empresa global

nº 141 Junio 2014 4 €

Serbia
un ejemplo de modernización industrial

«Horizonte 2020»
oportunidades de crecimiento para las pymes innovadoras

El éxito de las grandes empresas en el exterior
un ejemplo a seguir para las pymes

El certificado de Operador Económico Autorizado
reduce trabas aduaneras

9 771578 345008 00141

RECURSOS HUMANOS
La importancia de la reputación

FINANZAS PERSONALES
Los activos emergentes ganan atractivo ante la laxitud monetaria en el bloque desarrollado

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL
La necesaria mejora del gobierno corporativo

Empresa Global
Nº 141 (junio 2014)

EDITA
Afi Escuela de Finanzas Aplicadas
C/ Españoleto, 19-23. 28010 Madrid
Tel.: 91 520 01 50/80/66 • Fax: 91 520 01 49
E-mail: ediciones@afi.es • www.afi.es/egafi

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Verónica López Sabater

COLABORAN EN ESTE NÚMERO
Pablo Aumente, Yolanda Antón, David Cano, Carlos Díez, Ana Domínguez, Naual El Anaya, Virginia González, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Juan Navarro, Manuel Teruel y Emilio Ontiveros.

CONSEJO ASESOR
Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña y NovaCaixaGalicia
Carlos Egea Krauel
Banco Mare Nostrum
José Luis Fernández Pérez
Tecnología, Información y Finanzas. Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José Luis García Delgado
Universidad Complutense de Madrid
José Manuel González Páramo
BBVA e IESE
Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid
Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza y Banco de España
Ignacio Santillana del Barrio
Grupo Santillana Editorial y Universidad Autónoma de Madrid
Juan Soto Serrano
ExPresidente de *Hewlett Packard*
Francisco José Valero López
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Mauro Guillén Rodríguez
Wharton School of Business
Luis Viceira Alguacil
Harvard Business School
José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid
Javier Santiso
Telefónica y ESADE Business School

PUBLICIDAD Tel.: 91 520 01 66. Fax: 91 520 01 49

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN
Valle González Manzanas, Nuria Pérez Navarro y Daniel Sánchez Casado

La editorial Afi Escuela de Finanzas Aplicadas, a los efectos previstos en el artículo 32.1, párrafo segundo del vigente TRLPI, se opone expresamente a que cualquiera de las páginas de Empresa Global, o partes de ellas, sean utilizadas para la realización de revistas de prensa.

Cualquier acto de explotación (reproducción, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, etc.) de la totalidad o parte de las páginas de Empresa Global, precisará de la oportuna autorización, que será concedida por CEDRO

Editorial

Innovación permanente

En un entorno como el actual en permanente cambio y que se reinventa más deprisa de lo que cabría esperar, la innovación se ha convertido un factor crucial de supervivencia para las economías. La innovación, esa capacidad de promover lo novedoso, de transformar los paradigmas tecnológicos, pero también organizativos, económicos y hasta sociales, es el vector principal que tienen las economías para propiciar esa adaptación permanente a un entorno dinámico y convulso. Resulta por ello fundamental crear un marco favorable para el desarrollo de la innovación y, junto a ello, promover una política pública y de incentivos flexible y generosa, que permita a las empresas y, en colaboración con estas, a los centros académicos y de investigación, acometer, con las suficientes garantías, sus actividades innovadoras y al mismo tiempo crear una cultura de la innovación que impregne toda la sociedad.

Estas consideraciones, junto con la necesidad de revertir la progresiva pérdida de competitividad que exhibe la industria europea, son las que justifican sobradamente iniciativas como la de «Horizonte 2020» que ha puesto en marcha la Unión Europea para el periodo 2014-2020. A analizar dicha iniciativa desde un punto de vista práctico, incidiendo en los requisitos necesarios que han de cumplir las empresas y sus proyectos para poder acceder a las ayudas previstas, dedica su «Tema del mes» la presente edición de Empresa Global.

Desde luego, el ejemplo y el efecto de arrastre que pueden ejercer las grandes empresas sobre el resto del tejido empresarial en el ámbito de la innovación, como en el de internacionalización, es un factor a tener en cuenta a la hora diseñar políticas que favorezcan una mayor innovación y proyección internacional de nuestras empresas. A ello han tratado de contribuir las Cámaras de Comercio, como recuerda Manuel Teruel, Presidente del Consejo Superior de Cámaras de Comercio en un artículo que también publicamos en nuestra revista.

Junto a ello, y desde ese afán por contribuir a una mayor diversificación geográfica de nuestras exportaciones, Empresa Global propone, en esta ocasión, analizar el mercado serbio. A pesar de su reducido tamaño, la economía serbia es una de las de mayor potencial de crecimiento de la región de Europa central y oriental. Por si esto fuera poco, su deficiente dotación de infraestructuras unido a la apremiante necesidad de modernización industrial confieren a Serbia un indudable atractivo para los inversores extranjeros que nuestras empresas no deberían desaprovechar.

Completan este número la interesante entrevista a Javier Velasco Guardado, Director General de Genesys Telecommunications Laboratories para España y Portugal, así como otros artículos, entre los que destacamos el dedicado a presentar las ventajas del operador económico autorizado y el incluido en nuestra sección de Gestión empresarial dirigido a acercar a nuestro lector las ventajas de las opciones reales como instrumento de valoración de empresas y proyectos ::

:: INTERNACIONAL ::

INFORME PAÍS

Serbia, un ejemplo de modernización industrial

Situado en el centro de la Península Balcánica, Serbia cuenta con un posicionamiento geográfico estratégico, que articula el intercambio entre los mercados de Europa Central y del Este, a lo que contribuye su condición de signatario del Tratado de Libre Comercio de Europa Central (CEFTA, según sus siglas en inglés).

Pag. 3

TEMA DEL MES

«Horizonte 2020»: oportunidades de crecimiento para las pymes innovadoras

En el marco del programa Horizonte 2020 cuyo objetivo es fomentar y apoyar a la investigación y el desarrollo en la Unión Europea, se destinarán más de 9.000 millones de euros a la financiación de pequeñas y medianas empresas innovadoras que lleven a cabo proyectos de I+D+i.

Pag. 8

OBSERVATORIO EXTERIOR

El éxito de las grandes empresas en el exterior, un ejemplo a seguir para las pymes

El cambio más trascendental que ha experimentado la economía española ha sido la progresiva apertura a los mercados internacionales. De hecho, las empresas internacionalizadas han sido capaces de soslayar la mala situación que, desde el año 2007, ha venido arrastrando la economía española.

Pag. 12

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

El certificado de Operador Económico Autorizado reduce trabas aduaneras

El operador económico autorizado, figura creada en 2005 por la Comisión Europea para certificar la solvencia fiscal y conducta ejemplar de las empresas en las aduanas, respaldará también los intercambios comerciales con China a partir del mes de junio.

Pag. 15

:: EMPRESAS ::

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«La correcta selección de mercados objetivo y socios locales es fundamental»

Javier Velasco, asturiano con más de 23 años de experiencia en el sector de tecnología, actualmente es director general para España y Portugal de Genesys Telecommunications Laboratories, una compañía estadounidense proveedora de soluciones de *Contact Center*.

Pag. 25

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

La importancia de la reputación

A menudo estos términos se utilizan como sinónimos, cuando no lo son. La responsabilidad corporativa es una condición necesaria, pero no suficiente, para tener una buena reputación.

Pag. 28

GESTIÓN EMPRESARIAL

Valoración por opciones reales

Una opción es un derecho adquirido que otorga al propietario la posibilidad de desarrollar una determinada acción sobre un subyacente fijado de antemano durante un periodo de tiempo estipulado, a cambio de una prima. Cada vez son más los autores que defienden la necesidad de aplicar las opciones reales en la valoración de empresas y proyectos.

Pag. 32

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

La necesaria mejora del gobierno corporativo

Pag. 36

:: FINANZAS ::

FINANZAS PERSONALES

Los activos emergentes ganan atractivo ante la laxitud monetaria en el bloque desarrollado

Los activos emergentes vuelven a irrumpir en el panorama inversor tras las fuertes correcciones sufridas durante el pasado año. La reducida rentabilidad que ofrecen los activos de países núcleo, así como la percepción de un menor riesgo, hace más atractiva la inversión en deuda emergente.

Pag. 20

ESTRATEGIA GLOBAL

El significado de Alibaba

Mauro Guillén

Pag. 18

MERCADOS FINANCIEROS

Interpretaciones de un repunte de tipos

David Cano

Pag. 23

HOMO OECONOMICUS

El impuesto negativo sobre la renta y la crisis

José Antonio Herce

Pag. 30

PASEO GLOBAL

La retórica de Draghi

Emilio Ontiveros

Pag. 38

Serbia, un ejemplo de modernización industrial

Situado en el centro de la Península Balcánica, Serbia cuenta con un posicionamiento geográfico estratégico, que articula el intercambio entre los mercados de Europa Central y del Este, a lo que contribuye su condición de signatario del Tratado de Libre Comercio de Europa Central (CEFTA, según sus siglas en inglés). Su población, en torno a los 7,2 millones de habitantes, representa un mercado pequeño en términos absolutos, aunque se trata de uno de los de mayor dimensión dentro de la región. La deficiente dotación de infraestructuras ligada a la apremiante necesidad de modernización industrial, confieren a Serbia un alto atractivo para los inversores extranjeros, atraídos asimismo por ser una de las economías con mayor potencial de crecimiento de Europa Central y Oriental para el periodo 2014-2018, según las previsiones de *The Economist Intelligence Unit*.

Pablo Aumente

Serbia se configura bajo la forma de República Parlamentaria, cuya presidencia ostenta Tomislav Nikolic, del Partido Progresista de Serbia (SNS), de centro-derecha. El gobierno correspondía hasta el pasado mes de marzo a una coalición liderada por el SNS, que contaba con 146 diputados de los 250 escaños parlamentarios. La política de lucha contra la corrupción y los recortes del gasto público habían creado una opinión favorable en torno al Ejecutivo, pero ello no impidió que en enero de 2014, el presidente serbio disolviera el Parlamento y convocara elecciones anticipadas (celebradas el pasado 16 de marzo), con el fin de que el SNS lograra reforzar su mandato y así acelerar el ritmo de implementación de reformas estructurales, esenciales para la recuperación del país. Las elecciones dieron la mayoría absoluta al SNS, que consiguió reforzar su posición tras obtener 156 escaños. En este contexto, Serbia y la Unión Europea (UE) celebraron su primera Conferencia Intergubernamental en ese mismo mes de enero, hito que marcaría el inicio formal de las negociaciones de adhesión, que está previsto que concluyan en 2018, aunque finalmente la adhesión no tenga lugar hasta 2020, tras un referéndum a celebrarse en 2019.

Fachada del parlamento serbio, Belgrado.
iStock/Thinkstock

Evolución de la economía serbia

Serbia es la principal economía del Tratado de Libre Comercio de Europa Central (CEFTA), al mismo tiempo que se constituye como una de las economías con mayor potencial de crecimiento de Europa Central y Oriental para el periodo 2014-2018, según las previsiones de *The Economist Intelligence Unit* (EIU). La senda de

Nombre oficial:

República de Serbia

Superficie: 77.474 km²

Capital: Belgrado

Situación geográfica: Centro de la Península Balcánica (sudeste de Europa), limita al este con Rumanía y Bulgaria, al oeste con Montenegro, Bosnia Herzegovina y Croacia, al sur con Macedonia y Albania.

Clima: Continental moderado en el norte y en otras zonas continental suave.

Divisiones Administrativas: 167 municipalidades.

Población: 7.209.764 (est. julio 2013)

Esperanza de vida: 75,02 años

Sistema político: República parlamentaria

Idiomas: Serbio (oficial) 88,3%, Húngaro 3,8%, Bosnio 1,8%, Romaní 1,1%, otros 5%.

Moneda: Dinar (RSD)

Fuente: *The World Factbook*.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2010	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Crecimiento real del PIB (%)	1,0	1,6	-1,5	2,5	1,0	3,6
Inflación anual (promedio; %)	5,9	11,6	7,4	7,6	3,9	4,0
Tasa de desempleo (promedio; %)	20,1	23,7	25,9	27,2 (e)	26,1	25,5
Balanza por c.c. (mill. US$)	-2.794	-3.982	-4.192	-2.331 (e)	-2.573	-3.095
Saldo presupuestario (% PIB)	-4,7	-4,9	-6,5	-4,9	6,4	-4,5
Deuda Pública Neta (% PIB)	44,5	48,2	59,3	61,2	60,0	55,0

e: estimación; p: previsión

Fuente: *Economist Intelligence Unit*.

crecimiento de la economía serbia tuvo su punto de inflexión en 2012, año en el que el país registró una caída del PIB del 1,5%. El dinamismo de la industria de automoción, que impulsó las exportaciones de Serbia en 2013, unido a la buena cosecha agrícola y la producción industrial, permitieron que la curva de evolución económica se volviera a situar en terreno positivo en 2013, para anotar un crecimiento del 2,5%. En este contexto, las previsiones de EIU apuntan hacia una intensificación del crecimiento del PIB a partir de 2014 (entre 2015 y 2018 podría crecer, en promedio, un 3,8%). Sin embargo, la elevada tasa de desempleo y la debilidad del consumo privado contendrán la expansión de la economía serbia en 2014, previéndose un incremento del PIB del 1%.

En materia de precios, la estabilidad del dinar serbio (RSD), la eficacia de las medidas de política monetaria y la debilidad de la demanda doméstica (a pesar de la caída registrada en los precios de los alimentos), han permitido aliviar las presiones inflacionistas de la economía serbia. De este modo, las previsiones señalan una fuerte reducción de la tasa de inflación, que podría situarse en torno al 3,9% en 2014 (la menor de los últimos años), frente al 7,6% registrado en 2013. Un nivel que estaría dentro del rango objetivo fijado por el banco central (4%, con un margen de variación de 1,5 puntos porcentuales).

El déficit público se redujo en 2013 hasta representar un 4,9% del PIB, frente al 6,5% registrado en 2012. Esta contracción estuvo protagonizada por las medidas de austeridad puestas en marcha por el Gobierno así como por el superávit presupuestario de las administraciones locales. En este sentido, cabe recordar que la descentralización presupuestaria, las desviaciones ligadas a acciones electorales, los subsidios a empresas estatales deficitarias y la recapitalización de los bancos públicos, respaldaron el incremento del déficit público en 2012. El objetivo del Gobierno serbio para el ejercicio de 2014 reside en situar el déficit presupuestario en el 7,1% del PIB. Aunque tras las elecciones de marzo, se espera una revisión presupuestaria por parte del nuevo Ejecutivo, de cara a buscar nuevas vías de ahorro para alcanzar un nuevo acuerdo con el FMI (que se espera que demande recortes del gasto presupuestado para 2014). Ello exigirá una consolidación fiscal a medio plazo, incluyendo la reforma del sistema de pensiones, la reducción del empleo público y la reestructuración de las empresas públicas deficitarias.

