

# #62

# Observatorio de Divulgación Financiera



Mayo 2024

Depósito legal: B 21662-2012

NOTA TÉCNICA

## El negocio de adquirencia de pagos: evolución reciente y desarrollos de futuro

Arturo Zamarriego Muñoz

Jose María López Jiménez

# Abstract

El presente artículo tiene por objeto el análisis del negocio de adquirencia, en el marco más general de la evaluación de la cadena de procesos y relaciones que permite la realización del pago asociado a una transacción comercial previa. Se presta particular atención a los tradicionales modelos de negocio y a su evolución alentada por el desarrollo regulatorio y tecnológico, y por las preferencias y las expectativas de los usuarios.

En este artículo se analiza en detalle cómo las entidades de adquirencia de pagos, tanto tradicionales como emergentes (las entidades “Fintech”, que a veces adoptan la forma de “neobancos”), están adaptando sus modelos de negocio para satisfacer las necesidades de los clientes en un entorno digital en constante evolución y con unos márgenes de negocio muy estrechos. Asimismo, se explora cómo la regulación y la tecnología están moldeando el mercado, y cómo las preferencias de los usuarios juegan un papel crucial en la competitividad de las empresas en este sector.

# 1. Descripción del negocio de adquirencia de pagos

La adquirencia es el proceso por el cual la entidad adquirente brinda las herramientas necesarias a un comercio para que este pueda ofrecer la aceptación del pago con tarjetas - crédito y débito - u otros métodos de pago (en su mayoría en el ámbito virtual), como pueden ser Bizum, Multibanco, iDeal, Applepay, Google Pay, etc. Asimismo, algunas entidades también aceptan tarjetas prepago o similares en su negocio.

En la base del negocio de adquirencia encontramos una transacción comercial previa entre dos partes, que generalmente serán un establecimiento mercantil y su cliente<sup>1</sup>.

Para aceptar los pagos con tarjeta los comercios necesitan disponer de un acuerdo con una entidad adquirente, la cual se encargará de procesar para aquel, los pagos, mediante el tratamiento de la información relativa al pago y al titular de la tarjeta, y su reenvío a través de la infraestructura de compensación a la entidad de crédito del titular de la tarjeta (dicho marco de funcionamiento es el llamado cuatrilateral, atendiendo al número de intervinientes en la operación, aunque también cabe la relación trilateral, cuando la entidad de crédito del titular de la tarjeta y del comercio sea común, por lo que la compensación sería interna, sin necesidad de recurrir a mecanismos de compensación y liquidación interbancarios) (López Jiménez, 2011, págs. 160 y 161). La entidad adquirente con la que opera el comercio será, en general, una entidad de crédito<sup>2</sup>, lo que tiene sentido si

partimos de que los fondos del titular de la tarjeta que servirán para la ejecución del pago estarán depositados en otra entidad bancaria (que puede ser la propia adquirente u otra distinta, como hemos mostrado) que interviene como emisora<sup>3</sup>.

En este punto, antes de seguir avanzando, es preciso realizar varias precisiones:

- Cuando nos referimos a comercios o establecimientos mercantiles, estos pueden tener presencia física o bien ofrecer sus bienes y servicios en todo o en parte a través de los canales digitales. De un modo u otro, y sobre todo para el desarrollo del comercio electrónico, la solidez jurídica y la rapidez del funcionamiento de los canales de pago, en toda su extensión, es imprescindible para todos los agentes involucrados.
- En el conjunto amplio de las entidades financieras, junto a las entidades de crédito existe otro tipo de entidad clave para el desarrollo del negocio de los pagos en general y de la adquirencia en particular (todas ellas, desde la Directiva de Servicios de Pago de 2015 (en adelante también PSD 2)<sup>4</sup> fundamentalmente conocidas como Proveedores de Servicios de Pago - PSP-)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Expresamente dejamos al margen en este trabajo los posibles pagos entre comercios, o bien entre particulares o comercios y una Administración Pública (por ejemplo, en materia de pago de impuestos), por sus especiales características, que les alejan de la completa aplicación de la normativa reguladora de los servicios de pago.

