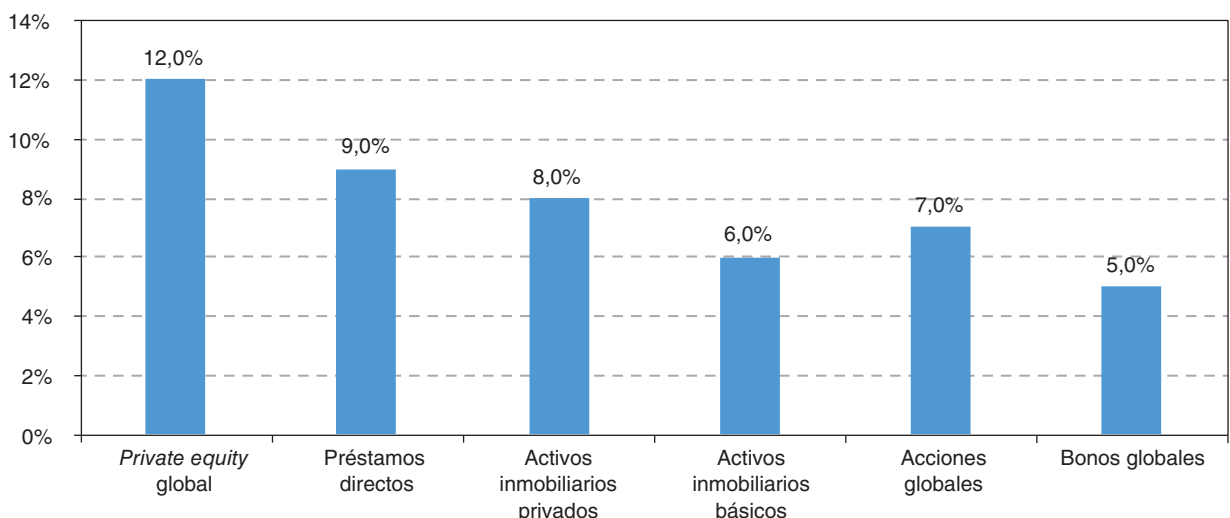
Para solucionar estos problemas se creó el equivalente de mercado público (PME en inglés). Se trata de una medida de índice de rentabilidad que tiene en cuenta el *timing* irregular de los flujos de caja en el PE. Mediante este parámetro, se compara una inversión en un fondo de PE con otra equivalente en un índice de referencia del mercado público, como, por ejemplo, podría ser el Euro-Stoxx 600. La selección del índice correcto es crucial, ya que debe generarse alfa. Empleando índices no del todo comparables, el resultado comparativo puede ser no significativo.

## 9. Rentabilidades superiores frente a activos cotizados

En su conjunto, el volumen y variedad de oportunidades se está incrementando, de modo que el PE cada vez está siendo un activo menos de nicho y ocupando una posición más central en los *portfolios*. Sin embargo, la mera expansión de la clase de activo no justifica su inclusión en los *portfolios* de los inversores particulares. El atractivo del PE es más tangible que esto, ya que esta clase de activos posee una historia en lo que respecta a sus rentabilidades superior a la de los activos tradicionales (Gráfico 6) con, simultáneamente, una amplia diversificación. No solamente se produjo una mayor rentabilidad del PE frente a empresas cotizadas, sino que la adición del PE a los *portfolios* produce un mayor retorno con menor riesgo.

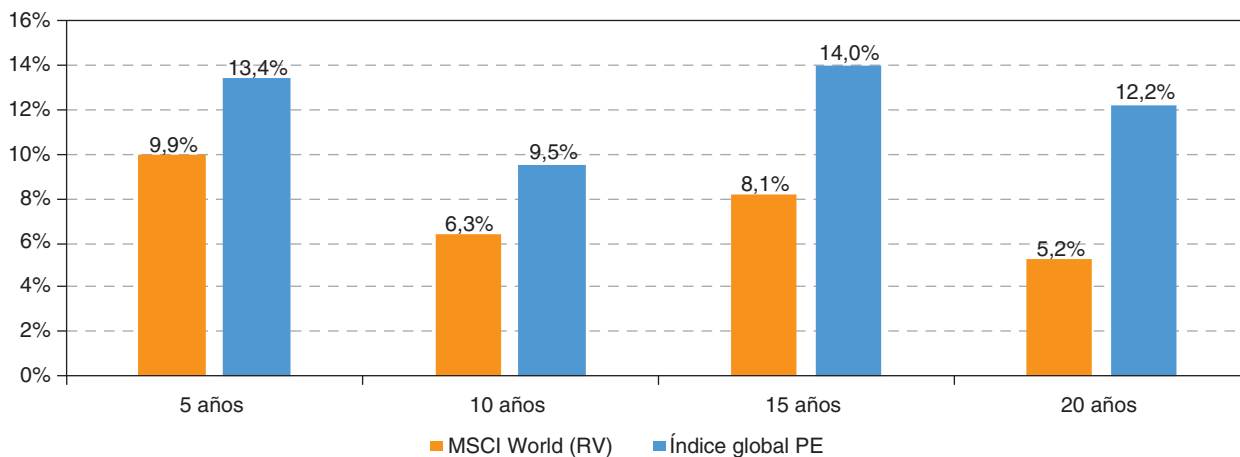
En el Gráfico 7 se muestra una comparativa entre el índice de referencia para la renta variable global (MSCI World) y el índice global de ▷

**GRÁFICO 6**  
**RENTABILIDADES HISTÓRICAS DE DISTINTAS CLASES DE ACTIVOS**



Fuente: Índice CAPE Global Private Equity, Índice Cliffwater Direct Lending, Índice Cambridge Real Estate, Índice Global Real Estate Fund, MSCI AC World, Barclays Global Aggregate. Los datos cubren el periodo desde el 01/01/2001 al 31/12/2020. Para CDLI y GREFI, enero 2004-2020.