Por su parte, la deuda pública (neta) alcanzó el 61,2% del PIB en 2013 y se espera que pueda reducirse ligeramente, en torno a 1,2 puntos porcentuales, en 2014.

Respecto a la balanza por cuenta corriente, Serbia ha arrojado históricamente un elevado déficit. Tras la contracción registrada en el periodo 2009 – 2010, la desviación alcanzó el 11% del PIB en 2012, para de nuevo reducirse notablemente en 2013 (una reducción que el EIU estima que podría alcanzar el 5,5% del PIB). Esta contracción ha venido propiciada por la debilidad de la demanda interna, junto con el dinamismo de las industrias exportadoras de automoción y petrolífera. En 2014, se espera una continuidad de esta tendencia, apoyada por las exportaciones industriales y agrícolas (impulsadas por la recuperación de la zona euro) y la languidez del consumo por el ajuste fiscal.

Relaciones económicas hispano-serbias

Las relaciones económicas bilaterales entre España y Serbia están destinadas a fortalecerse en los próximos años, impulsadas por el proceso de adhesión de Serbia a la UE. La balanza comercial hispano-serbia ha sido superavitaria para España durante los últimos cuatro años, arrojando un saldo positivo de 46,59 millones de euros en 2013 (frente al superávit registrado un año antes de 29,40 millones).

Las exportaciones españolas a Serbia al cierre de 2013 ascendieron a 139,7 millones de euros, habiendo registrado una caída del 10,6% respecto a 2012. Las importaciones también se redujeron, aunque de manera más intensa, un 26,63%, para contabilizar 93,2 millones de euros.

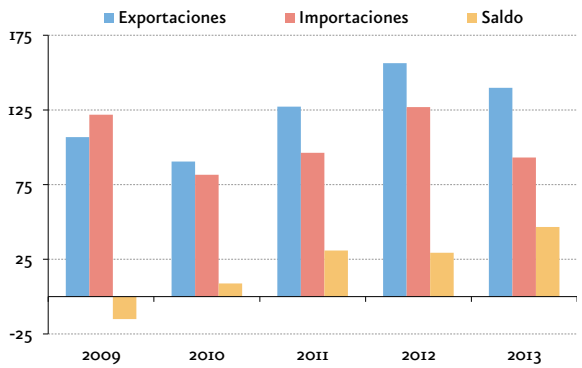
Así, en 2013 las exportaciones españolas hacia Serbia estuvieron protagonizadas por las siguientes partidas: vehículos automóviles y tractores (9,91% del total); carne y despojos comestibles (9,63%); máquinas y aparatos mecánicos (8,57%); materias plásticas y sus manufacturas (6,95%), y los vehículos y material ferroviarios (6,52%). En sentido inverso, las importaciones españolas procedentes de Serbia estuvieron protagonizadas por el caucho y sus manufacturas (43,56% del total) y los cereales (21,73%), representativos en su conjunto de más del 65% del total de compras al mercado serbio.

En materia de inversión extranjera directa (IED), el flujo de inversión bruta en operaciones no «etve» (de tenencia de valores) de España en Serbia superó el millón de euros en 2013, frente a los 87.000 euros registrados en 2012. El principal monto de la inversión se destinó a la actividad de comercio al por mayor e intermediación comercial (excepto vehículos a motor).

Por su parte, la inversión directa de Serbia en España, ha sido mucho más contenida, contabilizándose solamente 6.000 euros de inversión en 2012 y 111.000 euros en 2013. El grueso de ese capital serbio que llegó a España en este último año (el 90% del total) también se destinó al comercio

Balanza comercial hispano-serbia

(millones de euros)



Fuente: *Afi a partir de Datacomex.*

«RATING» DEUDA SOBERANA - LARGO PLAZO

Calificación - mayo 2014	Moody's	S & P
Serbia	B1	BB-
España	Baa2	BBB-

NOTAS:

Moody's: de menor a mayor riesgo

L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (1,2,3), Baa (1,2,3), Ba (1,2,3), B (1,2,3), Caa, Ca. C.P.: P-1, P-2, P-3, Not Prime.

S.&P: de menor a mayor riesgo

AAA , AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C

al por mayor. Otras actividades receptoras de inversión procedente de Serbia han sido el comercio al por menor, actividades deportivas, recreativas y de entretenimiento, así como las actividades inmobiliarias.

Entorno de negocios en Serbia

El entorno de negocios de Serbia presenta un clima complejo (Coface otorga la calificación «C»). La existencia de riesgos comerciales unida a la persistencia de ineficiencias que lastran el entorno empresarial, dificultan el desarrollo de la actividad económica y comercial en este país.

En cambio, Serbia presenta un nivel importante de libertad económica, situándose en la posición 59 entre un total de 178 economías (puesto 23 entre 43 países europeos), según el Índice 2014 de Libertad Económica, elaborado por *Heritage Foundation*. Esta posición representa la puntuación más alta obtenida por el país hasta el momento, aunque se mantiene por debajo del promedio mundial y regional (puesto 37, entre 43 países europeos), y sigue siendo muy necesaria una reforma institucional que configure un verdadero Estado de Derecho.

En cuanto a la facilidad para hacer negocios, Serbia se sitúa en el puesto 93 entre un total de 189 economías, según el informe *Doing Business* 2014 del Banco Mundial. Sólo dos indicadores han mejorado en relación al año anterior: el comercio transfronterizo y la resolución de situaciones de insolvencia. Las principales trabas con las que se encuentran las empresas que desean operar en el mercado serbio se refieren a la tramitación de permisos de construcción y al pago de impuestos. La construcción de inmuebles es un área tradicionalmente problemática ya que a pesar de que la Ley de Planificación Urbana y Construcción limita a 7 días el plazo para la obtención del permiso de construcción, no se establece ningún plazo para que las autoridades realicen el examen previo. No obstante, el Ministerio de Economía está trabajando para hacer frente a este obstáculo, mediante una propuesta de Ley de Planificación Urbana y Construcción (en proceso de tramitación), que obligaría a las autoridades a conceder los permisos de construcción en un máximo de 30 días.

Oportunidades de negocio para la empresa española

Serbia se configura como nodo logístico de los Balcanes occidentales y punto de unión entre Europa Central y el mediterráneo oriental, lo cual le confiere un posicionamiento estratégico que se ha visto reforzado por el progresivo desarme arancelario que experimenta este mercado desde 2009. Sin embargo, este país de Europa Central presenta una apremiante necesidad de modernización industrial, impulsada por los recursos financieros que recibe de Instituciones Financieras Internacionales (FMI, Banco Mundial, BEI, BERD), para la mejora de las infraestructuras y la modernización de diversos sectores. A ello contribuye la existencia de mano de obra cualificada y de bajo coste, que hacen que éste sea un mercado atractivo para las empresas extranjeras, entre ellas las españolas.

En materia comercial, los sectores que ofrecen mejores perspectivas de negocio son el agroalimentario (productos cárnicos, pescados, crustáceos y moluscos, aceite y vino, entre otros), el de productos químicos, los bienes de consumo de mayor valor añadido, la industria auxiliar del automóvil así como los suministros para los sectores de transporte y de energía. En relación con estos últimos, cabe indicar que el país balcánico está impulsando fuertemente el desarrollo de infraestructuras, sobre todo en lo que se refiere a la red de carreteras y de ferrocarril, existiendo proyectos como el de desarrollo de los corredores 7 y 10 de la Red Trans-Europea de Transportes, así como la conexión por carretera entre Belgrado y el puerto de Bar, en Montenegro.

La gestión de residuos, el tratamiento y saneamiento de agua son ámbitos en los que existen grandes carencias y que, en caso de que el país pase a formar parte de la UE, requerirá grandes inversiones para adecuarse a la normativa medioambiental comunitaria.

Asimismo, el proceso de privatización que está experimentando el sistema financiero serbio, junto con las desinversiones forzosas a las que se han visto abocados diversos bancos, hacen de la banca serbia un sector atractivo a la entrada de capital foráneo. A ello se une el hecho de que el sector tiene como objetivo reducir el excesivo número de pequeñas entidades.

Los concursos públicos pueden igualmente constituir una fuente de oportunidades de negocio para las empresas españolas, si bien hay que tener en cuenta que habitualmente se publican en serbio y los plazos para la presentación de propuestas suelen ser reducidos.

En definitiva, la estabilidad de los indicadores del cuadro macroeconómico serbio, unida al potencial de crecimiento con que cuenta la economía de este país balcánico, le confieren un importante atractivo para las empresas extranjeras, que además podrán beneficiarse del ambicioso programa de inversión industrial y en infraestructuras que demanda el país. Asimismo, su posicionamiento estratégico como plataforma de acceso a otros países de Europa Central y del Este, le otorga un valor añadido para las empresas interesadas en invertir en él ::

PRINCIPALES CAPÍTULOS EXPORTADOS POR ESPAÑA A SERBIA (2013)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
87	Vehículos automóviles; tractores	13.851,65	9,91
2	Carne y despojos comestibles	13.458,83	9,63
84	Máquinas y aparatos mecánicos	11.973,82	8,57
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	9.713,17	6,95
86	Vehículos, material ferroviarios	9.111,92	6,52
62	Prendas de vestir, no de punto	7.748,87	5,55
48	Papel, cartón; sus manufacturas	7.505,50	5,37
61	Prendas de vestir, de punto	5.687,20	4,07
3	Pescados, crustáceos, moluscos	5.552,03	3,97
32	Tanino; materias colorantes; pintura	4.918,15	3,52
	Subtotal	89.521,14	64,06
	Total exportaciones	**139.742,17**	**100,00**

Fuente: *ESTACOM y Afi*.

PRINCIPALES CAPÍTULOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DESDE SERBIA (2013)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
4	Caucho y sus manufacturas	40.579,20	43,56
10	Cereales	20.239,45	21,73
48	Papel, cartón; sus manufacturas	5.024,11	5,39
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	4.876,73	5,23
84	Máquinas y aparatos mecánicos	4.178,99	4,49
30	Productos farmacéuticos	2.829,00	3,04
44	Madera y sus manufacturas	2.638,38	2,83
21	Preparac. alimenticias diversas	2.301,05	2,47
90	Aparatos ópticos, medida, médicos	1.647,84	1,77
73	Manuf. de fundic., hier./acero	1.625,60	1,75
	Subtotal	85.940,37	92,25
	Total importaciones	**93.157,63**	**100,00**

Fuente: *ESTACOM y Afi*.

«Horizonte 2020»: oportunidades de crecimiento para las pymes innovadoras

El programa Horizonte 2020 tiene como objetivo fomentar y apoyar la investigación y el desarrollo en la Unión Europea. Para ello se destinarán más de 9.000 millones de euros a la financiación de pequeñas y medianas empresas innovadoras que lleven a cabo proyectos de I+D+i. Las empresas encontrarán en este programa el apoyo necesario a sus capacidades, abarcando todo el ciclo de innovación. Con objeto de facilitar información relevante sobre Horizonte 2020, el CDTI ha elaborado una guía rápida que se puede descargar a través de la web www.eshorizonte2020.es.

*Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI)**

Este año se inició formalmente el Programa Marco Horizonte 2020 (H2020), principal iniciativa comunitaria de fomento y apoyo a la I+D+i en la Unión Europea. Su objetivo es mantener el liderazgo industrial y la excelencia científica como elementos esenciales para garantizar la competitividad en Europa.

Por su impacto tanto en el crecimiento económico como en la generación de empleo, las pequeñas y medianas empresas (pymes), representan un colectivo de especial importancia para Europa. Consciente de ello, y durante sus siete años de vigencia, Horizonte 2020 prevé destinar una parte importante de su presupuesto –más de 9.000 millones de euros– para financiar a pymes que participen en proyectos de investigación y desarrollo.

Además del ámbito empresarial, en España el fomento de la participación de todas las entidades que conforman el sistema español de I+D+i es una de las prioridades del Ministerio de Economía y Competitividad. En este sentido, el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), organismo dependiente de este Ministerio, participa activamente en los comités de gestión de Horizonte 2020, defendiendo los intereses nacionales y fomentando la participación española mediante acciones de promoción y facilitando el apoyo financiero en la fase de preparación de las propuestas.

[iStock]/Thinkstock.

En el sitio web de Horizonte 2020 aparecen publicadas las fechas de apertura y cierre de las convocatorias vigentes de proyectos. Próximamente, estará asimismo disponible la versión ampliada de la guía sobre este Programa.

A continuación se describen las principales líneas de Horizonte 2020.

Horizonte 2020 dispone de un presupuesto provisional de 77.028 millones de euros para financiar iniciativas y proyectos de investigación, desarrollo tecnológico, demostración e innovación de claro valor añadido. Agrupa y refuerza las actividades que durante el periodo 2007-2013 eran financiadas por el VII Progra-

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

ma Marco de Investigación y Desarrollo, las acciones de innovación del Programa Marco para la Innovación y la Competitividad (CIP) así como las acciones del Instituto Europeo de Innovación y Tecnología (EIT).

El programa se centra en tres pilares:

• **Ciencia Excelente** para reforzar la excelencia científica de la Unión a nivel mundial, principalmente mediante iniciativas de temática abierta y en general, en proyectos individuales.

• **Liderazgo Industrial** para acelerar el desarrollo de las tecnologías, principalmente las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), nanotecnología, materiales avanzados, biotecnología, fabricación y transformación avanzadas y tecnología espacial; para ayudar a las pymes innovadoras europeas a convertirse en empresas líderes en el mundo y para facilitar la financiación de riesgo en actividades de investigación e innovación en su llegada al mercado.

• **Retos Sociales** para aportar una respuesta directa a las prioridades políticas y a los retos identificados en la estrategia Europa 2020, tales como la seguridad, la energía, el transporte, el cambio climático y el uso eficaz de los recursos, la salud y el envejecimiento, los métodos de producción respetuosos del medio ambiente y la gestión del territorio.

Queda completado con las acciones del Centro Común de Investigación (centro propio de la Comisión Europea) y del Instituto Europeo de Innovación y Tecnología (EIT) así como con las siguientes acciones transversales: «Difundiendo la excelencia y ampliando la participación» y «Ciencia con y para la sociedad» para que los beneficios de H2020 lleguen a todos los países de la UE y tengan una repercusión positiva en la sociedad.

Proyectos financiables

H2020 financia proyectos (en general, en colaboración transnacional) en todas las fases del proceso desde la investigación al mercado, esto es: actividades de investigación, desarrollo tecnológico, demostración e innovación (incluyendo innovación social y no tecnológica),

Medidas de apoyo a las pymes

Las pymes reciben una atención especial en H2020 como fuente significativa de innovación, crecimiento y empleo en Europa, al tener el potencial y la agilidad necesaria para aportar innovaciones tecnológicas revolucionarias y servicios innovadores al mercado, no sólo doméstico, sino también europeo o internacional.