<sup>2</sup> Según la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, son entidades de crédito las empresas autorizadas cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia (art. 1.1.a)). La captación de los depósitos se realiza a través de las cuentas a la vista, que permiten, a la par, ordenar operaciones de pago. En España, encajan en esta

definición de entidad de crédito los bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito.

<sup>3</sup> Según el "Glosario sobre Tarjetas" del Banco de España, es entidad adquirente "aquella entidad de crédito que facilita a un comercio el dispositivo mecánico o electrónico (terminal de punto de venta) a través del cual tendrá lugar la captación de los datos relevantes de las tarjetas de los clientes a efectos de autorizar la transacción de pago".

<sup>4</sup> Payment Services Directive

<sup>5</sup> También las entidades de dinero electrónico pueden ofrecer servicios de pago, según lo establecido en la Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico (artículo 8.1).

- Nos referimos a las entidades de pago, reguladas por primera vez en Europa por medio de la Directiva de Servicios de Pago de 2007<sup>6</sup> también conocida como PSD 1. Además de que, a diferencia de las entidades de crédito, las entidades de pago solo se centran en este segmento de negocio, lo que relaja el marco jurídico aplicable y la necesidad de fondos propios, la principal distinción radica en que no pueden captar depósitos de sus clientes, sino tan solo fondos para la prestación de servicios de pago<sup>7</sup>. Se trata de un matiz sutil pero profundo, que libera a las entidades de pago, por ejemplo, de tener que adherirse al Fondo de Garantía de Depósitos y origina la necesidad de disponer de una cuenta de salvaguarda o de una garantía financiera en favor de los usuarios<sup>8</sup>.
- La intensidad del desarrollo tecnológico y del cambio de las preferencias de los usuarios de los servicios de pago (y financieros en general) ha motivado la aparición de las conocidas como entidades “Fintech” y Bigtech<sup>9</sup>. Al margen del debate, no cerrado, de si las “Fintech” y, sobre todo, las “Bigtech”, son cooperadores o competidores del sector financiero tradicional, nos interesa destacar ahora su contribución a la aparición de un modelo para la prestación de servicios financieros radicalmente diferente del que ha desplegado su actividad durante las últimas décadas. Un claro ejemplo es que el 70% de los nuevos contratos de adquirencia en los EE.UU. son realizados por empresas tecnológicas en lugar de por bancos (Minsait Payments, 2023) y poco a poco esa tendencia se va abriendo hueco en Europa y Latinoamérica. La diversidad de los ecosistemas de pagos se evidencia también desde la perspectiva del usuario, que comienza a diversificar el tipo de entidad con la que contrata servicios financieros. La elevada bancarización

en Europa no ha impedido el surgimiento de nuevos operadores, y en Latinoamérica, aún donde la contratación de productos financieros no era tradicionalmente tan alta, aumenta tanto con bancos como con neobancos.

A continuación, se muestra la proporción de población bancarizada con al menos un servicio financiero contratado en cada tipo de proveedor de servicios de pago.

La terminología incluye Neobancos (como Revolut) que buscan crear una superapp que ofrezca al usuario cualquier servicio financiero y de pago sin tener que abandonar la app; y otros neobancos (como Tinkoff) que avanzan hacia un modelo “Daily life superapp” más similar al modelo chino en el que el ecosistema ofrece una gama completa de servicios financieros y de estilo de vida en cuyo núcleo se encuentra Tinkoff Bank.

<sup>6</sup> Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, derogada por la Directiva 2015/2366, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior. La Directiva de 2015 permitió la consolidación de las entidades de pago y la aparición regulatoria de dos nuevos servicios, como son el de iniciación de pagos y el de información sobre cuentas.

Actualmente se encuentra en tramitación la conocida como “Tercera Directiva de Servicios de Pago”, que se acompañará, por primera vez, de un reglamento de la Unión Europea, también en fase de discusión. Se conoce como PSD 3.

<sup>7</sup> Dados los diversos regímenes jurídicos y de supervisión a los que quedan sometidas unas y otras entidades, se debe procurar no generar confusión entre los usuarios, que han de ser plenamente conscientes de cuándo contratan con un banco (u otra entidad de crédito) y cuándo contratan con otro tipo de entidad, aunque los servicios prestados sean semejantes o incluso idénticos (López Jiménez, 2014).