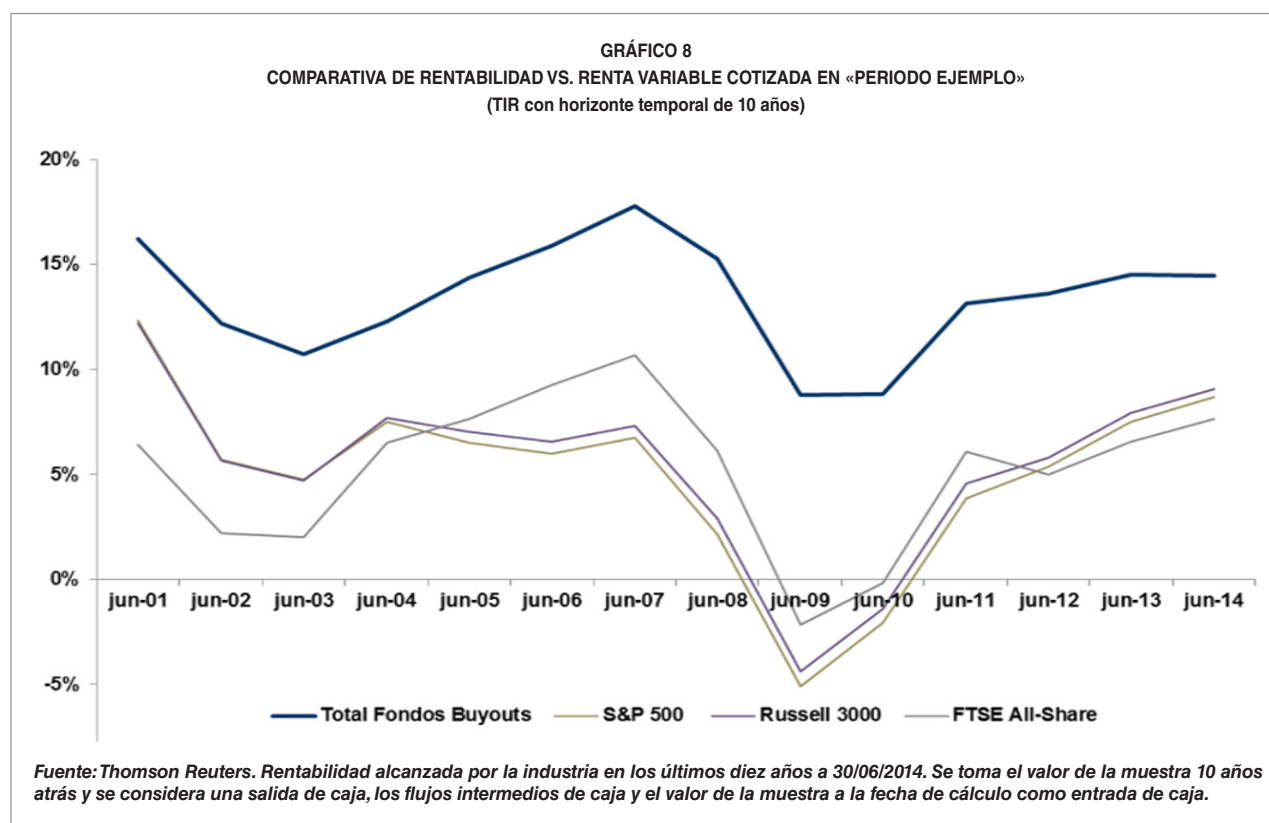
**GRÁFICO 7**  
**EL ATRACTIVO DEL PE. RETORNO Y MAYOR DIVERSIFICACIÓN**  
**RETORNO ANUALIZADO VS. RENTA VARIABLE TRADICIONAL**



Fuente: Cambridge Associate y NB. Índice MSCI vs. Global Private Equity Index a 30/06/2018 anualizado en periodos de 5, 10, 15 y 20 años. El retorno agregado incluye todos los CF y el NAV final en una muestra para calcular la rentabilidad final en USD.

PE de Cambridge Associates, compuesto por una muestra representativa del retorno histórico de 772 gestoras de fondos de PE y sus 2.568 fondos levantados con una capitalización conjunta de más de 3.154 millardos de USD. Como

se observa, el retorno anualizado del PE se mantuvo bastante estable entre el 9,5% y 14% en todos los periodos temporales analizados (5, 10, 15 y 20 años); mientras que el MSCI World se situó siempre por debajo con un mínimo ▷



en el periodo más amplio de 20 años del 5,2%, como se muestra en el citado gráfico.

En un periodo a modo de ejemplo, entre los años 2001 y 2014 (Gráfico 8) y con una crisis financiera de por medio, se concluye que, a la vista del gráfico, la rentabilidad del total de fondos de *buy-out* que componían la muestra examinada es superior a los principales índices de referencia graficados. El diferencial es especialmente elevado en los periodos de fuerte crisis como el que supuso la crisis *subprime* en 2008-2009. En consecuencia, es posible afirmar que, por lo general, el PE ofrece una mayor protección a los inversores en términos de rentabilidad en momentos bajos de ciclo.

Adicionalmente, cabe enfatizar que el PE presentó una menor volatilidad que los índices cotizados al observarse una menor variabilidad en sus retornos.

¿Cuáles son algunos de los factores que se encuentran detrás de estos resultados? A

*priori*, existen ventajas claves inherentes a la inversión en PE:

- Mayor información y control. Los gestores de PE generalmente tienen un acceso a la información más profundo y directo, y un control del *governance* más transparente. Por tanto, es más plausible la creación de valor vía estrategia y mejoras operacionales.
- Horizonte temporal más flexible. Los gestores de PE generalmente pasan meses originando y completando inversiones y pueden elegir entre distintas vías para la salida de la inversión: venta a inversor estratégico/industrial, a otro PE o a una OPV entre otras. La flexibilidad en el *timing* de entrada y salida de las posiciones puede proporcionar ventajas vs. gestores de valores cotizados.