Horizonte 2020 ofrece una amplia gama de medidas para apoyar las actividades de investigación e innovación de las pymes, así como sus capacidades, a lo largo de las distintas fases del ciclo de innovación. Este compromiso se concreta en el objetivo político de dedicar al menos el 20% del presupuesto de los «Retos Sociales» y del «Liderazgo en Tecnologías claves e industriales» a las pymes.

De esta forma, las pymes pueden participar y beneficiarse principalmente de:

• **Proyectos colaborativos de investigación e innovación** encuadrados en los Pilares «Retos Sociales» y «Liderazgo Industrial», participando activamente en las convocatorias de cada Reto y cada Tecnología.

• **Proyectos específicos del Instrumento Pyme** que se proponen como topics muy abiertos en «Retos Sociales» y «Liderazgo Industrial». En estos proyectos, que pueden ser individuales, se financia todo el proceso de la innovación mediante un esquema de subvención en fases dirigido a dar apoyo a aquellas pymes, tradicionales o innovadoras, que tengan la ambición de crecer, desarrollarse e internacionalizarse a través de un proyecto de innovación de dimensión europea.

• **Acciones de intercambio de personal que se financian bajo las acciones Marie Sklodowska Curie** (*Research and Innovation Staff Exchange*) con el objetivo de mejorar la transferencia de tecnología entre instituciones públicas y la empresa.

• Una ventana de capital y otra de deuda en el área «**Acceso a financiación de riesgo**», dentro del Pilar «**Liderazgo Industrial**», donde las pymes tienen a su disposición un conjunto de intermediarios financieros a los que solicitar capital, garantías o contragarantías para sus proyectos de I+D.

• Un conjunto de servicios vinculados a la innovación, fundamentalmente a través de la ***Enterprise Europe Network*** que se articularán en la temática de «**Innovación en las pymes**» (**Pilar 2**) para aumentar la capacidad de innovación en las mismas, cubriendo sus diferentes necesidades a lo largo del ciclo completo de la innovación, y así mejorar su competitividad, sostenibilidad y crecimiento.

• Adicionalmente, las pymes se pueden beneficiar de la iniciativa **Eurostars**, cofinanciada entre los países miembros de Eureka y la Comisión Europea, para las pymes intensivas en I+D, así como en los proyectos pilotos del ***Fast Track to Innovation*** que se espera implementar en 2015.

Fuente: *CDTI*.

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

• Desde solo 6.000,00 €
• Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
• 100% del capital invertido garantizado
• Sin comisión de cancelación
• Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

• Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
• Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
• Disponibilidad inmediata

Unicaja

Ventajas de participar en H2020

- Incremento de la competitividad
- Colaboración con entidades de otros países y en redes internacionales
- Internacionalización de estrategias y mercados
- Compartir riesgos en las actividades de investigación e innovación
- Acceso a información privilegiada a nivel europeo y a nuevos conocimientos
- Renovación tecnológica
- Mejora de la imagen de la entidad: visibilidad y prestigio
- Financiación privilegiada a las actividades de investigación e innovación
- Posibilidad de hacer frente a problemas científicos e industriales actuales, cada vez más complejos e interrelacionados, así como el conocimiento de hacia dónde evoluciona el sector
- Apertura a nuevos mercados.

Fuente: *CDTI*.

así como actividades horizontales de apoyo a la investigación y la innovación. Además, H2020 explora nuevos instrumentos de financiación tales como premios, acciones de compra pública innovadora o instrumentos financieros de capital y deuda, para maximizar las posibilidades de que los resultados de los proyectos lleguen con éxito al mercado.

En general, un proyecto de H2020 deberá:

• Aportar valor añadido a nivel europeo, respondiendo a una necesidad existente en la Unión Europea.

• Ser de aplicación exclusivamente civil (no militar).

• Desarrollarse, de forma general, en consorcio transnacional con la participación de al menos 3 entidades independientes entre sí de 3 Estados Miembros o Asociados, aunque hay determinados tipos de proyectos en los que se puede participar de forma individual. En la práctica, los consorcios suelen contar con un número más elevado de socios, que varía según el tipo de proyecto y su alcance.

• Ajustarse a las líneas específicas de investigación e innovación detalladas en los programas de trabajo y las convocatorias correspondientes, que suelen incluir también recomendaciones de presupuesto, que puede variar entre 500.000 euros y varios millones de euros, y de duración (en general entre 1 y 5 años).

• Respetar los principios éticos y la legislación nacional, de la Unión Europea e internacional aplicable.

Por el contrario, en general no serían financiables aquellos proyectos que no respondan a actividades de investigación, desarrollo tecnológico, demostración e innovación u otras actividades financiables dentro de H2020 y los respectivos Programas de Trabajo. Tampoco serían objeto de financiación los proyectos que tengan carácter local, regional o nacional, en los que la dimensión europea no esté justificada; y los que no presenten un avance real sobre el conocimiento ya existente a nivel europeo (proyectos de investigación), o una innovación real para el mercado europeo (proyectos de innovación).

Tipo de financiación

En Horizonte 2020 se aplicará un porcentaje único de financiación según el tipo de proyecto mediante reembolso de los costes subvencionables, que incluyen los costes directos y una tasa única del 25% para los costes indirectos, igual para todas las entidades del mismo.

Este porcentaje alcanza un máximo de hasta el 100% del total de los costes subvencionables en los proyectos de investigación y desarrollo o las acciones de coordinación y apoyo, reduciéndose este porcentaje máximo de hasta un 70% en el caso de proyectos de innovación para las entidades con ánimo de lucro.

En ambos casos, tras la firma del contrato del proyecto con la Comisión, parte de la contribución comunitaria al proyecto se transfiere a los participantes por adelantado para que prácticamente en toda la duración del proyecto tengan *cash-flow* positivo para acometer sus actividades.

Como novedad en Horizonte 2020, se podrán adicionar hasta 8.000 euros por investigador / año en entidades sin ánimo de lucro como coste directo asociado al proyecto, siempre y cuando forme parte de la política habitual de remuneración de la entidad.

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

Así mismo, H2020 también ofrece créditos, garantías o inversión en capital a través de los intermediarios de sus instrumentos de financiación de riesgo tanto para actividades de investigación e innovación que requieran inversiones arriesgadas para llegar a término (mecanismo de deuda), como para cubrir el desarrollo y el crecimiento de las empresas innovadoras (mecanismo de capital riesgo).

Potenciales participantes y cómo participar

Puede participar en el Programa cualquier entidad jurídica establecida en cualquier país de la Unión Europea, de un Estado asociado a Horizonte 2020 o de terceros países, tales como universidades, empresas, asociaciones o agrupaciones de empresas, centros de investigación, centros tecnológicos, Administraciones Públicas o usuarios en general, siempre y cuando se comprometa a:

- Invertir el tiempo y los recursos necesarios para el correcto desarrollo del proyecto.
- Asumir y compartir con los socios del proyecto los riesgos derivados de la propia ejecución de las actividades.
- Trabajar en equipo, compartiendo conocimientos en un consorcio europeo (salvo para determinados proyectos en los que se puede participar de forma individual).
- Respetar las reglas de participación establecidas por la Comisión Europea.
- Aceptar que el idioma de trabajo es el inglés.

No obstante, los participantes han de tener en cuenta que la preparación de una propuesta en Horizonte 2020 no es tarea fácil y requiere la implicación de considerables recursos humanos y económicos. Por tanto, a menudo es necesaria una orientación directa y apoyo en las distintas etapas que conlleva el desarrollo de las propuestas, para lo que existe una variedad de servicios que brindan información, asesoramiento y apoyo a las entidades interesadas en participar.

ESTRUCTURA Y PRESUPUESTO PROVISIONAL DE H2020 (MILLONES DE EUROS)

HORIZONTE 2020	**77.028**
Ciencia excelente	**24.441**
1. El Consejo Europeo de Investigación (CEI)	13.095
2. Las Tecnología Futuras y Emergentes (FET)	2.696
3. Las acciones Marie Sklodowska Curie	6.162
4. Las infraestructuras de investigación	2.488
Liderazgo industrial	**17.016**
1. Liderazgo en tecnologías facilitadoras e industriales	13.557
1.1 Tecnologías de la información y la comunicación (TIC)	7.711
1.2 Nanotecnologías, 1.3 Materiales avanzados y 1.5 Fabricación y transformación avanzadas	3.851
1.4 Biotecnología	516
1.6 Espacio	1.479
2. Acceso a la financiación de riesgo	2.842
3. Innovación en las PYME	616
Retos sociales	**29.679**
1. Salud, cambio demográfico y bienestar	7.472
2. Seguridad alimentaria, agricultura y silvicultura sostenibles, investigación marina, marítima y fluvial y bioeconomía	3.851
3. Energía segura, limpia y eficiente	5.931
4. Transporte inteligente, ecológico e integrado	6.339
5. Acción por el clima, medio ambiente, eficiencia de recursos y materias primas	3.081
6. Sociedades inclusivas, innovadoras y reflexivas	1.309
7. Sociedades seguras	1.695
Ciencia con y para la sociedad	**462**
Difundiendo la excelencia y ampliando la participación	**816**
Instituto Europeo de Innovación y Tecnología	**2.711**
Acciones directas no nucleares del Centro Común de Investigación (JRC)	**1.903**

Fuente: *Guía Rápida Horizonte 2020, CDTI.*

Adicionalmente a las convocatorias de Horizonte 2020 gestionadas por la Comisión Europea o sus Agencias Ejecutivas, hay otras iniciativas que reciben presupuesto de Horizonte 2020. Éstas son gestionadas bien por los países (Iniciativas de programación Conjunta, artículos 185, ERANETs, etc.), o bien directamente por la industria (por ejemplo, las Iniciativas Tecnológicas Conjuntas, JTIs por sus siglas en inglés), que publica sus convocatorias propias y que en general no siguen estrictamente todas las normas de participación del Horizonte 2020 ::

Datos de contacto del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial

Ministerio de Economía y Competitividad — CDTI Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial

c/ Cid, 4 - 28001 Madrid (España)
Teléfono: (+34) 91 581 55 00 | Fax: (+34) 91 581 55 94 | www.cdti.es

* Este artículo recoge los aspectos principales de la Guía Rápida sobre Horizonte 2020 realizada por el CDTI.

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

El éxito de las grandes empresas en el exterior, un ejemplo a seguir para las pymes

El cambio más trascendental que ha experimentado la economía española ha sido, sin lugar a dudas, la progresiva apertura a los mercados internacionales. De hecho, para sorpresa de propios y extraños, las empresas internacionalizadas han sido capaces de soslayar la mala situación que, desde el año 2007, ha venido arrastrando la economía española.

*Manuel Teruel**

El comportamiento de las empresas internacionalizadas durante los años de crisis ha dejado claro que la capacidad competitiva de las empresas es la clave del crecimiento. Nuestro tejido empresarial ha demostrado que es capaz de adaptarse con éxito a situaciones críticas, aumentando su presencia internacional.

Actualmente, las grandes empresas españolas son portadoras de nuestra imagen-país, un activo que es fuente de ventaja internacional para las empresas y sus marcas. Tanto el Estado como la sociedad en general han de ser conscientes de la importancia de dicha ventaja como elemento competitivo.

Ahora bien, somos un país de pequeñas y medianas empresas que cuenta con la enorme oportunidad de disponer de grandes compañías a escala global. Y esa es una oportunidad que no se puede dejar escapar. La decisiva presencia exterior de nuestras empresas en sectores clave como el bancario, el eléctrico, el de la energía o el de las telecomunicaciones, tiene que ser vista como una oportunidad para que otras empresas de sectores productivos diversos puedan igualmente ganar una posición en los mercados internacionales.

[iStock]/Thinkstock

Nuestras grandes empresas han abierto un camino y hay que apoyarlas. Nuestras pequeñas y medianas tienen que seguir ese camino y es necesario incentivarlas.

En este sentido, puedo decir con cierta satisfacción que las Cámaras de Comercio se han convertido en uno de los instrumentos más idóneos para incentivar y proporcionar a las pequeñas y medianas empresas el soporte necesario para dar el salto a los mercados exteriores, que actualmente ofrecen grandes posibilidades de inversión.

SEGUROS PARA EMPRESAS

¿Quién no ha derramado alguna vez el café sobre la mesa?

Pormenores como ese serán lo único por lo que tendrá que preocuparse desde ahora, porque Unicaja le ofrece una amplia gama de Seguros para Empresas que cubren los posibles imprevistos que pueden sucederle en el desarrollo de su actividad profesional.

- SEGUROS DE DAÑOS
- SEGUROS PERSONALES
- SEGUROS DE RESPONSABILIDAD CIVIL
- SEGUROS DE CRÉDITO

Unicaja

Un ejemplo de nuestra labor lo constituye el encuentro empresarial Hispano-Saudí que organizamos en Riad entre los días 14 y 15 de mayo, días antes de la llegada a Arabia Saudí de S.M. el Rey de España, acompañado de una nutrida delegación de grandes empresas españolas. Nuestro encuentro logró reunir en la capital saudí a ochenta pymes españolas de todos los sectores productivos y se organizó una ronda de negocios con 120 pymes saudíes. Cada pyme española mantuvo una media de seis entrevistas bilaterales con empresas de Arabia Saudí, que previamente habían sido concertadas, atendiendo al sector y la demanda de la pyme española. En torno al 80% de las empresas españolas participantes buscaban distribuidores saudíes con el objetivo de iniciar de forma eminente contactos comerciales, y el resto se mostró más interesado en conocer las licitaciones públicas previstas para los próximos años por el Gobierno saudí. Por su parte, la delegación empresarial de pymes saudíes mostró especial interés en invertir en España, bien directamente o a través del establecimiento de *joint-ventures* con empresas españolas.

Con este ejemplo lo que quiero demostrar es que nuestras pequeñas y medianas empresas se pueden, y se deben, beneficiar del efecto arrastre y de la imagen que las multinacionales españolas tienen en los mercados exteriores. Y, por supuesto, de la alta valoración que las instituciones españolas, representadas en la figura de nuestro Monarca, ostentan fuera de nuestras fronteras.

Pero además de este efecto, la pyme española necesita también un entorno adecuado para que se convierta en impulsora del crecimiento y del empleo en nuestro país. Para ello, es necesario recuperar la financiación de la actividad empresarial, especialmente aquella destinada a las pymes y em-

Las Cámaras de Comercio con la Feria IMEX

IMEX (IMPULSO EXTERIOR), es la única feria de negocio internacional que se celebra anualmente en España desde hace ya doce años. Tras haber celebrado con éxito ediciones en Madrid, Barcelona y Andalucía, IMEX llega a Castellón, de la mano de la Cámara de Comercio, para convertirse en punto de encuentro para las pymes, que podrán establecer contactos empresariales con expertos de numerosos países y tendrán la posibilidad de participar en un foro de referencia para intercambiar experiencias los días 18 y 19 de junio, en Castellón.