<sup>8</sup> Con el fin de proteger los fondos de los usuarios de la entidad de pago que permanezcan en su posesión para la ejecución de órdenes de pago, la entidad los depositará en una cuenta separada abierta en una entidad de crédito, o bien suscribirá una póliza de seguro u otra garantía comparable que se hará efectiva en caso de que la entidad de pago sea incapaz de hacer frente a sus obligaciones financieras (art. 21.1 del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera).

<sup>9</sup> Una de las principales características definitorias de las “Fintech” y de las “Bigtech” es que carecen de un despliegue físico de oficinas o sucursales, pues la prestación de los servicios descansa casi exclusivamente en el entorno digital. Esta falta de presencia física puede suponer una restricción para los clientes de más edad y menos familiarizados con la tecnología, pero amplias capas de la sociedad no tienen reparo en acceder a los servicios ofrecidos, sean bancarios o no, de esta forma (López Jiménez, 2022, pág. 38). Se suele afirmar que estas entidades promueven la inclusión financiera, siempre que, previamente, los usuarios superen la brecha tecnológica.

Figura 1. Proveedores de servicios financieros y de pagos



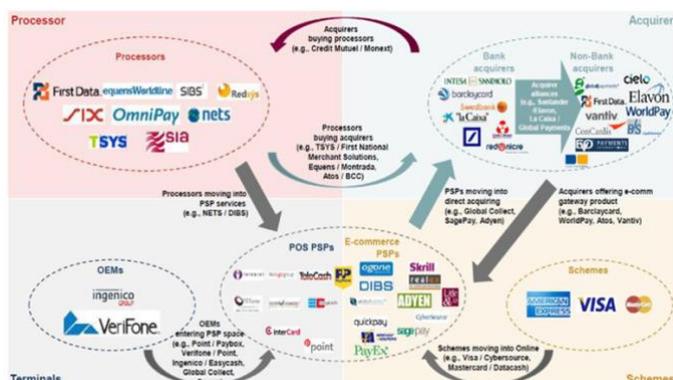
Fuente: Minsait Payments (2023).

Esta nueva realidad, particularmente cuando intervienen entidades reguladas de crédito o de pago, recibe el nombre de “banca abierta” (“open banking”, en inglés), y se caracteriza, en sentido amplio, por la prestación digital de servicios financieros —incluso, no financieros— a través de un modelo basado en la tecnología, cuya materia prima es la información que circula libremente entre plataformas independientes pero interconectadas y compatibles, gestionadas por diferentes proveedores, de modo que se pueda ofrecer a los usuarios una mejor experiencia así como servicios innovadores (López Jiménez, 2021).

## 2. Agentes implicados en el proceso de pagos con tarjeta e implicaciones para los modelos de negocio

Junto a las entidades emisoras y de adquirencia, que engloban, dentro de un marco legal flexible y en continua revisión, una amalgama de entidades de crédito tradicionales, entidades de pago, entidades “Fintech” y “Bigtech”, que a veces operan de manera aislada y en otras ocasiones en cooperación, aparecen otros agentes igualmente relevantes para la ejecución de las órdenes de pago (esquema 1).

Esquema 1. Intervinientes en el ciclo de los pagos digitales



Fuente: Elaboración propia.

Es preciso tener presente que el hecho de que el dinero salga del ámbito del deudor (el cliente) y llegue al ámbito del acreedor (el comercio) es el fin último del complejo entramado de los servicios de pago, pero el desarrollo tecnológico, la innovación y la presencia de estos otros agentes que también participan en la cadena de valor puede suponer la aparición de nuevos modelos de negocio que aporten utilidades y servicios adicionales tanto a las entidades emisoras y adquirentes como a sus clientes (que son el pagador con tarjeta y el negocio que recibe el pago, respectivamente).