- Oportunidades diferenciales. Las compañías de PE son muy diferentes de las grandes empresas cotizadas. Estas últimas deben hacer frente a las demandas de los accionistas en el corto plazo. Es sensiblemente más complicado para una firma inmersa en una industria cambiante o en un ciclo de crecimiento temprano dar respuesta a las demandas de los inversores que buscan crecimientos lineales de los resultados en el corto plazo. Adicionalmente, las compañías privadas no poseen comparables cotizados equivalentes.

Según el informe *Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021* (SpainCap & EY, 2023), cuya cobertura de gestoras de fondos fue del 45% (vehículos levantados desde 2006), la TIR neta 2006/21 y el TVPI 2021 del capital privado español fueron del 11,2% y 1,6x. Estos datos contrastan con los PME del IBEX 35 y del Euro-Stoxx 600 2006/20 (calculado usando método Long Nickels PME), que fueron inferiores: 3,3% y 8,2%, respectivamente.

## 10. Su iliquidez también supone una ventaja

La inversión en PE es idónea para los inversores que puedan comprometer capital durante más tiempo y tengan un plan para gestionar los riesgos que surjan de una menor liquidez. Mientras que la preferencia por la liquidez entre muchos inversores es comprensible, esta puede resultar a costa de unas rentabilidades más bajas a largo plazo.

Con una planificación cuidadosa se pueden gestionar los inconvenientes de la falta de

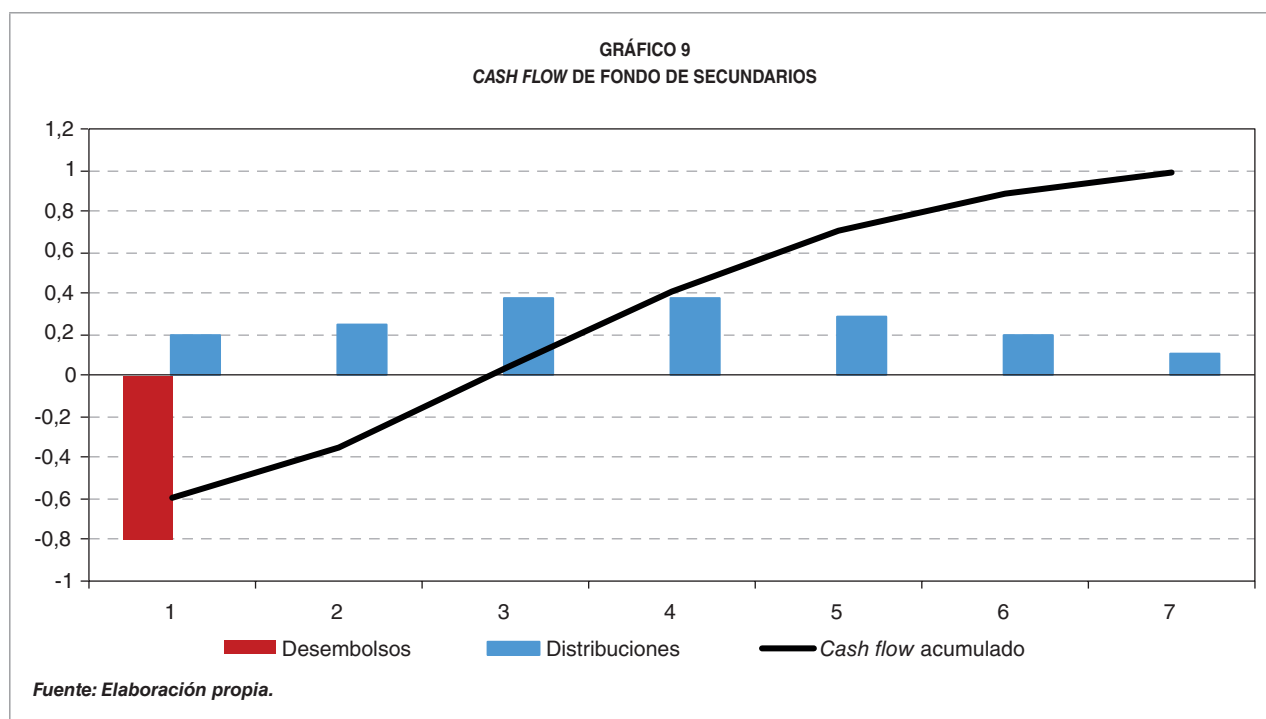
liquidez, por ejemplo, identificando las necesidades de liquidez de un inversor a corto, medio y largo plazo, y, a continuación, construyendo una cartera que satisfaga estos requisitos. La falta de liquidez también tiene ciertas ventajas, como evitar que los inversores vendan durante perturbaciones en los mercados, a la vez que permite a los gestores sacar partido de valoraciones atractivas durante tales periodos.

## 11. Posibilidad de inversión en secundarios como mitigante de la curva J

Con el fin de mitigar la curva J, limitando el periodo de tiempo inicial en el cual la inversión no recibe distribuciones, es posible recurrir a la compra de intereses de los LPs en mercado secundario. La ejecución de transacciones en mercado secundario se basa en la inversión a través de un compromiso ya existente en un fondo, a un inversor original o LP que busca la venta de su participación. El LP sustituye al vendedor en términos y condiciones idénticos, asumiendo el compromiso pendiente de desembolso. La mayor parte del desembolso se produce el primer año y el grueso de las distribuciones se recibe en los años 2 a 6, como se aprecia en el Gráfico 9.

## 12. Ventajas de la coinversión directa y fondos ligados a esta

La coinversión se da cuando los LPs adquieren una participación, por lo general minoritaria, a su propio nombre, en una empresa que forma parte del *portfolio* de inversión del fondo, generalmente con comisión nula o mínima. De tal modo, se realiza la compra de la ▷



empresa participada de manera complementaria a la de la participación en el fondo de PE.