Además de una zona de exposición y el espacio de conferencias y mesas debate, IMEX incluye un área de países en la que los asistentes al certamen pueden entrevistarse- previa cita concertada vía web- con representantes de primer nivel de distintas nacionalidades y establecer contactos empresariales con expertos en esos mercados.

IMEX - Castellón contará con un plantel de 23 países que darán información práctica y concreta sobre los mercados más importantes del mundo que tienen interés para el comercio y/o las inversiones de las empresas castellonenses.

Las entrevistas se realizarán con los consejeros comerciales y económicos de las embajadas, expertos de organismos extranjeros de promoción del comercio o de las inversiones y Cámaras de Comercio.

Rumanía: país Invitado. Para el periodo 2014-2020, Rumanía tiene previsto alcanzar la cifra de 40.000 millones de euros en Fondos Estructurales y de Cohesión de la Unión Europea. Por este motivo, en esta nueva edición de IMEX se ha elegido a Rumanía como país invitado de la feria. Así, está prevista la organización de conferencias y mesas redondas que dotarán a las empresas de información muy práctica para conocer las oportunidades de negocio que ofrece Rumanía, especialmente en los sectores de ingeniería y construcción.

El principal objetivo de IMEX - Castellón es fomentar el negocio y la inversión internacional y contribuir activamente al crecimiento de las empresas de la comunidad, a la mejora de su competitividad y al éxito en su expansión internacional, facilitando para ello el mayor y más amplio conocimiento de oportunidades de negocio en los mercados internacionales y la forma correcta de acceder a ellos.

IMEX - Castellón se constituye como uno de los eventos más importantes de Negocio Internacional de cuantos se celebren en Castellón con la aspiración de alcanzar 800 visitantes, 600 entrevistas con expertos de 23 países y empresas de servicios a la internacionalización líderes en su sector, 2 Mesas Redondas, 8 conferencias especializadas, y una exclusiva zona de exposición, siendo por lo tanto cita obligada para todos los profesionales y empresas que tienen presencia o buscan tenerla en mercados internacionales.

IMEX - Castellón, organizada por la Cámara de Comercio de Castellón con la colaboración de la Diputación Provincial y de IVACE Internacional, se convertirá en el primer foro empresarial dedicado a la internacionalización dirigido a la pequeña y mediana empresa, inmersa en el proceso de salida a otros mercados.

prendedores, y a proyectos con vocación de crecimiento, internacionalización y creación de nuevos puestos de trabajo.

Aunque en el último trimestre parece que la financiación ha mejorado, no obstante continúa en niveles bajos, sobre todo, para las pymes. Por ello, quiero insistir en la necesidad de incorporar alternativas que permitan financiar la actividad de las pequeñas y medianas empresas y aumentar su dimensión. Entre dichas alternativas se pueden destacar: el pago de IVA sujeto al cobro de los importes, la compensación de ingresos y pagos con las Administraciones Públicas, la reducción de la morosidad o la incorporación de otros mecanismos alternativos de financiación.

Quisiera aprovechar esta oportunidad también para hacer una última reflexión. El apoyo a nuestras compañías en su expansión internacional y la creación de un sistema práctico de innovación son dos cuestiones urgentes y complementarias. Son una tarea de primer orden para cualquier Gobierno, y un punto de reflexión para las empresas y la sociedad en su conjunto.

Todos los sectores sociales –políticos, empresarios, universidades, instituciones públicas, sociedad civil– deberían ser conscientes de que toda política económica futura pasará, ineluctablemente, por el tamiz de la competitividad, de la innovación y del aumento de la presencia empresarial a nivel internacional, y para conseguirlo habrá que poner en marcha una especial colaboración entre políticas públicas y de iniciativas privadas. Una auténtica revolución respecto a nuestra forma actual de ver las cosas.

Es por ello por lo que, como presidente de las Cámaras de Comercio españolas, creo firmemente que estamos obligados a hacer especial énfasis en que nuestras grandes compañías son la mejor carta en la gran partida de la globalización de las pequeñas y medianas empresas. Es hora para que grandes y pequeños colaboren y para que más y más pymes se abran al mundo exterior. Porque la actividad empresarial de nuestras pymes será la auténtica impulsora del crecimiento económico y la creación de empleo ::

Datos de contacto del Consejo Superior de Cámaras de Comercio, Industria y Navegación de España

C/ Ribera del Loira, 12
28042 Madrid (España)
Teléfonos: (+34) 91 590 69 00
E-mail: info@cscamaras.es
www.camaras.org

* Presidente del Consejo Superior de Cámaras de Comercio.

El certificado de Operador Económico Autorizado reduce trabas aduaneras

El Operador Económico Autorizado, figura creada en 2005 por la Comisión Europea para certificar la solvencia fiscal y conducta ejemplar de las empresas en las aduanas, respaldará también los intercambios comerciales con China a partir del mes de junio. Con este sello de calidad, el comercio internacional se beneficia de un entorno más seguro y los operadores económicos disfrutan de las ventajas de ver simplificados los trámites aduaneros a los que deben hacer frente para realizar intercambios comerciales transfronterizos.

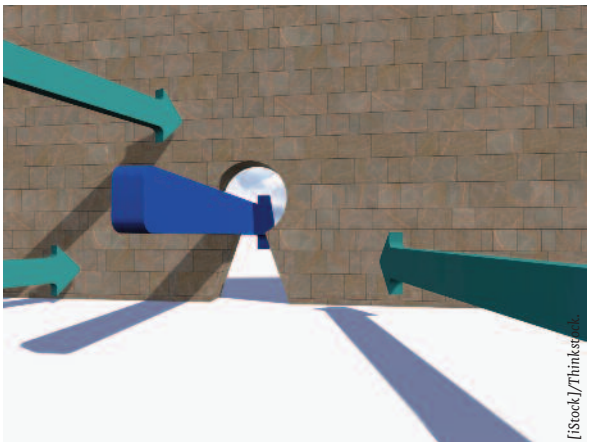
Naual El Anaya

El certificado de «Operador Económico Autorizado» (OEA) fue creado por la Comisión Europea a través del Reglamento CE 648/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de abril de 2005 con el objetivo de configurar un sistema aduanero comunitario que, además de incrementar la agilidad del tráfico comercial, quede respaldado por un fuerte marco de seguridad donde la entrada y salida de mercancías del territorio comunitario estén protegidas frente amenazas terroristas, el crimen organizado o cualquier otra circunstancia que pueda poner en riesgo el adecuado desarrollo del comercio internacional. Desde su creación en 2005, su regulación jurídica se ha ido completando con el Reglamento (CE) 1875/2006 de la Comisión de 18 de diciembre de 2006 y el Reglamento (CE) 1192/2008 de la Comisión de 17 de noviembre de 2008.

Existen tres tipos de certificados, ateniendo a la exigencia de requisitos y de los beneficios que de ellos se deriven:

• Certificado Operador Económico Autorizado Simplificaciones Aduaneras

• Certificado Operador Económico Autorizado Seguridad y Protección



[iStock]/Thinkstock

• Certificado Operador Económico Autorizado Simplificaciones y Seguridad

Teniendo en cuenta el actual contexto económico que vive España, en el que el sector exterior se ha convertido en el principal motor de propulsión de la economía desde el estallido de la crisis (el sector exterior representó el 34% del PIB español en 2013), la implantación de un sistema que procure garantizar la seguridad de la cadena logística internacional es una medida fundamental para seguir fomentando las exportaciones españolas.

No obstante, contar con la condición de «operador de confianza» en el comercio internacional no se obtiene por el mero hecho de ser una persona física o jurídica perteneciente al bloque comunitario, sino que se debe superar un previo proceso de concesión. En España, la solicitud se presenta ante la Agencia Tributaria, que es la autoridad que tiene atribuida la competencia de adjudicación del certificado de OEA, previo estudio de cada caso concreto, con el objetivo de poder determinar si se si cumple con los requisitos mínimos de fiabilidad.

Estos requisitos se recogen en el artículo 5.2 bis del Reglamento 648/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, según el cual los criterios que determinan la concesión del estatuto de operador económico autorizado son, además de la situación tributaria global del contribuyente, los siguientes aspectos:

- Un historial satisfactorio de cumplimiento de los requisitos aduaneros.
- Un sistema adecuado de gestión de los registros comerciales y, en su caso, de los registros de transportes, que permita un control aduanero apropiado.
- En su caso, una solvencia financiera acreditada.
- Si procede, unos niveles de seguridad adecuados.

Las ventajas de ser un «operador de confianza»

Obtenido este sello de calidad por parte de la Agencia Tributaria, el solicitante acreditado pasa a ser considerado un «operador confiable» en toda la UE y en el resto de países con los que la UE haya firmado un acuerdo a través del cual se reconocen mutuamente sus respectivos OEA. Gracias a esta certificación, el operador podrá disfrutar de un conjunto de ventajas que, de forma general, hacen referencia a la simplificación de los trámites burocráticos en las aduanas.

Entre las principales ventajas que se derivan de la posesión del certificado del OEA, destacan:

1. Menor número de controles físicos y documentales.
2. Prioridad en los controles.
3. Posibilidad de elegir el lugar de la inspección.
4. Mayor facilidad para acogerse a procedimientos aduaneros simplificados.
5. Declaraciones sumarias de entrada o salida con datos reducidos
6. Notificación previa de decisión de reconocimiento previo.

Sin embargo, cabe indicar que sólo una de las modalidades del certificado de OEA proporciona todas estas ventajas: el Certificado Operador Económico Autorizado Simplificaciones y Seguridad. Los dos restantes no otorgan todos estos beneficios: el Certificado Operador Económico Autorizado Simplificaciones Aduaneras no incluye las dos últimas privilegios (declaraciones sumarias de entrada o salida con datos reducidos, notificación previa de decisión de reconocimiento previo) y el Certificado Operador Económico Autorizado Seguridad y Protección cubre todas las ventajas menos la referida a la mayor facilidad para acogerse a procedimientos aduaneros simplificados.

Optar por solicitar una u otra modalidad dependerá de los objetivos que persiga la empresa en cuestión con la obtención del certificado. La propia Agencia Tributaria ha recogido diferentes situaciones, a modo de ejemplo, para orientar a las empresas en la toma de esta decisión y afirma que *«una empresa naviera puede no estar interesada en simplificaciones aduaneras, pero sí en aspectos relacionados con la seguridad. Un representante aduanero que sólo presenta declaraciones en nombre de terceros puede que sólo esté interesado en las simplificaciones aduaneras. Finalmente, un exportador que quiera ser considerado socio de confianza en sus relaciones internacionales estará interesado en un certificado de simplificaciones y seguridad»*.

Origen del operador económico autorizado

Cabe destacar que la figura del «operador confiable» no nace en Europa, sino que su origen se re-

monta a los atentados de Septiembre de 2001 en Estados Unidos, fecha a partir de la cual el país norteamericano inicia el proceso de endurecimiento de las medidas de seguridad en sus fronteras que, en el caso del comercio exterior, desembocó en la creación del C-TPAT (*Customs and Trade Partnership Against Terrorism*), certificación expedida por el Gobierno de los Estados Unidos para garantizar la seguridad de las importaciones realizadas por dicho país.

Desde entonces son 3.076 certificados de operadores económicos autorizados emitidos dentro de la Unión Europea, de los cuales 579 corresponden a compañías españolas. Si bien, según señaló el Ministerio de Hacienda el pasado 28 de abril en un comunicado, «se prevé que estas cifras aumentan sensiblemente a partir de 2016 con la entrada en vigor del nuevo Código Aduanero de la Unión Europea, que exige a los operadores contar con el certificado OEA para un amplio abanico de autorizaciones y simplificaciones aduaneras».

Acuerdos de mutuo reconocimiento

Además del futuro Código Aduanero de la Unión Europea, también tiene una favorable influencia sobre la expansión de esta figura los esfuerzos de la UE por ampliar el ámbito de aplicación del sistema de OEA con otros países, a través de la rúbrica de acuerdos de mutuo reconocimiento. Hasta el momento, el certificado de operador económico autorizado ya respalda los intercambios comerciales entre la UE y Estados Unidos, Japón, Suiza, Noruega y Andorra, lo que supone que más de una cuarta parte del valor de las exportaciones efectuadas desde España a un país no comunitario están adheridos a este sistema. A partir de junio se incluirá en este listado el quinto destino extracomunitario de las ventas españolas: China.

Este último acuerdo de mutuo reconocimiento reafirma la importancia de contar con el certificado OEA, en este caso, para las empresas españolas exportadoras en el país asiático. No obstante, solo 116 de las más de 12.900 del total de las empresas españolas que exportan al gigante asiático cuentan con este certificado, por lo que se espera que la entrada en vigor del acuerdo incremente esta cifra con el aliciente de que las empresas españolas podrán acortar el tiempo que sus productos quedan varados en la aduana china hasta pasar todos los controles pertinentes ::

El significado de Alibaba

Mientras que en la actualidad más de la mitad del mercado global de consumo se encuentra en la Unión Europea y Estados Unidos, en apenas dos décadas la mayor parte del poder adquisitivo mundial se concentrará en China e India.

Decía el economista Lester Thurow que las reglas las escribe el país con el mercado de mayor tamaño. Cuando pronunció estas palabras se refería a la creación del mercado único europeo en los años noventa. Si bien la Unión Europea no ha desplazado a Estados Unidos como supremo regulador de los mercados, China (o quizás India) seguro que lo van a conseguir.

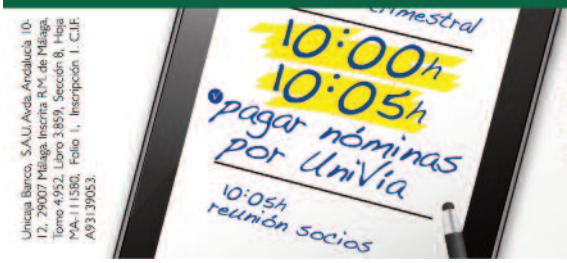
La planeada salida a bolsa de Alibaba nos recuerda que el mundo va cambiando inexorablemente. Esta compañía tiene una cifra de ventas mayor que la suma de eBay y Amazon. Esta oferta pública de venta de acciones romperá todos los récords, pero no será ni la última ni la mayor salida a bolsa de compañías tecnológicas chinas. Es solamente el principio. La economía china se encuentra en medio de un proceso de cambio que reducirá la contribución de la inversión al crecimiento en favor del consumo. Esta tendencia es algo que no solamente beneficiará a China, puesto que el resto del mundo quiere reducir sus déficits comerciales con el país asiático y la única manera de lograrlo es mediante una combinación de mayor consumo interior y menores exportaciones.