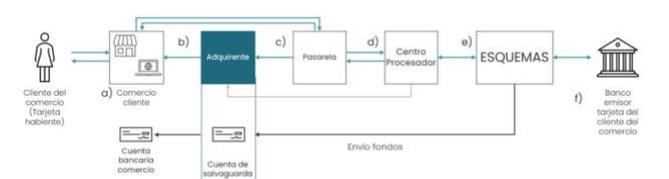
Estas otras entidades que también participan en el ciclo de los pagos y cuya consideración es necesaria son las siguientes:

- **Procesadores de pagos.** Estas entidades se definen como las que prestan servicios de procesamiento de operaciones de pago, entendidos como las acciones requeridas para la gestión de una orden de pago entre el adquirente y el emisor (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, 2021, pág. 43). Suele ser habitual que estas entidades gestionen las conocidas como “pasarelas de pagos”. En España, la principal entidad procesadora es REDSYS Servicios de Procesamiento.
- **Esquemas de tarjetas.** “La denominación ‘esquema de tarjetas’ se utiliza comúnmente para designar cualquier infraestructura técnica y comercial creada con el propósito específico de dar servicio a una o varias marcas de tarjetas. Es a través de dicha infraestructura como se establecen las reglas de funcionamiento y los principios organizativos en que, a la postre, se articula la operativa del producto subyacente” (Gorjón Rivas, 2007, pág. 77). Entre los esquemas de tarjetas más extendidos podemos citar a Visa, a Mastercard y American Express. En Europa sigue siendo un anhelo que aparezca un nuevo competidor que mejore los niveles de competencia y reduzca la hegemonía que representan tanto Visa como Mastercard.
- **Proveedores de terminales de punto de venta (TPV).** En el caso de los proveedores de terminales, al igual que ocurre por ejemplo con los cajeros automáticos u otros dispositivos, nos encontramos antes las llamadas empresas tecnológicas o “tecnólogos”, que se conciben como entidades que prestan servicios no sujetos a autorización y cuya actividad está basada exclusivamente en el soporte tecnológico a los actores regulados (Asociación Española de FinTech e

InsurTech, 2017, pág. 12). Las propuestas físicas y digitales y su constante evolución para dar respuesta a los modelos de negocio y a las expectativas de los usuarios son imprescindibles para el funcionamiento del ciclo del pago.

A continuación, se refleja un esquema básico - no siendo el único<sup>10</sup> - de los dos momentos esenciales del ciclo: el procesamiento del pago y la canalización de los fondos a los comercios (esquema 2).

Esquema 2: El ciclo del pago



Fuente: Elaboración propia.

Es preciso tener presente que existen otras entidades que aportan elementos adicionales en cada una de las fases descritas anteriormente, de entre las que destacan los nuevos jugadores tecnológicos que están ganando espacio a los tradicionales adquirentes y emisores.

Esta evolución hace que la propuesta ofrecida a los comercios —y por estos a sus clientes— tenga que ser más ambiciosa, y la realidad es que está fomentando la competencia entre los actores tradicionales y los tecnológicos, lo que abre el abanico de posibilidades a disposición de los usuarios:

- En el contexto actual, se observa un notable surgimiento de nuevos métodos de pago que complementan, e incluso desafían, las formas tradicionales de pago. Estos métodos incluyen los pagos en tiempo real, los pagos sin contacto (“contactless”), la fórmula “Buy Now Pay Later” (BNPL), o los préstamos en el punto de venta, entre otros.
- Esta diversificación responde a la creciente demanda de los consumidores en busca de opciones de pago más ágiles, flexibles y seguras. Es crucial que los

comercios estén en sintonía con las preferencias y las necesidades de los clientes (“walk along”) en lo que respecta a los métodos de pago.