En otras palabras, en la coinversión, los LPs, de modo directo y a su nombre, transfieren capital adicional con el fin de financiar la compra de una compañía determinada. Puede darse una intermediación con la gestora de PE que le presenta la oportunidad, pero no existe relación en términos financieros. Considerando un fondo X que ejecuta la adquisición de una compañía Y, se daría una coinversión en el caso de que un LP concreto Z comprara una participación minoritaria en W, que pertenecería al *portfolio* de X. De tal modo, los propietarios de W serían tanto el fondo X con una mayoría de control y el LP Z con una participación minoritaria.

Gracias a este mecanismo, los LPs pueden no verse expuestos a las comisiones del GP y, simultáneamente, participar de un modo más directo en la rentabilidad de la operación. Además, las tareas de análisis de la oportunidad de inversión por parte de los LPs serían más

livianas al haber ya un trabajo previo realizado por el GP.

Es obvio que la coinversión no beneficia al PE en absoluto, ya que podría tomar parte en la rentabilidad de la inversión minoritaria y cobrar comisiones, por ello, al LP. No obstante, la coinversión se emplea fundamentalmente para mantener una buena sintonía, hacer partícipe y mejorar las relaciones con los LPs que, en muchos casos, llevan realizando compromisos muchos años en los fondos de las firmas de PE. A continuación se muestran sus principales ventajas para los LPs y GPs (Tabla 5).

Los GPs se ven beneficiados al ofrecer coinversiones, ya que les permite tener acceso a una mayor cantidad de capital para invertir, que, muchas veces, suele ser el principal obstáculo con el que se encuentran. Asimismo, hacen que el fondo sea más atractivo para los inversores y les sirve como elemento diferenciador y punto de venta.

La necesidad de capital por parte de los GPs permite a los LPs tener un mayor poder ▷

TABLA 5  
VENTAJAS DE LA COINVERSIÓN PARA CADA PARTE IMPLICADA

LPs	GPs
Mayor rentabilidad y comisiones más bajas en comparación con la inversión en fondos de PE tradicionales; despliegue de capital a ritmo mucho más rápido	Menor exposición al riesgo de sus inversiones
Mayor flujo de información sobre oportunidades de inversión disponibles; acceso a una gama más amplia	Establecimiento de relaciones más sólidas con los LPs
Aprovechamiento del asesoramiento de los GPs con experiencia; posibilidad de iniciarse en la inversión directa	Obtención del acceso a capital adicional para sus inversiones
Mayor visibilidad en lo que respecta a la capacidad de aprovisionamiento de oportunidades de inversión de un GP y su habilidad operativa	Mayor atractivo del fondo para los inversores
Sobreponderación o no de la/s empresa/s que más se adecúe/n a su espectro de inversión	Preservación del capital para la siguiente operación

*Fuente: Elaboración propia.*

de negociación a la hora de pactar los términos y condiciones de la estructura de coinversión. Esto supone una clara ventaja para los LPs, que pueden conseguir una reducción de las comisiones, tanto de gestión (*management fee*) como de rentabilidad (*performance fee*), como requisito antes de aceptar un compromiso de coinversión. Y es que, precisamente, una tarifa de comisiones menor a la existente en los acuerdos habituales con fondos de PE supone una de las claves y motivaciones principales de los LPs para coinvertir.

En una inversión estándar con un fondo de PE, la comisión de gestión es un porcentaje fijo que oscila entre el 1% y el 2% del capital invertido por el LP, mientras que el *carried-interest* se sitúa en un 20% de las ganancias.

Las comisiones más bajas no son la única ventaja que la coinversión puede aportar a los LPs, puesto que trabajar directamente con GPs les permite tener un mayor conocimiento e información sobre las oportunidades de inversión disponibles, así como acceso a una gama más amplia de oportunidades y, de esta forma, seleccionar aquella que mejor se adapte a sus fines de inversión.

Otro punto a favor de la coinversión para los LPs son las consideraciones jurídicas que

requieren las estructuras de coinversión, basadas en documentos rectores muy similares a los del fondo principal de PE y que suponen un plus de transparencia en comparación con las inversiones tradicionales de PE.

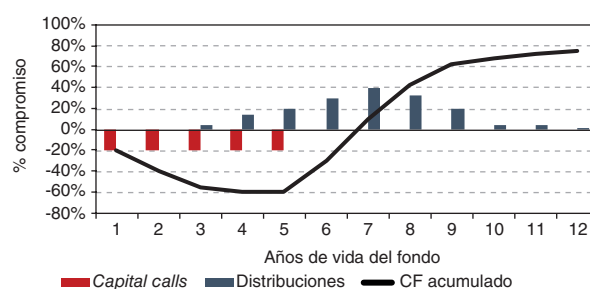
Finalmente, otra opción disponible son los fondos de coinversión. Estos suelen ser más eficientes que los fondos directos de PE por sus menores comisiones. Usualmente, surgen en el seno de una gran gestora con varias tipologías de fondos que puede permitirse crear uno específicamente para dicha tipología de inversiones al ofrecer coinversiones directas en las empresas subyacentes de sus fondos que, posteriormente, agrupa en un fondo concreto.