Otro signo de la mayor influencia de China en los mercados de consumo mundiales se refiere a su actividad en materia de defensa de la competencia. Las autoridades chinas examinan las fusiones y adquisiciones de envergadura global para detectar posibles aumentos inusitados en el grado de poder de mercado, tal y como lo viene haciendo Estados Unidos desde hace décadas y la Unión Europea en los últimos años. Por ejemplo, China impuso ciertas condiciones para dar luz verde a las fusiones y adquisiciones totales o parciales anunciadas entre Inbev y Anheuser-Busch, Mitsubishi Rayon y Lucent, Panasonic y Sanyo, Pfizer y Wyeth, General Motors y Delphi, Novartis y Alcon, Geoogle y Motorola, United Technologies y Goodrich, Glencore y Xstrata, y Baxter y Gambro. Dado el tamaño de su mercado interior, China está en condiciones de imponer cambios en todo tipo de operaciones corporativas si determina que pueden afectar a la competencia en los mercados globales en general y en el suyo en particular.

Mientras que en la actualidad más de la mitad del mercado global de consumo se encuentra en la Unión Europea y Estados Unidos, en apenas dos décadas la mayor parte del poder adquisitivo mundial se concentrará en China e India. De hecho, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) pronostica que India tendrá el mayor mercado de consumo, por encima de Chi-

Mauro F. Guillén es director del Lauder Institute y catedrático de Dirección Internacional de la Empresa en la Wharton School, así como miembro del Consejo Académico de Afi Escuela de Finanzas Aplicadas.
E-mail: guillen@wharton.upenn.edu

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

na. Esto se debe a dos tendencias. La primera es el crecimiento de la población en India, mucho más rápido que en China, lo que significa que India será en país más poblado del mundo en menos de 20 años. La segunda radica en que la desigualdad en la distribución de la renta crece mucho más rápido en China que en India, lo que ralentiza el desarrollo del mercado de clase media.

Nos encontramos, por tanto, en los albores de un cambio fundamental en la economía global. Conviene recordar que hasta el año 1500 aproximadamente India era la mayor economía del planeta, momento en el que China se adelantó. Se trataba de dos países grandes pero pobres. La revolución industrial les relegó a un segundo plano en el concierto económico y financiero mundial, llegando hasta el extremo de que India se convirtió en una colonia y China sufrió numerosas humillaciones a manos de las potencias europeas. Estados Unidos se convirtió en la mayor economía del mundo en 1888. Ahora estamos presenciando un regreso al equilibrio mundial anterior a la revolución industrial. Europa y Estados Unidos seguirán siendo líderes tecnológicos y sus ciudadanos continuarán disfrutando de un elevadísimo nivel de vida. Pero su hegemonía está en declive. El auge del mercado de consumo en China e India es solamente un aspecto más de esa tendencia ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Los activos emergentes ganan atractivo ante la laxitud monetaria en el bloque desarrollado

Los activos emergentes vuelven a irrumpir en el panorama inversor tras las fuertes correcciones sufridas durante el pasado año. La reducida rentabilidad que ofrecen los activos de países núcleo, así como la percepción de un menor riesgo, hace más atractiva la inversión en deuda emergente, principalmente en el corto plazo. Nuestro posicionamiento todavía sigue siendo cauteloso, sobre todo ante los focos de riesgo persistentes en el medio plazo. Por este motivo, modificamos la recomendación de infraponderar a neutral en estos mercados.

Juan Navarro

La ralentización de las economías desarrolladas en el primer trimestre del año pone de manifiesto una salida de la recesión más lenta de lo que en un primer momento se descontaba. La falta de crecimiento de las economías emergentes, con el efecto «contagio» de China como principal desencadenante, merma el potencial de crecimiento de los países desarrollados y condiciona el endurecimiento de las condiciones monetarias en éstos.

En el frente europeo, los resultados adelantados de crecimiento para el 1T14 han decepcionado al consenso, a excepción de Alemania, que vuelve a crecer a un ritmo muy superior al resto de países (+0,8% trimestral, frente a la media del área euro del 0,2%). A falta de conocer la composición definitiva de los cuadros macroeconómicos, la mayoría de los registros han sido peores de lo anticipado, en particular Portugal y Holanda. Francia también obtuvo unos resultados peores de los previstos, en gran medida por la menor contribución de la demanda externa, con un EUR en niveles de 1,39 USD/EUR.

Por su parte, EEUU acusa una ralentización en su proceso de recuperación, tal y como se observa en la cifra de crecimiento del primer trimestre

[iStock]/Thinkstock

(+0,1%), en parte provocada por las condiciones meteorológicas. El mercado laboral sigue mejorando, pero la débil recuperación podría incluso llevar consigo un retraso en el volumen de retirada de estímulos o *tapering*.

Ante la falta de atractivo de inversiones en países desarrollados, la opción del bloque emergente vuelve a tomar fuerza como alternativa para genera valor en el corto plazo. Según el *Institute of International Finance*, entre marzo y abril la entrada de flujos de capital en los mercados de acciones y bonos se incrementó hasta los 64.000 millones de dólares. Habría que remontarse hasta septiembre

del pasado año para contemplar un aumento de tal calado en los flujos hacia el bloque emergente.

Los principales elementos que favorecen el retorno a este mercado son los siguientes:

a. Anclaje de los tipos de interés de las curvas núcleo, principalmente de la curva USD. La cesión de 50 puntos básicos desde comienzos de año en el bono a 10 años ha restado presión a la deuda emergente, abaratando los costes de la financiación.

b. La política monetaria de los principales bloques ya ha sido descontada por el mercado. Economías como Brasil podrían terminar en breve con el ciclo de endurecimiento monetario y el *tapering* de la Fed ya podría estar en precio.

c. Si la percepción de riesgo de los mercados emergentes cae, la renta fija podría tener recorrido ante la caída de los *spread* de riesgo y la cesión o no incremento del riesgo de base (curva USD).

d. *Carry Trade*: a medida que la TIR de los desarrollados cede, otros mercados ganan atractivo relativo. El aumento de los diferenciales es un aliciente para los inversores que buscan un plus de rentabilidad en sus carteras de renta fija.

Por su parte, los principales focos de riesgo de tomar posición a largo plazo en el mercado emergente residen principalmente en tres factores: i) ralentización de la economía global por el menor crecimiento de China, ii) presencia de valoraciones muy ajustadas en los mercados de renta variable emergente, y iii) repunte de tipos de interés de las curvas núcleo como la curva USD.

En este contexto de atractivo relativo a corto plazo y con focos de riesgo en el horizonte nuestra recomendación pasa de infraponderar a neutral. Es posible obtener un plus de rentabilidad adicional en el corto plazo pero en el largo plazo consideramos que la falta de crecimiento en beneficio (incluso cesión de los mismos) en muchas economías BRIC, junto a las valoraciones más que ajustadas que tienen en términos de PER y PVB invitan a ser cautelosos con el posicionamiento estratégico.

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Mayo	2014
RV Emergentes Europa del Este	11,3	-0,6
RV Emergentes MENA	6,4	9,5
RV Emergentes Global	6,2	4,0
RV Emergentes Asia y Oceanía	5,1	4,0
RV Emergentes Latinoamérica	4,2	5,8
RV Japón	4,1	-5,2
RV Sectores Crecimiento	3,0	3,3
RF Emergentes	2,8	4,8
RV Sectores Defensivos	2,5	5,9
RV EEUU	2,2	1,9
RV Internacional	2,2	3,4
RF Emergentes Corporate	2,2	3,6
RF Largo Plazo USD	2,0	3,0
RV Europa	1,6	4,9
RV España	1,5	8,4
RF Internacional	1,3	34,3
Monetarios USD	1,3	0,0
RV Euro	1,3	5,4
RV Mixta Internacional	1,2	2,6
RV Mixta Euro	1,1	4,4
Monetarios Internacional	1,1	1,7
RV Materias Primas	1,1	7,4
RF Convertibles	1,0	2,9
RF High Yields	0,9	3,6
Gestión Global	0,9	2,6
RF Mixta Internacional	0,6	2,4
Garantizado parcial	0,5	3,4
Materias primas	0,5	7,5
RF Mixta Euro	0,5	2,9
RF Largo Euro	0,5	4,0
Fondos de Inversión Libre	0,5	1,0
Gestión Alternativa	0,4	0,6
Garantizado rendimiento variable	0,3	1,9
Retorno Absoluto Conservador	0,1	0,7
RF Corto Euro	0,1	2,0
Garantizado rendimiento fijo	0,1	1,9
Monetarios Euro	0,0	0,2

Fuente: *Afi*.

La diferenciación entre mercados es clave para batir a los *benchmark* de renta variable emergente. Nuestro *Afi country model* es una buena herramienta para conseguirlo sobre todo centrada en el corto plazo y un posicionamiento mucho más táctico que estratégico.

Dentro del *Afi country model* se recogen tanto variables de valoración de los índices (PER, RPD o PBV), fundamentos macroeconómicos (crecimiento, precios, déficit, reservas...) así como indicado-

res de *momentun*, basándolos en el cambio de recomendaciones de los analistas. El riesgo político o riesgo país también es otro de los factores con ponderación dentro del modelo.

Actualmente, el modelo recomienda comprar Rusia, Malasia y Polonia. A medio plazo, preferimos mercados con fundamentos macroeconómicos más sólidos, menos vulnerables ante focos de riesgo que se pueden presentar en los próximos meses. Polonia estaría dentro de ellos y también México y Corea (actualmente infraponderados en el modelo).

Posicionamiento

El probable programa de compra de activos del BCE será el elemento clave para la evolución de las variables financieras durante los próximos meses. En concreto, el tipo de activos objeto de compra y, sobre todo, el tamaño del programa, si finalmente se lanza, serán los elementos clave. Esperamos un programa de estímulo poco agresivo, por lo que el aumento de riesgo que proponemos para junio se basa en variables financieras no euro. En concreto, elevamos el peso de bolsa emergente asiática y LatAm, así como la renta fija euro a largo tras el ligero repunte de tipos periféricos. Reducimos el peso de gestión alternativa, cuyas perspectivas han empeorado durante los últimos meses, y de monetarios USD después de la apreciación reciente del dólar, que acerca la cotización del USD/EUR a los niveles que esperamos a corto plazo ::

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-jun-14	31-may-14	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	20	20	17	3
RV EEUU	6	6	6	0
RV Emer. Asia	2	1	1	1
RV Emerg. Latam	3	2	1	2
RV Europa Este	4	4	1	3
RV Japón	8	8	4	4
Renta variable	**43**	**41**	**30**	**13**
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	10	12	0	10
Gestión alternativa	**10**	**12**	**7**	**3**
RF Convertibles	13	15	0	13
RF High Yield	5	5	2	3
RF Emergente	4	4	0	4
RF IG CP	4	4	8	-4
RF IG LP	6	6	0	6
RF Largo EUR	7	5	15	-8
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	**39**	**39**	**58**	**-19**
Monetarios USD	4	4	0	4
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	4	4	5	-1
Mdo. Monetario	**8**	**8**	**5**	**3**

Fuente: *Afi*.

Interpretaciones de un repunte de tipos

Que la curva de tipos, tanto de los países núcleo como de la periferia repunte, sería una buena noticia ya que indicaría una reducción de la probabilidad de una «japoneización» de la economía europea.

Los bancos centrales siguen siendo los protagonistas. En el caso de la Reserva Federal, por rebajar una vez más la compra mensual de bonos pero reduciendo las expectativas de una temprana elevación de los tipos de interés. En el caso del BCE, por anticipar que en el próximo consejo de Gobierno (5 de junio) llevará a cabo nuevas medidas de política monetaria. Desde el anuncio ha comenzado el debate sobre cuáles pueden ser: desde la medida más convencional, como una rebaja de los tipos de interés, hasta otras utilizadas en el pasado como la inyección de liquidez a largo plazo a entidades financieras, o incluso contemplando algunas más «novedosas» como la compra a vencimiento de instrumentos de renta fija. Dentro de esta posibilidad, lo más innovador sería la eventual inclusión de activos denominados en dólares.

En este contexto, la variable que proporcionalmente más ha reaccionado a anuncio ha sido el tipo de cambio del euro contra el dólar, que tras alcanzar cotas de 1,4000 USD/EUR se ha depreciado hacia la zona de 1,3650 USD/EUR, una depreciación que podría continuar en próximas semanas si se confirman las nuevas medidas del BCE.

En el mercado de bonos la respuesta ha sido más tibia, tal vez porque en los meses anteriores ya habíamos asistido a un intenso proceso de relajación de los tipos de interés, tanto de los países núcleo (el Bund alemán a 10 años llegó a situarse en el 1,33%) como de la periferia, en un movimiento éste más acusado (el bono español a 10 años ha marcado un mínimo histórico en el 2,85%) favoreciendo una nueva reducción de la prima por riesgo, que se situó por debajo de los 150 puntos básicos. Ahora bien, en la segunda mitad de mes hemos asistido a un repunte de los tipos de interés de los países periféricos, siendo la excusa en esta ocasión el temor a la incorporación de algún tipo de impuesto a los tenedores de bonos del Tesoro griego. Este repunte pone de manifiesto el potencial «riesgo decepción» en caso de que el BCE finalmente no lleve a cabo medidas o, al menos, no sea lo suficientemente contundente. La otra interpretación que puede hacerse está relacionada con una mayor expectativa de crecimiento económico en la UME, tal vez como respuesta a la previsible rebaja de tipos del BCE, la depreciación del euro y los indicadores adelantados

David Cano es socio de Afi y director general de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL
- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI
- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

(índices de sentimiento empresarial) cuyos registros se están situando por encima de las expectativas. Que el Bund alemán a 10 años también haya rebotado (aunque en menor intesidad) y que la renta variable esté en zona de máximos de los últimos cinco años podría ser indicativo de que se generaliza una visión más positiva para la economía europea. Que la curva de tipos, tanto de los países núcleo como de la periferia repunte, sería una buena noticia ya que indicaría una reducción de la probabilidad de una «japoneización» de la economía europea. Si viene acompañado por una depreciación del euro, el análisis sería aún más positivo y serviría de impulso a la renta variable, activo que, en caso de asistir a una revisión al alza en los beneficios empresariales, podría experimentar un fuerte impuslo alcista ::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

- Desde solo 6.000,00 €
- Usted elige y dispone de plazos de inversión entre 1 y 30 días
- 100% del capital invertido garantizado
- Sin comisión de cancelación
- Con tipos de interés muy atractivos, variables en función del plazo

UNIFOND DINERO, FI

- Inversión mínima: 170,00 €, con aportaciones posteriores sin límite
- Sin comisiones de ningún tipo por suscripción o reembolso
- Disponibilidad inmediata

Unicaja

Entrevista a: Javier Velasco Guardado, director general de Genesys Telecommunications Laboratories España y Portugal

«La correcta selección de mercados objetivo y socios locales es fundamental»

Javier Velasco, asturiano con más de 23 años de experiencia en el sector de tecnología, actualmente es director general para España y Portugal de Genesys Telecommunications Laboratories, una compañía estadounidense proveedora de soluciones de *Contact Center*. Licenciado en Ciencias Matemáticas por la Universidad Autónoma de Madrid, empezó su carrera desempeñando puestos de diversa responsabilidad en compañías como Indra, Soluziona e Interwoven. Entre 2002 y 2005, la empresa californiana TIBCO Software delega en Velasco la dirección del Departamento de Ventas dedicada al sector público y energético de España y Portugal. Desde 2005 hasta 2008 ejerce como director comercial de webMethods en España, Portugal y Latinoamérica promoviendo la expansión de esta compañía con éxitos cosechados en todos estos mercados. Posteriormente asume la Dirección de Ventas en España y Portugal de Bladelogic con el objetivo de posicionar y extender la actividad de la empresa en ambos países. En octubre de 2008 fue nombrado director del Departamento de Ventas de España y Portugal de la multinacional norteamericana, Progress DataDirect. Antes de incorporarse a Genesys Telecommunications Laboratories, Javier Velasco ocupaba la función de Director de Ventas y Marketing de Inicia, a nivel nacional e internacional.