- Esto implica estar preparados para aceptar una variedad de opciones de pago, desde las tradicionales como el efectivo y las tarjetas, hasta las más innovadoras como las antes mencionadas.
- La capacidad de aceptar una amplia gama de métodos de pago mejora la experiencia del cliente, además de que también puede impulsar las ventas y la fidelización.
- La dinámica entre los comercios y los consumidores ha experimentado un cambio fundamental impulsado por el empoderamiento del cliente y la omnipresencia de las plataformas digitales. Ya no basta con esperar pasivamente a que los consumidores acudan a las tiendas físicas o visiten los sitios web de comercio electrónico.
- Los establecimientos, por el contrario, deben adoptar una estrategia proactiva que los lleve a estar presentes donde se encuentren sus clientes potenciales, aprovechando al máximo las redes sociales, los mercados en línea y otras plataformas digitales, vinculando este acompañamiento con la posibilidad de la realización de pagos.
- Como señala Prasad (2021, págs. 234 y 235), el ambiente y la música en una tienda, incluso la forma en la que el producto es presentado en una web, inciden en el comportamiento del cliente, sin olvidar, añade, que los usuarios están más dispuestos a comprar bienes y servicios cuando pagan con tarjeta que cuando pagan en efectivo.
- El clásico TPV está siendo gradualmente reemplazado por una combinación de “hardware” y “software” mucho más versátil, donde destacan los “smartphones” y las tabletas. Esta transición tiene como objetivo principal facilitar una experiencia de pago más fluida y sin obstáculos, lo que se conoce como una experiencia de pago “sin fricciones”.
- Determinadas actividades económicas no susceptibles en principio de ser incorporadas al proceso de los pagos digitales (negocios al aire libre o en mercados

<sup>10</sup> Posteriormente se explicará el modelo de “Payment Facilitator”. Además, las entidades pueden optar por utilizar una cuenta de salvaguarda, pero también otros procedimientos para proteger los fondos recibidos de los usuarios de servicios de pago establecidos reglamentariamente como son:

activos seguros, líquidos y de bajo riesgo o Póliza de seguro u otra garantía comparable.

itinerantes, por ejemplo), pueden ahora sin dificultad emplear los más modernos dispositivos de pago y ofrecerlos a sus clientes.

- La utilización de datos procedentes de los pagos, siempre dentro del respeto a la privacidad de los clientes y a la debida seguridad de las transacciones, no solo resulta valiosa para comercio, sino que también representa una oportunidad para ofrecer una experiencia personalizada a los consumidores. Al analizar estos datos, las empresas pueden identificar patrones y tendencias que les permiten personalizar sus ofertas y servicios, adaptándolos de manera más precisa a las preferencias individuales de cada cliente.

En suma, el comercio que abarque más servicios en la cadena de valor, incluyendo la capacidad para gestionar pagos con apoyo del adquirente, tendrá más posibilidades de éxito.

Cabe subrayar, que si nos centramos en aquellos pagos cuyos emisores sean tarjetas, los Proveedores de Servicios de Pago que traten datos de tarjeta deben cumplir con los estándares PCI promovidos por las propias marcas de tarjetas.

### 3. Regulación y supervisión de los servicios de pago

Por razones de política monetaria y, más indirectamente, de suficiencia de los medios de pago existentes en una economía, los bancos centrales vigilan cuidadosamente la cantidad de efectivo en circulación.

Cuando estos billetes y monedas se depositan en las entidades bancarias y surge el llamado dinero bancario o escriturario, que hoy día es plenamente digital, las entidades de crédito adquieren un privilegio (el de crear dinero bancario que se suma a la masa monetaria) pero también una responsabilidad, pues deben proveer a los particulares y empresas de medios de pago adecuados y seguros para la realización permanente de los pagos asociados a las transacciones económicas de las que forman parte. Esta responsabilidad se extiende sin dificultad a otros agentes que intervienen en el ciclo de los pagos distintos de las entidades de crédito, como las entidades de pago, ya citadas.

Una interrupción, por tanto, del sistema de pagos tendría efectos inmediatos en las concretas transacciones comerciales de la economía real, en su formalización y en su efectiva finalización de manera satisfactoria para los intervinientes. Tenemos como ejemplo las dificultades recientes, a finales de 2023, del sistema de pagos español, por una caída de la pasarela de pagos por una “incidencia técnica” que provocó “inestabilidad transitoria” en el sistema encargado de procesar las transacciones, impidiendo a los establecimientos aceptar pagos con tarjeta y, por tanto, a sus clientes realizarlos (Cinco Días, 2023).

No es de extrañar, por todo ello, que, dado el carácter crítico para la estabilidad económica de los sistemas de pago, los poderes públicos regulen los medios de pago y encarguen a los bancos centrales por lo habitual la observancia continuada de los sistemas de pago, con independencia, además, de que las operaciones se liquiden al fin de la jornada en las cuentas que las entidades de crédito mantienen abiertas en aquellos<sup>11</sup>.