La estrategia de coinversión permite obtener superiores rentabilidades brutas (aunque depende de los *timings* de las inversiones y de los fondos en concreto) que las de un fondo de PE directo y con menor coste (comisión de gestión en torno al 1% vs. 2% tradicional; *carried-interest*, 10% vs. 20% usual). Como se observa en los gráficos siguientes, la mayor TIR de los fondos de coinversión viene explicada por dos factores: (i) menores comisiones y (ii) mayor aceleración en los *capital calls* (la adquisición directa de las empresas ▷

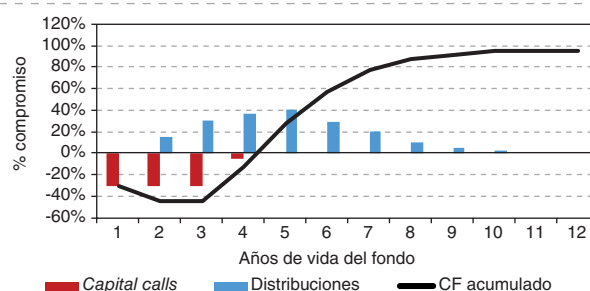


GRÁFICO 10  
CASH FLOW DE FONDO DE SECUNDARIOS

Fondo de PE directo genérico	Fee/carry	2%/20%
	Compañías	10-20
	GPs	Único
	Geografía	Depende, normalmente regional
	Industria	Multisector
	Periodo de inversión	5 años
	Tamaño compañía (EV)	Único segmento



Fondo de coconversiones genérico	Fee/carry	1%/10%
	Compañías	30-40
	GPs	10-20
	Geografía	Multipaís
	Industria	Multisector
	Periodo de inversión	4 años
	Tamaño compañía (EV)	Multisegmento



Fuente: Elaboración propia.

requiere un elevado *capital call* al comienzo), y, por consiguiente, recepción de las distribuciones más acelerada.

En el Gráfico 10 se ofrece una comparativa entre tipos de fondos.

### 13. Conclusiones

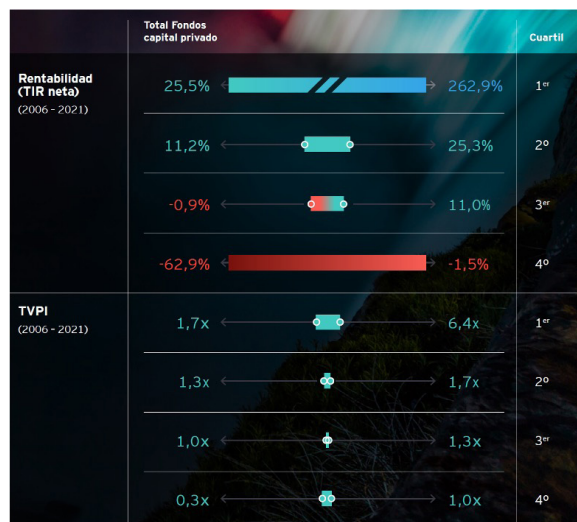
El PE posee características únicas, que incluyen el tiempo y el tamaño irregulares de los flujos de caja. Ello hace que la medición de las rentabilidades no sea sencilla y pueda implicar problemas a la hora de comparar con otras clases de activos. Las medidas de rentabilidad TIR y MOIC, ampliamente utilizadas, tienen sus propios defectos y no son perfectas a la hora de representar y comparar las rentabilidades del PE. A medida que el mercado madura, existe la posibilidad de que las formas de cálculo más sofisticadas se conviertan en

estándar. Corresponde a los LPs, como inversores de toda clase de activos, promoverlos y solicitarlos.

Dicho todo esto, cabe destacar que el mercado de PE se caracteriza por una amplia volatilidad en términos de retornos en lo que se refiere a gestoras y fondos. Por ello, sería crucial realizar una buena selección de los mismos con el fin de maximizar el diferencial frente a los mercados cotizados.

Para corroborar esto, se muestra el Gráfico 11 correspondiente a los fondos creados por gestoras españolas y que forman parte de SpainCap. La dispersión de rentabilidades en términos de TIR neta y MOIC fue elevadísima. De hecho, se pasó de una TIR neta mínima del -62,9% del peor fondo en el último cuartil a +262,9% del mejor fondo del top-cuartil. Algo similar sucedió con los MOICs, variando estos desde las 0,3x de mínimo a las 6,4x de máximo.

GRÁFICO 11  
ALTA DISPERSIÓN DE RETORNOS EN EL PE ESPAÑOL (2021)  
LÍMITES DE LA TIR NETA Y TVPI POR CUARTILES



Fuente: Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021, EY & SpainCap.

## Bibliografía

Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs117>

Achleitner, A. K., Braun, R., Engel, N., Figge, C., & Tappeiner, F. (2010). Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, 13(2), 17-27. <https://www.jstor.org/stable/43503632>

Albers-Schoenberg, A. (2019). *Measuring Private Equity Fund Performance* (background note). INSEAD. [https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/centres/gpei/docs/Measuring\\_PE\\_Fund-Performance-2019.pdf](https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/centres/gpei/docs/Measuring_PE_Fund-Performance-2019.pdf)

Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts. *The Journal of Finance*, 68(6), 2223-2267. <https://doi.org/10.1111/jofi.12082>

Axelson, U., Sorensen, M., & Strömberg, P. (2014). *Alpha and Beta of Buyout Deals: A Jump CAPM*

for Long-Term Illiquid Investments (Unpublished Working Paper). London School of Economics (LSE). [https://personal.lse.ac.uk/axelson/ulf\\_files/alpha%20and%20beta%201.pdf](https://personal.lse.ac.uk/axelson/ulf_files/alpha%20and%20beta%201.pdf)

Bain & Company. (2022). *Global Private Equity Report 2022*. [https://psik.org.pl/images/publikacje-i-raporty---publikacje/bain\\_report\\_global-private-equity-report-2022.pdf](https://psik.org.pl/images/publikacje-i-raporty---publikacje/bain_report_global-private-equity-report-2022.pdf)

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>

Balboa, M., & Martí, J. (2001). Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe. *European Financial Management Association (EFMA)*, 5(2364), 1-25.

Capital Dynamics. (2015). *White paper – Public benchmarking of private equity: quantifying the shortness issue of PME*. <https://www.capdyn.com/media/1813/white-paper-shortness-final-30jul2015.pdf>

Castro, E. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. *Revista Nacional de Administración*, 1(2), 31-54.