Javier Velasco Guardado
Director general de Genesys Telecommunications Laboratories España y Portugal

Ana Mª Domínguez

Genesys Telecommunications Laboratories (Genesys) es una multinacional estadounidense que cuenta con una delegación en Madrid desde donde cubre los mercados español y portugués. Ocupa una posición de liderazgo en el área de aprovisionamiento de soluciones de *Contact Center* y «experiencia de cliente». Los productos y servicios ofrecidos por Genesys están orientados a «potenciar una experiencia de cliente óptima que aporte experiencias coherentes, constantes y

personalizadas a través de todos los contactos, canales e interacciones», como así lo destaca la compañía. Genesys tiene una presencia que podríamos considerar global, al estar implantada en 80 países, entre ellos España. ¿Cuáles han sido las claves de su proceso de expansión internacional?
Con más de 20 años en el mercado, Genesys se ha convertido prácticamente en un estándar tecnológico en el ámbito de los *contact centers*. Nuestra expansión internacional ha seguido la dinámica de los mercados en los que estamos presentes, hasta llevarnos a gestionar diariamente más de 100 millones de interacciones con cliente. Las principales claves de nuestro éxito en la expansión global de la firma son la presencia local y una excelente red de socios. Otra de nuestras fortalezas es que no tenemos dependencia de ningún *hardware* ni de ningún otro *software*, lo que nos permite convivir con todos los actores de nuestro entorno.

¿Existe algún tipo de diferenciación geográfica en cuanto a la estrategia de implantación seguida por la compañía?
Hemos abierto oficinas en los principales mercados y en economías emergentes que presentan un alto potencial. En el resto de países de menor tamaño seguimos una estrategia indirecta, apoyándonos en socios integradores que llevan nuestras soluciones hasta el cliente final.

¿En qué países se han encontrado con más dificultades para desarrollar su actividad? ¿Y cuáles serían las principales barreras, a la hora de entrar en un nuevo mercado, que ha de sortear una empresa con fuerte componente tecnológico como Genesys?
No puedo resaltar ningún país como especialmente difícil a la hora de desarrollar nuestro negocio. Al fin y al cabo la atención al cliente es un proceso de negocio clave y trasversal a cualquier empresa y por tanto nos reciben con los brazos abiertos ya que aportamos soluciones muy avanzadas, robustas y maduras. Lo que sí puedo apuntar como director general de España y Portugal es que he visto dos tendencias opuestas en ambos países. En Portugal la crisis ha contraído el sector del *contact center* mientras que en España lo ha expandido. Aquí hemos visto que la inversión ha crecido porque las empresas han salido a buscar al cliente, al que ya tienen o al de sus competidores.

¿Qué ventajas destacaría del hecho de contar con una red internacional tan amplia como la que posee actualmente su empresa?
Por una parte nos permite tener una visión amplia y multicultural de la atención al cliente, lo que nos ayuda a la hora de asesorar a nuestros clientes en cuanto a su modelo de atención. Por otra, podemos atender a nuestros clientes globales en todas sus localizaciones.

¿Cuáles son las principales actividades que realiza Genesys en España?
Somos el proveedor líder de soluciones para la gestión de Centros de Contactos y *Customer Experience* (CX). Comercializamos nuestras soluciones y colaboramos con nuestros socios en la implantación de las mismas en los clientes finales. Proporcionamos, asimismo, servicios profesionales de apoyo y formación a los clientes.

Hay que recordar que no solamente suministramos soluciones para que las empresas gestionen adecuadamente los contactos con sus clientes, sino también para que gestionen adecuadamente la fuerza de trabajo que tienen en sus *contact centers*, que puede ser muy numerosa. Telefónica tiene más de 20.000 agentes y Vodafone 16.000 en el mercado español. Hay que proporcionar formación a esa masa de empleados, no sólo sobre la herramienta que van a utilizar en el día a día sino también en lo que concierne al modelo de atención al cliente, que tiene rasgos específicos.

¿Qué aspectos considera fundamentales para poder competir con éxito a nivel internacional, dentro de su sector de actividad?

Es fundamental disponer de una tecnología probada y robusta, que al tiempo incorpora los últimos avances. En nuestro caso, seguimos liderando el mercado al dotar a nuestros clientes de la posibilidad de abrir la atención al cliente a nuevos canales, tales como las redes sociales o los teléfonos móviles.

La experiencia es también un grado. Genesys lleva más de 20 años ayudando a las empresas a gestionar la atención al cliente y sus centros de contacto. Ponemos este bagaje a disposición de nuestros nuevos clientes para que se beneficien de tan larga experiencia.

Podemos decir que gozamos de una posición privilegiada en el sector de las telecomunicaciones. Hay pocos operadores que no usen nuestra tecnología; desde Estados Unidos a Australia, pasando por los principales de Europa. De las *utilities* de España, el 90% son clientes de Genesys: para esas compañías hemos gestionado campañas de todo tipo, incluyendo las que se hacen actualmente en relación con el nuevo esquema de tarifas eléctricas.

La innovación constituye un pilar básico dentro del negocio de Genesys, ¿qué importancia atribuye a la colaboración con otras empresas y/o centros de investigación para el desarrollo de nuevas soluciones? ¿Qué atributos esenciales busca la empresa en potenciales socios o colaboradores internacionales?

Buscamos siempre dos factores primordiales: conocimiento y compromiso. Conocimiento del mercado y de nuestro sector, que sirva como base para la implantación de nuestras soluciones. Y compromiso con Genesys, como ingrediente fundamental de toda nueva relación comercial.

¿Qué retos afronta Genesys en el medio plazo? ¿Tienen previsto la entrada en nuevos mercados?

Seguimos una línea expansiva en mercados emergentes. El mayor reto es el crecimiento y la correcta gestión del mismo.

¿Qué cualidades de un equipo directivo estima fundamentales para implementar adecuadamente una estrategia de internacionalización empresarial?

Apertura de mente, multiculturalidad y capacidad negociadora son para mí elementos indispensables para un directivo que afronta la internacionalización. Hay que reconocer el terreno, buscar las diferencias culturales y los usos comunes, y adaptarse a ellos. La búsqueda de socios locales con un buen conocimiento del mercado local suele, además, acelerar los resultados.

¿Qué consejo podría trasladar a aquellas empresas españolas que se encuentran en fases iniciales de su proceso de salida al exterior?

Es fundamental escoger correctamente los mercados objetivo para la fase de expansión. Muchas veces la cercanía con un mercado no procede sólo de la proximidad lingüística. Conviene insistir también en la correcta selección de un socio local, que ayude a acelerar el despliegue así como la consecución de resultados ::

La importancia de la reputación

A menudo los términos reputación corporativa y responsabilidad social corporativa se utilizan como sinónimos, cuando no lo son. La responsabilidad corporativa es una condición necesaria, pero no suficiente, para tener una buena reputación.

Yolanda Antón

Desde hace ya tiempo, es reconocida como una buena práctica de gestión la preocupación por la responsabilidad empresarial, así como por la reputación que tienen las empresas. Inclusive se publican índices y rankings tanto a nivel global como a nivel nacional del grado de prestigio y reconocimiento que tienen las empresas a nivel social. Entre ellos, el informe *Global RepTrack 100* analiza las empresas con mejor reputación del mundo. Para ser incluidas en él, las empresas deben reunir los siguientes criterios: (i) poseer una alta reputación en su país de origen, (ii) tener una presencia global y (iii) disfrutar de un alto grado de conocimiento por parte de los consumidores de los quince países encuestados.

El modelo que utiliza este *Global RepTrack* se basa en examinar la relación entre el vínculo «emocional» de un grupo de interés determinado junto con las percepciones sobre siete vínculos racionales subyacentes o dimensiones, que son los siguientes:

- Oferta de productos/ servicios
- Innovación
- Entorno de trabajo
- Ciudadanía (compromiso social y medioambiental)
- Integridad (transparencia y ética)
- Liderazgo (calidad de gestión)
- Resultados financieros.

En la versión del informe para 2014, Zara, la multinacional gallega de la moda, vuelve a ser por cuarto año consecutivo la única enseña española en

[iStock]/Thinkstock.

formar parte del selecto grupo de las cien empresas con mayor reputación, ocupando el lugar 93.

Es una participación muy reducida, si tenemos en cuenta que en España contamos con muchas empresas susceptibles de entrar en el estudio por su presencia global (banca, hostelería, comunicaciones, infraestructuras, energía, etc.) muchas de ellas con destacadas políticas e inversiones en el campo de la responsabilidad social.

Por lo tanto, es importante que nos hagamos una pregunta: ¿Es lo mismo reputación corporativa y responsabilidad social corporativa (RSC)? Porque muy a menudo estos términos se confunden y se utilizan como sinónimos, cuando en realidad son diferentes, aunque puedan ser complementarios y estar estratégicamente unidos.

SEGUROS PARA EMPRESAS

¿Quién no ha derramado alguna vez el café sobre la mesa?

Pormenores como ese serán lo único por lo que tendrá que preocuparse desde ahora, porque Unicaja le ofrece una amplia gama de Seguros para Empresas que cubren los posibles imprevistos que pueden sucederle en el desarrollo de su actividad profesional.

- SEGUROS DE DAÑOS
- SEGUROS PERSONALES
- SEGUROS DE RESPONSABILIDAD CIVIL
- SEGUROS DE CRÉDITO

Unicaja

La reputación corporativa o empresarial es el conjunto de percepciones que tienen sobre la empresa los diversos grupos de interés, tanto internos como externos: clientes y potenciales clientes, empleados, competencia, medios, opinión pública, accionistas y todos aquellos colectivos que, directa o indirectamente, se vean afectados por las actividades de una empresa. Es el resultado del comportamiento desarrollado por la empresa a lo largo del tiempo y describe su capacidad para distribuir valor a tales grupos. En sentido positivo y como retorno para la empresa se concreta en admiración, respeto y confianza, y en una fluida y enriquecedora relación con los grupos de interés, los denominados *stakeholders*.

Por su parte, la RSC es un compromiso voluntario de la empresa, que se plasma en su modelo de gestión a través de prácticas y estrategias destinadas a equilibrar las dimensiones económica, social y medioambiental.

Lo crítico aquí es que así lo perciban los grupos de interés. Dicho de otro modo, las percepciones que componen la reputación pueden no corresponderse, en sentido positivo o negativo, con las políticas y prácticas de responsabilidad social de las empresas y sus objetivos en este sentido, si bien es cierto que las empresas con mejor reputación suelen tener buenas políticas de RSC que, además, comunican muy bien al público.

Aquí está la clave. Pensar que si lo hacemos bien no tenemos por qué contarlo porque a la larga nuestros grupos de interés lo sabrán es un craso error: lo que se hace bien, hay que hacerlo saber. Por lo tanto, ser una empresa responsable no se traduce automáticamente en ser una empresa con buena reputación. Es necesaria una comunicación expresa y adecuada y dejar de creer que comunicar las actividades que avalan la gestión responsable de una empresa se corresponde con una pura labor de marketing, que incluso se aleja de la ética. Y esto es muy importante, porque la buena reputación siempre afecta positivamente a la cuenta de resultados: por eso es fundamental informar sobre el trabajo serio y comprometido que las empresas realizan.

PRINCIPALES EMPRESAS CON MEJOR REPUTACIÓN DEL MUNDO

Rank	2014
1	The Walt Disney Company
2	Google
3	BMW GROUP
4	Rolls-Royce
5	ROLEX
6	SONY
7	Canon
8	DAIMLER
9	LEGO
10	Microsoft
	SAMSUNG

Fuente: *Global RepTrack*.

Si una empresa es percibida de forma transparente y honesta como responsable, mejora su reputación y por tanto los comportamientos favorables de los grupos de interés. La construcción de una buena reputación es lo que aporta sostenibilidad a la inversión en RSC, pero para ello es necesario romper la barrera entre ser responsable y ser percibido efectivamente como responsable. La vía más sencilla para romperla es la comunicación corporativa.

Dicha comunicación, que debe ser sincera y realista, transparente y proporcional, ayudará a conseguir que la empresa no sólo sea responsable, sino que también lo parezca, algo que sí influirá en los comportamientos hacia ella y finalmente en el negocio.

En resumen, la responsabilidad corporativa es una condición necesaria, pero no suficiente, para tener una buena reputación. Una empresa para ser reputada debe ser responsable, pero además, entre otras cosas, debe ofrecer buenos productos o servicios a sus clientes, ser rentable e innovadora ::

El impuesto negativo sobre la renta y la crisis

El concepto del Impuesto Negativo sobre la Renta encierra claves de gran relevancia en la actualidad.

A mediados de los años sesenta del siglo pasado, Milton Friedman popularizó la idea de un impuesto negativo sobre la renta y Richard Nixon casi logró que el Congreso de los EE UU lo llevase a la práctica. Un impuesto negativo sobre la renta (INR) es un impuesto proporcional sobre la diferencia entre la renta efectiva y un mínimo exento. Quienes perciban rentas inferiores al mínimo exento obtienen el pago de una fracción de la diferencia aludida, es decir, soportan un impuesto negativo. Este esquema es progresivo ya que el mínimo exento logra que el tipo medio efectivo sea creciente con el nivel de renta y se aproxima al tipo proporcional a medida que la base imponible crece. Por otra parte, el tipo marginal del esquema es constante e igual al tipo proporcional.