La norma de referencia en Europa para la regulación de las actividades desarrolladas por las entidades emisoras de medios de pago y las entidades adquirentes es la Directiva PSD2, objeto de transposición en España por medio del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

Resulta especialmente significativo que, al parecer de Skinner (2020, págs. 103-104), la “banca abierta”, con su especial impacto en el segmento de pagos, comenzó como una interpretación del Reino Unido de la PSD2 de la Unión Europea, con la particularidad de que con dicha interpretación se fue más allá de la información relacionada con los servicios de pago, para hacer extensivo el modelo a cualquier petición de información autorizada por el cliente. Aunque la “banca abierta” se sigue identificando con el intercambio de información relacionada con los pagos, la interpretación británica más amplia se ha extendido a países como Australia, México<sup>12</sup>, Corea del Sur y Singapur.

<sup>11</sup> Por ejemplo, el Banco de España participa en el desarrollo de determinadas funciones básicas atribuidas al Sistema Europeo de Bancos Centrales, entre las que se incluye la promoción del “buen funcionamiento del sistema de pagos” (art. 7.3 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España).

<sup>12</sup> Las políticas públicas de los países latinoamericanos se han propuesto, de manera generalizada, fomentar la “banca abierta”. Como resultado de ello, el ecosistema “Fintech” en América Latina ha experimentado un crecimiento exponencial especialmente notable en los últimos cuatro años. Hasta mediados del 2020, el “Informe 2020 Latam Fintech” elaborado por KoreFusion

(2020), ha contabilizado un total de 1.075 empresas del sector “Fintech” en Latinoamérica; de estas, 249 son de México; 498 de Brasil; 128 de Colombia; 118 de Argentina; y 82 de Chile. Las “Fintech” latinoamericanas enfocan su actividad fundamentalmente a la prestación de servicios a consumidores y a pequeñas y medianas empresas (que en la región representan más del 90% de su sector empresarial) sub-bancarizadas o no bancarizadas, avocándose la mayor parte de ellas a los servicios de pagos (27,53%), préstamos (21,21%), gestión financiera empresarial (15,63%), Fintech as a service (6,42%) y crowdfunding (6,42%) (KoreFusion, 2020, p. 18) (párrafo tomado de López Jiménez, 2021, elaborado por Andrea M. Urcullo Pereira).

Para tener la condición de entidad adquirente y poder operar como tal se debe obtener una licencia, al menos, de entidad pago, lo que supone el sometimiento a la regulación existente y a la supervisión que corresponda en cada jurisdicción. Por definición, la autorización concedida a las entidades de crédito incluirá la posibilidad de la prestación de los servicios de emisión y adquirencia.

Generalmente, estas licencias son concedidas por los bancos centrales en cada país, a los que corresponde la labor de supervisión. En Europa, a diferencia de lo ocurrido con las entidades de crédito, no se ha establecido un régimen de regulación y supervisión *ad hoc* para las entidades de pago, que quedan sujetas a la jurisdicción nacional.

El modelo de licencia es común en Europa y en Latinoamérica. Se trata de un proceso lento que conlleva un coste significativo en lo económico y, en ocasiones, de tiempo, queja habitual por parte de los que emprenden en este ecosistema.

En Europa, la media de duración para obtener una autorización se encuentra, en general, entre los 7 y los 9 meses, según datos de la Autoridad Bancaria Europea

(2023). Se han reducido, por tanto, las diferencias entre países, lo que supone un menor atractivo para ciertas jurisdicciones (Lituania era un referente en este sentido) que, con gran celeridad, concedían la licencia, lo que habilitaba la movilidad en el mercado europeo gracias al conocido como “pasaporte europeo”.

Para finalizar, cabe destacar la aparición de una nueva entidad denominada “Payment Facilitator”, la cual se apoya en una entidad adquirente, siendo responsable del alta de clientes y de la canalización de los fondos a los comercios, lo que no le exonera de la obtención de la licencia como venimos comentando.