Cohn, J. B., Mills, L. F., & Towery, E. M. (2014). The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: Evidence from U.S. corporate tax returns. *Journal of Financial Economics*, 111(2), 469-494. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.11.007>

Cohn, J. B., & Towery, E. M. (2013). *The determinants and consequences of private equity buyouts of private firms: Evidence from U.S. corporate tax returns* (Unpublished Working Paper). University of Texas. [https://web.archive.org/web/20170810154240id\\_/https://faculty.mcombs.utexas.edu/jonathan.cohn/papers/ct\\_2013dec18\\_final.pdf](https://web.archive.org/web/20170810154240id_/https://faculty.mcombs.utexas.edu/jonathan.cohn/papers/ct_2013dec18_final.pdf)

Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008> ▷

- Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., & Miranda, J. (2014). Private Equity, Jobs, and Productivity. *American Economic Review*, 104(12), 3956-3990. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.104.12.3956>
- de los Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R. (2015). Emprendedores y capital riesgo en España: El caso de Fond-ICO Global. *Revista ICADE*, (94). <http://hdl.handle.net/11531/11921>
- de los Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I. y Sáenz-Díez Rojas, R. (2017). Iniciativas públicas en la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España. *Revista ICADE*, (100). <http://hdl.handle.net/11531/19538>
- Demaria, C. (2013). *Introduction to Private Equity: Venture Growth, LBO & Turn-Around Capital*. Wiley Finance.
- eVestment. (2017, September). *Enhancing Private Equity Manager Selection with Deeper Data*.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Gilligan, J., & Wright, M. (2008). *Private equity demystified, an explanatory guide*. Corporate Finance Faculty. [https://www.researchgate.net/publication/228272050\\_Private\\_Equity\\_Demystified\\_An\\_Explanatory\\_Guide](https://www.researchgate.net/publication/228272050_Private_Equity_Demystified_An_Explanatory_Guide)
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2015). *What do private equity firms say they do?* (Working Paper 15-081). Harvard Business School. [https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/15-081\\_9baffe73-8ec2-404f-9d62-ee0d-825ca5b5.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/15-081_9baffe73-8ec2-404f-9d62-ee0d-825ca5b5.pdf)
- Gompers, P.A., & Lerner, J. (1998). What drives venture capital fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* 1998, 29, 149-204. [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/01/1998\\_bpeamicro\\_gompers.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1998/01/1998_bpeamicro_gompers.pdf)
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Griffiths, B. (2009). Estimating Alpha in Private Equity. En O. Gottschalg (Ed.), *Private Equity Mathematics*. PEI Media.
- Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance*, 66(2), 479-517. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01640.x>
- Haro Pérez, J. (1993). Consideraciones en torno al Capital-Riesgo en EE. UU., Francia y España. *Boletín del Instituto de Estudios Almerienses. Ciencias*, (11-12), 161-180.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know? *The Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882. <https://doi.org/10.1111/jofi.12154>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88(1), 96-118. <https://www.jstor.org/stable/116820>
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264. <http://www.jstor.org/stable/2937665>
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buy-outs on operating performance and value. ▷

- Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90047-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90047-0)
- Kaplan, S. N. (1997). The evolution of U.S. corporate governance: We are all Henry Kravis now. *The Journal of Private Equity*, 1(1), 7-14. <https://www.jstor.org/stable/43503175>
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>
- Kaplan, S., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buy-outs and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.23.1.121>
- Long, A. M., & Nickels, C. J. (1996). *A Private Investment Benchmark* [AIMR Conference on Venture Capital Investing]. The University of Texas System. [http://dns1.alignmentcapital.com/pdfs/research/icm\\_aimr\\_benchmark\\_1996.pdf](http://dns1.alignmentcapital.com/pdfs/research/icm_aimr_benchmark_1996.pdf)
- Martí, J. y Balboa, M. (2004). Impacto de la demanda y la liquidez sobre la captación de nuevos fondos de capital riesgo en Europa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33(122), 773-805. <https://doi.org/10.1080/02102412.2004.10779532>
- McKinsey & Company. (2022). *Private markets rally to new heights. McKinsey Global Private Markets Review 2022*. <https://unitygrowthfund.com/news/mckinsey-global-private-markets-review-2022>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Page, B. (2011). *CEO ownership and firm value: evidence from a structural estimation* (Unpublished Working Paper). University of Rochester. [https://www.bauer.uh.edu/departments/finance/documents/seminars/Page\\_021712.pdf](https://www.bauer.uh.edu/departments/finance/documents/seminars/Page_021712.pdf)
- Pitchbook. (2022). *Global Markets Snapshot (August 2022)*.
- Preqin. (2015). *Preqin Special Report: Public Market Equivalent (PME) Benchmarking*. <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-PME-July-2015.pdf>
- Preqin. (2020). *Future of Alternatives 2025*.
- Preqin. (2022). *2022 Preqin Global Private Equity Report (12 January 2022)*.
- Puche, B., Braun, R., & Achleitner, A-K. (2015). International Evidence on Value Creation in Private Equity Transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(4), 105-122. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2496899>
- Rouvinez, C. (2003). Private Equity Benchmarking with PME+. *Venture Capital Journal*, 43(8), 34-39.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as determinants of dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259. <https://ssrn.com/abstract=820311>
- Ruiz Olabuénaga, J. I. (2007). *Metodología de la Investigación cualitativa*. Universidad de Deusto.
- Smith, A. J. (1990). Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 143-164. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90024-T](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90024-T)
- SpainCap & EY. (2023). *Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2021*. <https://spaincap.org/wp-content/uploads/2023/01/Estudio-de-Rentabilidad.pdf>
- Strömberg, P. (2008). The new demography of private equity. *The global impact of private equity report*, 1, 3-26. <https://www.hhs.se/contentassets/662e98040ed14d6c93b1119e5a9796a4/strombergdemography2008.pdf>
- Stucke, R., Griffiths, B. E., & Charles, I. H. (2014). *An ABC of PME*. <https://www.secondariesinvestor.com/wp-content/uploads/sites/3/2014/03/An-ABC-of-PME-Landmark-Partners.pdf>
- UBS. (2022). *Invertir en mercados privados en 2022*.
- Yin, R. K. (1994). *Case Study Research: Design and Methods, 2nd edition*. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Zeisberger, C., Prah, M., & White, B. (2017). *Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investments and Buyouts*. Wiley & Sons.