Para los defensores del INR, la gran ventaja del mismo radicaba en que la transferencia de renta que recibían los contribuyentes con ingresos inferiores al mínimo eliminaba de necesidad de muchos otros programas y ayudas sociales cuyas prestaciones eran muy caras de gestionar y, además, acababan solapándose entre sí. Por otra parte, las condiciones de elegibilidad de estas otras prestaciones constituían un potente desincentivo al trabajo ya que el beneficiario dejaba de recibirlas si encontraba un trabajo remunerado aunque sus ingresos fuesen reducidos. En presencia de un INR, por fin, las empresas podrían contratar trabajadores poco cualificados si los necesitaban ya que el mínimo exento y el impuesto negativo sustituía eficazmente también al salario mínimo, que dejaría de existir.

Para sus detractores, el INR tenía el riesgo de que constituía un desincentivo aún más potente para la oferta de trabajo por parte de los trabajadores poco cualificados, ya que estos reducirían el número de horas trabajadas sabiendo que sus ingresos laborales serían complementados de todas formas por el impuesto negativo.

Los pocos experimentos que se hicieron sobre este esquema en los EE UU mostraron que, en efecto, los trabajadores beneficiarios del crédito fiscal reducían significativamente su oferta de trabajo, aunque menos de lo

José Antonio Herce es Director Asociado de Afi.
E-mail: jherce@afi.es

TARJETA MASTERCARD e-BUSINESS

PARA EMPRESAS Y PROFESIONALES, ALTA EFICACIA Y TOTAL FLEXIBILIDAD

CON LA TARJETA e-BUSINESS DE UNICAJA CONTINÚAN LAS VENTAJAS

UNA EFICAZ HERRAMIENTA DE GESTIÓN ONLINE

Solicite su Tarjeta e-Business en su oficina habitual de Unicaja. Para cualquier duda, llame a Unicaja Línea Directa al 901 111 133 / 952 076 224. Le atenderemos encantados.

Unicaja

que se había indicado inicialmente. Al final, el esquema no se implantó debido a la gran complejidad que suponía desembarazarse de la compleja maraña de impuestos y prestaciones existentes.

El concepto del INR, sin embargo, encierra claves de gran relevancia en la actualidad, cuando se plantea una reforma a fondo de la fiscalidad, la eventualidad bajada de tipos impositivos y la necesidad de apuntalar la recuperación atendiendo al mismo tiempo a la situación de los menos favorecidos.

El gran hallazgo del esquema del INR es el de vincular el trato fiscal favorable al ejercicio de la actividad laboral generadora de ingresos. Si estos son insuficientes, como suelen serlo en el caso de trabajadores poco cualificados y, más recientemente, en el de trabajadores a tiempo parcial o temporales, no solo quedan exentos de impuestos, sino que, además, se ven complementados por una prestación fiscal estrictamente vinculada a la declaración de dichos ingresos. No hace falta bajar los impuestos a todos los contribuyentes, incluidos los que mayores ingresos obtienen, sino que tan solo se ven favorecidos los más desfavorecidos. Se aleja así la tentación de combinar prestaciones sociales con ingresos no declarados, porque desparecen las primeras y se ven reemplazadas por un impuesto negativo ligado a la declaración de otras rentas.

Puede pensarse que no es el caso de introducir un INR, ahora que tenemos sobre la mesa el informe Lagares y una reforma fiscal en ciernes que, sin duda, será considerablemente más compleja que el impuesto negativo. En el fondo, un impuesto negativo no es sino un impuesto de tipo único dotado de un mínimo exento y un crédito fiscal para quienes quedan por debajo del mínimo. Es el mínimo exento el que da progresividad al tipo único y el crédito fiscal el que logra la participación laboral de los trabajadores poco cualificados en ausencia de otras prestaciones mucho más ineficientes en todos los planos ::

TARJETA MASTERCARD e-BUSINESS

PARA EMPRESAS Y PROFESIONALES, ALTA EFICACIA Y TOTAL FLEXIBILIDAD

CON LA TARJETA e-BUSINESS DE UNICAJA CONTINÚAN LAS VENTAJAS

UNA EFICAZ HERRAMIENTA DE GESTIÓN ONLINE

Solicite su Tarjeta e-Business en su oficina habitual de Unicaja. Para cualquier duda, llame a Unicaja Línea Directa al 901 111 133 / 952 076 224. Le atenderemos encantados.

Unicaja

Valoración por opciones reales

Una opción es un derecho adquirido que otorga al propietario la posibilidad de desarrollar una determinada acción sobre un subyacente fijado de antemano durante un periodo de tiempo estipulado, a cambio de una prima. Cada vez son más los autores que defienden la necesidad de aplicar las opciones reales en la valoración de empresas y proyectos que cuentan con cierto grado de incertidumbre, ya que éstos no pueden ser valorados correctamente por los métodos más tradicionales y que por tanto pueden llevar a los inversores a elegir estrategias equivocadas.

Carlos Díez

La valoración de una empresa o de un proyecto que posee un grado de incertidumbre a través de mecanismos tradicionales de valoración (como el Valor Actual Neto - VAN) puede conducir a la toma de decisiones equivocadas. Las diferentes fuentes de incertidumbre a las que se puede enfrentar una empresa o un proyecto son, por ejemplo, el aplazamiento de una inversión, una renegociación de las cláusulas de un contrato, el abandono de un proyecto o la posibilidad de ampliar dicho negocio.

[iStock]/Thinkstock.

Método de valoración por opciones reales

Para poder valorar las implicaciones estratégicas de un proyecto es necesario acudir a métodos cuantitativos utilizados comúnmente por el mercado para la valoración de opciones financieras.

El cálculo de las opciones financieras se basa en el concepto de arbitraje financiero, es decir, la necesidad de poder generar una cartera de réplica que proporcione los mismos flujos de caja que la opción que se está valorando (por ejemplo la compra de un paquete de acciones asociado al subyacente de la opción y la compra de un bono) de tal forma que no sea posible obtener beneficio económico adoptando las dos posiciones.

Es aquí donde encontramos el primer gran problema que se atribuye a la valoración por opciones reales, ya que es muy complicado poder encontrar una cartera que replique los flujos asociados a la opción. No obstante, existen metodologías que no se basan en el arbitraje sino en las expectativas del valorador, siendo posible su correcta valoración tal y como veremos más adelante.

Comparación del descuento de flujos de caja con la aplicación de opciones reales

Como apuntábamos, el uso del descuento de flujos de caja (VAN) para la valoración de proyectos puede llevarnos a tomar decisiones equivocadas. Para ilustrarlo acudimos a un ejemplo sencillo. Imaginemos que nos ofrecen dos alternativas de inversión:

1. Participación en un proyecto de tres años. Inversión inicial de 85 millones de euros.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

2. Compra de la exclusividad del derecho de participación en ese mismo proyecto. Pago de la opción con un precio de ejercicio de 100 millones de euros.

Este proyecto está totalmente correlacionado con cierto activo subyacente que posee una volatilidad del 30%, por lo que los ingresos que obtendremos dependerán directamente de la evolución de éste durante los próximos tres años. Realizando una estimación de los posibles resultados a lo largo de los tres años que dura el proyecto (estimación realizada a través de un árbol binominal con la metodología de Jarrow Rudd) obtenemos los siguientes escenarios:

ÁRBOL DE EVOLUCIÓN DE LOS VALORES DEL SUBYACENTE

0	1	2	3
85,00	115,39	156,64	212,65
	63,33	85,97	116,70
		47,18	64,05
			35,15

Fuente: *Afi*.

Para valorar la primera alternativa recurrimos a la metodología de descuento de flujos de caja. En este caso específico obtendríamos que el VAN es de -62,08 millones de euros. Este VAN se ha calculado teniendo en cuenta los flujos esperados de los diferentes escenarios para cada uno de los años y que la probabilidad tanto del escenario favorable como del escenario adverso es del 50%. Ello nos indicaría que no deberíamos aceptar el proyecto, incluso deberíamos exigir que nos pagaran esa cantidad para entrar en él.

ÁRBOL DE EVOLUCIÓN DE LOS VALORES DEL SUBYACENTE

	0	1	2	3
	85,00	115,39	156,64	212,65
		63,33	85,97	116,70
			47,18	64,05
				35,15
Evolución Esperada (Promedio)	85,00	89,36	96,60	107,14
Flujo esperado	-85,00	4,36	7,24	10,54
VAN	-62,08			

Fuente: *Afi*.

Para valorar la segunda alternativa deberíamos acudir a la valoración por opciones ya que con el método anterior no podríamos cuantificar la incertidumbre que incorpora esta inversión. Mediante el modelo de Black-Scholes obtenemos que el valor de la compra de exclusividad del derecho de participación en este proyecto asciende a 17,00 millones de euros (Opción Call S=85; K=100; t=3; r=5%), de tal forma que si entrásemos en el proyecto pagaríamos el valor de la opción más el valor de ejercicio de la opción, teniendo una inversión inicial de 117,00 millones de euros, aproximadamente; dependiendo del año en el que ejerciésemos la opción descontaríamos hasta t=0 el precio de ejercicio. Tal y como se puede observar en la evolución del subyacente, habría un escenario en el que el proyecto sería muy beneficioso y que, de haber realizado el cálculo mediante el VAN, nunca habríamos tenido en cuenta. Es aquí donde la metodología de valoración por opciones nos permite adoptar diferentes estrategias en función de cual sea el comportamiento que está registrando nuestro subyacente a lo largo de los distintos periodos.

Este ejemplo viene a escenificar de una manera más simple la importancia de inclusión de esta metodología cuando existe flexibilidad en las valoraciones. A medida que la volatilidad sea mayor la incertidumbre también lo será, por lo que a mayor volatilidad más aconsejable es el uso de valoración por opciones.

Modelo de *Black Scholes*

La ecuación diferencial en derivadas parciales conocida como el modelo de *Black-Scholes* es la metodología aceptada para el cálculo de las opciones financieras, hasta el punto de que en los mercados se ha estandarizado la cotización de la volatilidad que hay que imputar en la fórmula de *Black-Scholes* para obtener el precio.

Suponiendo que N es una normal $N(\frac{\sigma^2}{2};\sigma)$ entonces tenemos que:

$$Call_{t=0} = S_0 * \phi(d_+) - K * e^{-rt} * \phi(d_-)$$

Donde,

$$d_{\pm} = \frac{Ln\left({}^{S_0}/_{K}\right) + \left(r_{\pm}\left(\frac{\sigma^2}{2}\right)\right) * t}{\sigma * \sqrt{t}} = \frac{Ln\left({}^{S_0}/_{K * e^{-r*t}}\right)}{\sigma * \sqrt{t}} \pm \frac{1}{2} * \sigma * \sqrt{t}$$

S_0 es el precio del subyacente en el momento inicial (t=0)

K es el precio de ejercicio

t es la unidad de tiempo a la que se hace referencia

φ es la función de distribución de la Normal estándar

r es el tipo libre de riesgo

Esta fórmula la podemos reescribir como el valor actual del precio del subyacente (una acción) condicionado a que sea mayor que su precio de ejercicio o strike, y multiplicado por la probabilidad de que el valor del subyacente sea mayor que el precio de ejercicio, menos el valor actual del precio de ejercicio, siempre que éste sea menor que el precio de la acción y multiplicado por la probabilidad de que lo sea. Así, tendríamos que:

$$Call = VAN[MAX(S_t - K, 0)] = VAN(S_t | S_t > K) * P(S_t > K) - VAN(K | S_t > K) * P(S_t > K)$$

Esta metodología nos permitirá por tanto calcular el precio de una opción siempre que sea replicable, ya que, como podemos observar, esta fórmula sería la equivalente a la compra de una cantidad determinada de acciones y de un préstamo. De tal forma que generando esta cartera autofinanciada dentro de t años, estaríamos en la misma situación que si compramos una opción con el mismo precio que la composición de dicha cartera.

Para el cálculo de opciones donde no nos es posible generar una cartera de réplica, que suele ser el caso más habitual en la valoración de opciones reales, se han desarrollado metodologías que no se basan en el concepto de arbitraje financiero sino en las expectativas de revalorización del subyacente y en las expectativas del riesgo que comportaría dicha inversión. Atendiendo a esto, la fórmula que obtenemos sería la siguiente:

$$Call = VAN(flujos\ esperados\ si\ se\ ejerce\ la\ opción) - VAN(inversión\ necesaria\ para\ ejercer)$$

El VAN de los flujos esperados en el caso de ejercer la opción dependerá del valor del subyacente (S), la rentabilidad esperada (μ), la tasa de descuento r y la probabilidad de que efectivamente se ejerza la opción. Por otro lado, el VAN de la inversión que tendríamos que realizar en caso de que ejerciésemos la opción dependerá del precio de ejercicio, la tasa de descuento y la probabilidad de que se ejerza dicha opción. Por tanto tendríamos que:

$$Call = S(0) * e^{\left(\mu + \frac{\sigma^2}{2}\right) * t} * r^{-t} * N(y) - K * r^{-t} * N(y - \sigma * \sqrt{t})$$

Donde,

$$y = \frac{Ln\left(\frac{S}{K}\right) + t * \mu + t * \sigma^2}{\sigma * \sqrt{t}}$$

De este modo, la opción la ejerceremos siempre y cuando el valor de ésta sea superior a cero, mediante la generación del siguiente ratio de decisión:

$$Ratio\ de\ decisión = \frac{VAN(flujos\ esperados\ si\ se\ ejerce\ la\ opción)}{VAN(inversión\ necesaria\ para\ ejercer)}$$

Podemos tomar una decisión mucho más acertada acerca de cuándo debemos ejercer la opción teniendo en cuenta cuál es la volatilidad atribuida al proyecto. Se nos presentarían seis escenarios posibles:

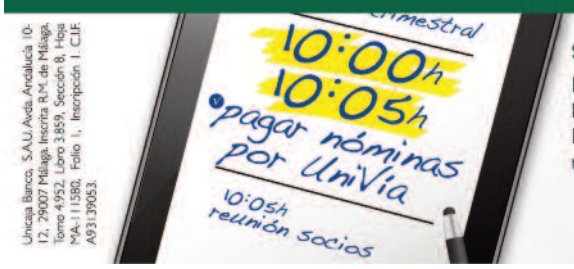
1. Escenario con muy poca volatilidad y por lo tanto menos grado de incertidumbre y con un ratio superior a 1: indica que deberíamos ejercer de forma inmediata ya que la baja volatilidad no añade valor a esperar un escenario más favorable.

2. Escenario con una volatilidad moderada y un ratio superior a 1: nos indicaría que debemos ejercer la opción aunque no de manera inmediata.