# NORMAS DE PUBLICACIÓN

Se recomienda a los autores consultar la página web del grupo de revistas de *Información Comercial Española* (Revistas ICE), donde aparecen publicados los artículos en formato electrónico y se recogen los principios y políticas editoriales de publicación ([www.revistasice.com](http://www.revistasice.com)).

1. Los originales se remitirán a la dirección de correo electrónico [revistasice.sccc@mincotur.es](mailto:revistasice.sccc@mincotur.es). También pueden enviarse a través de la página web de Revistas ICE.
2. Solo se aceptan trabajos originales no publicados previamente ni en proceso de evaluación en otra revista. Mientras no reciban notificación de su rechazo o los retiren voluntariamente, los autores no enviarán los originales a otros medios para su evaluación o publicación.
3. El equipo editorial podrá rechazar un artículo, sin necesidad de proceder a su evaluación, cuando considere que no se adapta a las normas, tanto formales como de contenido, o no se adecúe al perfil temático de la publicación.
4. Las contribuciones se enviarán en formato Microsoft Word. En un archivo Excel independiente se incluirá la representación gráfica (cuadros, gráficos, diagramas, figuras, etcétera), que debe llevar título, estar numerada y referenciada en el texto. En la parte inferior se incluirán la fuente de información y, en su caso, notas aclaratorias.
5. La extensión total del trabajo (incluyendo cuadros, gráficos, tablas, notas, etcétera) no debe ser inferior a 15 páginas ni superior a 20 (aproximadamente entre 5.000 y 6.000 palabras). La fuente será Times New Roman, tamaño 12, espaciado doble y paginado en la parte inferior derecha.
6. Cada original incluirá, en una primera página independiente, el título del artículo que deberá ser breve, claro, preciso e informativo y la fecha de conclusión del mismo. Nombre y apellidos del autor o autores, filiación institucional, dirección, teléfono y correo electrónico de cada uno de ellos.
7. En la primera página del texto se incluirá:
  - El título.
  - Un resumen del trabajo con una extensión máxima de 10 líneas (aproximadamente 150 palabras) con la siguiente estructura: objetivo, método y principal resultado o conclusión.
  - De 2 a 6 palabras clave que no sean coincidentes con el título.
  - De 1 a 5 códigos de materias del Journal of Economic Literature (clasificación JEL) para lo cual pueden acceder a la siguiente dirección electrónica:  
<https://www.aeaweb.org/jell/guide/jel.php>
8. El texto del artículo seguirá la siguiente estructura: introducción, desarrollo, conclusiones y bibliografía. Si hubiera anexos, se insertarán tras la bibliografía y deberán llevar título.
9. Los apartados y subapartados se numerarán en arábigos respondiendo a una sucesión continua utilizando un punto para separar los niveles de división, según el siguiente modelo:
  - 1. Título del apartado**
    - 1.1. Título del apartado**
      - 1.1.1. Título del apartado
10. Las notas a pie de página irán integradas en el texto y su contenido debe estar al final de su misma página en tamaño 10 y espacio sencillo.
11. Las ecuaciones y expresiones matemáticas irán centradas y, en su caso, la numeración irá entre corchetes y alineada a la derecha.
12. La forma de citación seguirá los criterios de la última versión de las normas de la American Psychological Association (APA) que se pueden consultar en la siguiente dirección <https://apastyle.apa.org/style-grammar-guidelines>
13. Las referencias a siglas deben ir acompañadas, en la primera ocasión en que se citen, de su significado completo.
14. Al final del texto se recogerá la bibliografía utilizada, ordenada alfabéticamente según las Normas APA. Se recuerda que siempre que el artículo tenga DOI, este se deberá incluir en la referencia. Se pueden consultar las normas generales y ejemplos de las referencias más frecuentes en <https://apastyle.apa.org/style-grammar-guidelines/references/examples>

Formato y ejemplos de las referencias más frecuentes:

### **Libro**

Apellido, A. A. y Apellido, B. B. (Año). *Título*. Editorial o URL

Pilling, D. (2019). *El delirio del crecimiento*. Taurus.

Freud, S. (2005). *Psicología de las masas y análisis del yo*. <https://doi.org/10.1007/97-0-387-85784-8>

### **Capítulo de libro**

Apellido, A. A. y Apellido, B. B. (Año). Título del capítulo o la entrada. En C. C. Apellido (Ed.), *Título del libro* (pp. xx-xx). Editorial o URL

Gilmartín, M. A. (2008). Ambientes escolares. En J. A. Aragonés y M. Américo (Eds.), *Psicología ambiental* (pp. 221-237). Pirámide.

### **Publicaciones periódicas**

Apellido, A. A., Apellido, B. B. y Apellido, C. C. (Año). Título del artículo. *Nombre de la revista*, volumen(número), pp-pp. <https://doi.org/xxx>

Castañeda Naranjo, L. A. y Palacios Neri, J. (2015). Nanotecnología: fuente de nuevos paradigmas. *Mundo Nano. Revista Interdisciplinaria en Nanociencias y Nanotecnología*, 7(12), 45-49. <https://doi.org/10.22201/ceiich.24485691e.2014.12.49710>

### **Informe oficial en web**

Organismo. (Año). *Título del informe*. <http://www...>

Fondo Monetario Internacional. (2019). *Global Financial Stability Report*. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>

### **Working Paper o Documento de trabajo**

Apellido, N. N. (año). *Título del documento de trabajo* (Documento de trabajo n° xxx). Nombre del editor. URL

Deming, D., & Dynarski, S. (2008). *The lengthening of childhood* (NBER Working Paper n.º 14124). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w14124>