3. Escenario con una volatilidad elevada y un ratio superior a 1: nos indicaría que debemos ejercer la opción si el ratio es muy elevado y esperar en caso de estar cercano al 1.

4. Escenario con una volatilidad elevada y ratio inferior a 1: en este caso se trata de opciones muy prometedoras que de igual manera que en el

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

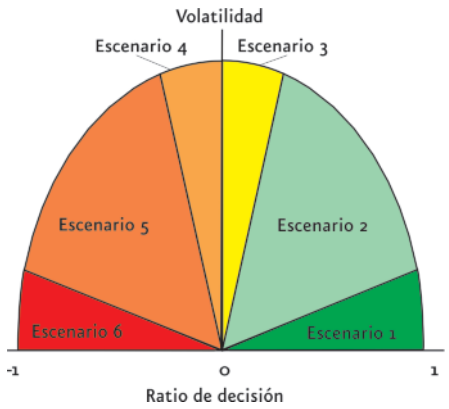
Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8ª, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

caso anterior debemos ejercer en el momento en el que el ratio esté por encima de uno.

5. Escenario con una volatilidad moderada y un ratio inferior a 1: nos indica que no debemos ejercer la opción pero que debemos ejercerla en el momento en el que el ratio aumenta por encima de 1 gracias a la volatilidad.

GRÁFICO DE DECISIÓN



Fuente: *Afi*.

6. Escenario con muy poca volatilidad y un ratio inferior a 1: nos indica que no debemos ejercer la opción y probablemente nunca lleguemos a hacerlo.

Tal y como podemos observar, la decisión sobre en qué momento debemos ejercer la opción dependerá de lo cerca o lejos que este nuestro ratio de decisión de 1 y de la volatilidad del proyecto.

Conclusión

La valoración de empresas o proyectos de inversión en los que existe cierto grado de incertidumbre se debe realizar mediante mecanismos que, como los analizados, permitan incorporar una valoración adecuada de la incertidumbre. En la práctica, la mayoría de proyectos valorados son incompatibles con el cálculo de opciones mediante la metodología de replicado de cartera teniendo que recurrir siempre a las expectativas del valorador. No obstante, la no inclusión de estos procedimientos en la toma de decisiones puede llevarnos a efectuar selecciones erróneas e infravalorar proyectos ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

La necesaria mejora del gobierno corporativo

La escasa y poco estricta regulación específica (recomendaciones) en materia de gobierno corporativo no proporciona un entorno de control y equilibrio necesarios para reforzar las buenas prácticas empresariales. Ante ello, el Consejo de Ministros ha aprobado un Proyecto de ley que modifica la Ley de Sociedades de Capital para mejorar el gobierno corporativo de las empresas españolas.

Virginia González

El Consejo de Ministros del pasado 23 de mayo aprobó el Proyecto de ley por el que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para lograr la mejora del gobierno corporativo de las empresas. Como acertadamente señala la norma en su exposición de motivos, «el buen gobierno corporativo es un factor esencial para la generación de valor en la empresa, la mejora de la eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores.» Precisamente, con este objetivo, la norma aborda una serie de modificaciones necesarias para garantizar el buen gobierno corporativo en las empresas españolas, generar confianza a los accionistas y conducirlas a las máximas cotas de competitividad.

Este Proyecto incorpora muchas de las propuestas de modificaciones normativas planteadas por la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo creada por el Consejo de Ministros, que ya adelantábamos en el número de Empresa Global de febrero, en el que se hablaba sobre la remuneración del administrador.

Aunque las modificaciones de esta norma inciden sobre todo en las sociedades cotizadas, también se introducen novedades de calado en todas las sociedades, que son las que pasaremos a analizar a continuación, principalmente.

Comenzando por las modificaciones relativas a la Junta General de Accionistas, que pretenden con carácter general reforzar su papel y abrir cauces para fomentar la participación accionarial, destacamos las siguientes. Se permite a la Junta impartir instrucciones de gestión salvo disposición contraria de los estatutos. Recuérdese que hasta ahora la gestión de la Sociedad era competencia exclusiva del órgano de administración. Asimismo, se atribuye a la Junta la decisión sobre operaciones esenciales, entendiéndose por tales aquellas en las que el volumen supere el 25% del total de activos del balance.

Otra medida de protección de los socios frente a los administradores, recogida en este Proyecto, es la obligatoriedad de votaciones separadas de los asuntos cuando los mismos sean independientes, evitándose así que su indebida agrupación pueda distorsionar la verdadera voluntad de los socios.

Respecto al órgano de administración, cabe destacar el mayor detalle de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores y procedimientos a seguir en caso de conflictos de interés («Estatuto jurídico del administrador»), así como la regulación expresa de la limitación de su remuneración en términos de razonabilidad. Asimismo,

y continuando con la tendencia, tan de moda, de agravamiento de la responsabilidad de los administradores, se amplía el alcance de la responsabilidad de los mismos más allá del resarcimiento del daño causado, incluyendo la devolución del enriquecimiento injusto y se facilita la interposición de la acción social de responsabilidad al reducir la participación necesaria (del 5 % al 3 % en cotizadas) y permitiendo su interposición directa (sin esperar a la Junta) en caso de infracción del deber de lealtad.

Por último, señalar que se enumeran las facultades indelegables del consejo de administración, de manera que exista un mayor control por parte de este órgano, incluyéndose, por ejemplo, en el caso de las sociedades cotizadas, como competencia indelegable del consejo, dentro de la política de control y gestión de riesgos, los riesgos fiscales; es decir, la aprobación de las inversiones u operaciones que tengan especial riesgo fiscal y la determinación de la estrategia fiscal de la sociedad.

Aunque habrá que esperar hasta el último trimestre del año para la aprobación definitiva de la norma, debemos ir preparando nuestras sociedades y órganos de gobierno a asumir todos estos cambios que, como decíamos al principio, aportan valor a la empresa, mejoran la eficiencia económica y refuerzan la confianza de los inversores ::

La retórica de Draghi

La situación de la eurozona, lo llevamos diciendo hace tiempo en estas páginas, requiere de la concreción rápida de actuaciones que permitan la neutralización de serias amenazas.

Para que luego digan que no son importantes las instituciones. Algunos anuncios de las comunitarias, el BCE de forma destacada, han sido más influyentes en el comportamiento de los mercados financieros que las decisiones de los gobiernos nacionales de la eurozona. Las declaraciones de intenciones acerca de la futura orientación de la política monetaria o de la concreción del horizonte de transición a la Unión Bancaria se han impuesto a los resultados en las finanzas públicas de muchos países, nada expresivos de mejoras en la solvencia pública. En realidad, las muy significativas subidas en la cotización de los bonos del tesoro de las economías periféricas coexisten con aumentos no menos destacados en los *stocks* de deuda pública y con dificultosas mejoras en los déficits públicos. Una lección que no puede caer en saco roto, aunque ésta sea tardía.

Tarde fue, el 26 de julio de 2012, cuando el BCE anunció su intención de adoptar decisiones como las propuestas dos meses después de instrumentar su OMT, siglas en inglés del programa de compras de deuda pública en el mercado secundario. Tampoco fue una reacción diligente la articulación del horizonte de integración bancaria, de disposición de mecanismos homogéneos de supervisión y resolución de crisis. Más recientemente, fue el anuncio, tras la última reunión del Consejo de Gobierno del BCE de que estaba preparado para adoptar decisiones excepcionales para neutralizar las tensiones desinflacionistas de la eurozona y la excesiva apreciación del tipo de cambio del euro, con un lenguaje nada críptico, suficientemente explícito, amparado en la unanimidad de su consejo.

En todos los casos, la reacción de los mercados ha sido evidente: los analistas e inversores han incorporado a sus expectativas esa retórica con mayor credibilidad que los propósitos de enmienda fiscal o decisiones de reforma de los gobiernos. Eso no quiere decir, subrayo, que estas últimas no sean relevantes y necesarias. Simplemente, que su virtualidad es limitada si no se presentan estrechamente vinculadas en el tiempo a decisiones comunes, fortalecedoras de la capacidad defensiva que pueden poner de manifiesto las instituciones. Ello cuestiona también esa sensación de impotencia que con frecuencia se tiene frente al poder de los mercados, frente a la fatal subordinación de las autoridades a los poderosos operadores financieros.

Hechas estas consideraciones, es verdad que la utilidad de la retórica

Emilio Ontiveros es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.
E-mail: eontiveros@afi.es

tiene sus límites: acaba teniendo fecha de caducidad, si la misma no tiene correspondencia en las decisiones. Y la situación de la eurozona, lo llevamos diciendo hace tiempo en este espacio, requiere de la concreción rápida de actuaciones que permitan la neutralización de serias amenazas: una actividad económica anémica, un comportamiento inquietante de la inflación, que ha desautorizado las previsiones que hasta la semana pasada manejaba el propio BCE, un tipo de cambio del euro que es un obstáculo a la competitividad externa y, no menos importante por más conocido, un racionamiento crediticio y una fragmentación financiera en el seno del área monetaria que afecta de forma particular a las pequeñas y medianas empresas de la periferia.

Frente a esos problemas importantes, directamente vinculados a las tareas del BCE, éste puede actuar reduciendo sus tipos de interés de referencia o comprando activos financieros de diversa naturaleza. Estas son algunas de las decisiones posibles:

1. Reducir los tipos de interés aplicables en sus operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito que se mantienen en el 0,25%, el 0,75 % y el 0,00 % respectivamente, hasta hacer negativa la segunda.

Estas decisiones son posibles, e incluso bastante probables, pero dado el reducido nivel en el que actualmente se encuentran, su impacto sobre las expectativas de inflación no sería muy significativo, además de no favorecer precisamente a los bancos en situación más delicada. Buscarían una señalización acerca de la disposición de alerta del banco central.

2. Dejar de esterilizar las tenencias de bonos que hizo en el contexto del *Securities Markets Programme*(SMP), mediante las intervenciones en los mercados de deuda pública llevadas a cabo entre febrero de 2010 y febrero de 2012, programa que expiró en septiembre de 2012.

3. Llevar a cabo nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo, condicionándolas a la financiación neta al sector privado.

4. Realizar compras de activos: cualquier modalidad de «*Quantitative Easing*», por ejemplo:

i. Bonos de tesoros de miembros de la UME. Tendría un efecto positivo, pero plantea problemas políticos y técnicos en un área monetaria con 18 miembros. La adquisición de bonos del tesoro de las economías periféricas exclusivamente no tendría precisamente la mejor acogida en Alemania.

ii. Bonos emitidos por instituciones europeas: del Banco Europeo de Inversiones (BEI), por ejemplo.

iii. Bonos de empresas privadas europeas, incluso de empresas financieras, bancos y compañías de seguros.

iv. Asset Backed Securities (ABS) o titulizaciones de activos del sector privado. Es un merca-

PREVISIONES DE CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y TASA DE PARO PUBLICADAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO (%)

	2014	2015	2016
IPC armonizado			
SPF 2T 2014	0,9	1,3	1,5
SPF 1T 2014	1,1	1,4	1,7
Proyecciones macroeconómicas de expertos del BCE[1]	1,0	1,3	1,5
Consensus Economics[2]	0,9	1,3	1,5
Barómetro eurozona[2]	0,9	1,3	1,7
PIB real			
SPF 2T 2014	1,1	1,5	1,7
SPF 1T 2014	1,0	1,5	1,7
Proyecciones macroeconómicas de expertos del BCE[1]	1,2	1,5	1,8
Consensus Economics[2]	1,2	1,5	1,6
Barómetro eurozona[2]	1,2	1,6	1,6
Tasa de desempleo			
SPF 2T 2014	11,8	11,5	11,0
SPF 1T 2014	12,1	11,7	11,2
Proyecciones macroeconómicas de expertos del BCE[1]	11,9	11,7	11,4
Consensus Economics[2]	11,9	11,6	—
Barómetro eurozona[2]	11,9	11,6	11,7

1. Datos de marzo 2014.
2. Datos de abril 2014.

Fuente: *Afi, BCE a partir de Survey of Professional Forecasters.*

do que se ha reducido muy significativamente como consecuencia de la crisis; solo hay 760.000 millones de dólares disponibles y puede estimularse su creación, como intenta el BCE. Los problemas técnicos de esta opción no son menores –como dilucidar quién asumiría los riesgos (el propio BCE o los bancos centrales nacionales)– y no facilitarían su aplicación inmediata, pero su impacto sería positivo.

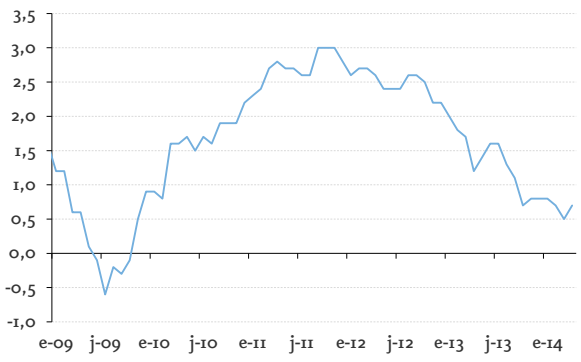
v. Bonos de tesoros extranjeros. Serían operaciones propias de la intervención de los bancos centrales en los mercados de divisas, en los términos sugeridos por el propio G7 en febrero de 2013, como se señalaba en un documento reciente del *Bruegel Institute*.

Jeffrey Frankel, hoy profesor en la Universidad de Harvard, sugiere que esos bonos sean del Tesoro de EEUU. Sus efectos serían doblemente positivos: se ampliaría la oferta monetaria de la eurozona, la inflación ascendería y el euro se depreciaría frente al dólar. Es verdad que esto no le gustaría demasiado a EEUU, pero hay que tener en cuenta que el tipo de cambio del dólar lleva demasiado tiempo en mínimos, penalizando de forma significativa a numerosos exportadores europeos.

Como se ve, el menú no es muy limitado. La elección dependerá, en primer lugar, de la inquietud que transmitan las nuevas previsiones de inflación en la eurozona (véase gráfico) y, en especial las relativas a las economías periféricas, que son las que tienen mayores niveles de endeudamiento y una recuperación más precaria. En lo que sería fácil convenir es en que el riesgo de decepción es elevado. Después de la retórica manejada por el presidente del BCE, de la exhibición de la unanimidad con que se ha pronunciado su consejo de gobierno sobre la necesidad de hacer algo en la próxima reunión, si esas declaraciones no tuvieran correspondencia en decisiones eficaces y rápidas, podría originar consecuencias adversas. Esa capacidad oracular, délfica, que ha demostrado Mario Draghi, podría derrumbarse. Y todos perderíamos, no solo tiempo, me temo ::

Inflación del área euro

(%)



Fuente: *Afi, Eurostat.*

Tipo de cambio USD/EUR

Fuente: *Afi, BCE.*

Artículo aparecido en «Finanzas a las 9h.», blog de Afi en El País.