### **Periódico en línea**

Apellido, N. (fecha completa). Titular del artículo en el periódico. *Nombre del periódico en cursiva*. <https://www.direccion.de/recuperacion-para-el-lector/>

Carreño, L. (9 de febrero de 2020). La disputa gremial por los aranceles a las prendas de vestir. *El Espectador*. <https://www.elespectador.com/economia/la-disputa-gremial-por-los-aranceles-las-prendas-de-vestir-articulo-903768>

### **Ley/Reglamento**

Título de la ley. *Publicación*, número, fecha de publicación, página inicial-página final. <http://www.boe.es...>

Ley Orgánica 8/2013, de 9 de diciembre, para la mejora de la calidad educativa. *Boletín Oficial del Estado*, n.º 295, de 10 de diciembre de 2013, pp. 97858 a 97921. <https://www.boe.es/boe/dias/2013/12/10/pdfs/BOE-A-2013-12886.pdf>

### **Orden de la lista de referencias bibliográficas**

Las referencias se ordenan alfabéticamente y, en caso de varios trabajos realizados por el mismo autor/a, el criterio es el siguiente:

- Primero los trabajos en los que el/la autor/a figura solo/a. Correlativos de año más antiguo a año más actual de publicación.
- Segundo, aquellos trabajos colectivos en los que el/la autor/a es el/la primero/a. Correlativos por fecha.
- Tercero, en caso de coincidencia exacta de autor y fecha, debe citarse cada trabajo añadiendo una letra a la fecha. Ej.: 2014a, 2014b, etc.

**BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA (BICE)**  
**ISSN 0214-8307**

**SUSCRIPCIÓN ANUAL**

<b>BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA (12 NÚMEROS AL AÑO)</b>			
	<b>ESPAÑA</b> 1 año	<b>EUROPA</b> 1 año	<b>RESTO DEL</b> <b>MUNDO 1 año</b>
<b>SUSCRIPCIÓN</b>	65,00 €	65,00 €	65,00 €
Gastos de envío en España	6,88 €	9,93 €	12,86 €
Mas 4% de IVA Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	2,88 €		
<b>TOTAL</b>	<b>74,76 €</b>	<b>74,93 €</b>	<b>77,86 €</b>

**EJEMPLARES SUELTOS**

<b>BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA</b>			
	<b>ESPAÑA</b> 1 ejemplar	<b>EUROPA</b> 1 ejemplar	<b>RESTO DEL</b> <b>MUNDO 1 ejemplar</b>
<b>NÚMERO SUELTO</b>	7,00 €	7,00 €	7,00 €
Gastos de envío en España	0,58 €	0,83 €	1,08 €
Mas 4% de IVA Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,30 €		
<b>TOTAL</b>	<b>7,88 €</b>	<b>7,83 €</b>	<b>8,08 €</b>

**EJEMPLARES SUELTOS**

<b>BOLETÍN ECONÓMICO DE INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA</b>			
	<b>ESPAÑA</b> 1 ejemplar	<b>EUROPA</b> 1 ejemplar	<b>RESTO DEL</b> <b>MUNDO 1 ejemplar</b>
<b>NÚMERO SUELTO EXTRAORDINARIO O NÚMERO DOBLE</b>	12,00 €	12,00 €	12,00 €
Gastos de envío en España	0,83 €	1,23 €	1,57 €
Mas 4% de IVA Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,51 €		
<b>TOTAL</b>	<b>13,34 €</b>	<b>13,23 €</b>	<b>13,57 €</b>

**Suscripciones y venta de ejemplares sueltos**

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Centro de Publicaciones.

C/ Panamá, 1. Planta 0, despacho 1.

Teléfonos: 91 349 43 35 (suscripciones y ventas)

Correo electrónico: [CentroPublicaciones@mincotur.es](mailto:CentroPublicaciones@mincotur.es)



GOBIERNO  
DE ESPAÑA

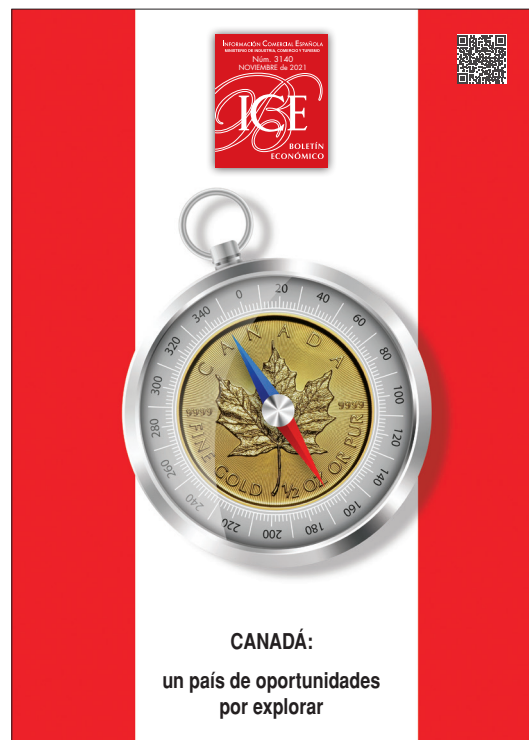
MINISTERIO  
DE INDUSTRIA, COMERCIO  
Y TURISMO

SECRETARÍA GENERAL TÉCNICA

SUBDIRECCIÓN GENERAL  
DE DESARROLLO NORMATIVO,  
INFORMES Y PUBLICACIONES

CENTRO DE PUBLICACIONES

## ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS





BOLETÍN ECONÓMICO

# ICE

INFORMACIÓN COMERCIAL  
ESPAÑOLA

ISSN 0123-3769 0 3 1 5 8  
9 770123 376801



• 7 €+IVA



GOBIERNO  
DE ESPAÑA

MINISTERIO  
DE INDUSTRIA, COMERCIO  
Y TURISMO