Si vemos la gráfica número 2, la diferencia es que el Payment Facilitator recibe los fondos de la entidad adquirente<sup>13</sup> y no directamente de los esquemas de pagos y es quién se encarga de la distribución de los mismos en los comercios.

Todo el modelo de regulación y supervisión debe ser complementado con las exigencias que los propios esquemas de pago exigen a las entidades de adquirencia para poder operar, que no son en ningún caso menores.

<sup>13</sup> La entidad adquirente mantiene la responsabilidad en materia de fraude que imponen las marcas de tarjetas y el Payment Facilitator ante Banco de España.

## 4. Modelos de negocio y rentabilidad

Los modelos de negocio de la adquirencia generan, a priori, una baja rentabilidad si atendemos al beneficio para el adquirente por transacción. Para entender los márgenes de una entidad de pago, en concreto, pues una entidad de crédito dispondrá de otras fuentes para el retorno económico, hay que fijarse en todos los actores que figuran en la cadena de valor, a los que hemos hecho alusión con anterioridad.

En primer lugar, los ingresos tienen origen en diferentes modelos de precios, que pueden ser combinados entre sí, y resultan de la negociación bilateral entre la entidad adquirente, sea una entidad de pago o una entidad de crédito, y el comercio:

- El más habitual es el consistente en aplicar un porcentaje al volumen que transaccionan los comercios (es decir, a su facturación). Se trata de la llamada tasa de descuento: se abona por el comercio beneficiario del pago a la entidad adquirente.
- Un importe fijo sobre el número de transacciones de los comercios.
- Un precio mensual fijo independientemente del número de transacciones o volumen transaccionado (“bono mensual” por la mera disponibilidad del servicio ofrecido al comercio, al margen de que pueda ser bonificado por el adquirente atendiendo a lo acordado en cada caso concreto).

Los costes a los que se enfrenta la entidad adquirente en el procesamiento de los pagos se describen a continuación:

- Tasa de intercambio por pagos con tarjeta, que es toda comisión o retribución pagada, directa o indirectamente, por cada operación efectuada entre los proveedores de servicios de pago del ordenante y del beneficiario que intervengan en una operación de pago mediante tarjeta (Comisión Nacional de los Mercados y

la Competencia, 2021, pág. 9). Se paga por la entidad adquirente a la entidad emisora de la tarjeta y se calcula como un porcentaje atendiendo al tipo de tarjeta con la que se pague.

A nivel europeo, estas tasas están limitadas y reguladas por el Reglamento (UE) 2015/751, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de abril de 2015, sobre las tasas de intercambio aplicadas a las operaciones de pago con tarjeta.

Los proveedores de servicios de pago no ofrecerán ni solicitarán, por ninguna operación con tarjeta de débito, tasas de intercambio por operación superiores al 0,2 % del valor de la operación. Tratándose de operaciones con tarjeta de crédito, la tasa de intercambio por operación no podrá ser superior al 0,3 % del valor de la operación. Estos umbrales se reducen respectivamente al 0,1% y 0,2% cuando la transacción es inferior a 20 euros y además se establece un máximo de 7 céntimos de euro en todo pago con tarjeta de débito (Inza, 2016, en referencia al art. 11 de la Ley 18/2014, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia).

Además, hay que considerar las tasas de intercambio propias de los esquemas de tarjetas<sup>14</sup>.

- Costes de los esquemas de pago, que se imputan a la entidad adquirente por las redes vinculadas a las tarjetas. Suele calcularse como un porcentaje sobre el volumen transaccionado, aplicándose economías de escala, es decir, a mayor volumen menor coste para el adquirente.
- Costes de procesamiento, que son todos aquellos costes que imputará el centro procesador y la entidad que proporciona los servicios de pasarela de pago. Al igual que respecto de los costes del punto anterior, a mayor volumen menores serán los costes para el adquirente.

<sup>14</sup> La entidad adquirente mantiene la responsabilidad en materia de fraude que imponen las marcas de tarjetas y el Payment Facilitator ante el Banco de España.

- Otros costes relacionados con la propuesta de valor de la entidad adquirente, en la medida en que se deba retribuir a otras empresas tecnológicas que mejoran la experiencia del cliente en el momento del pago al comercio.

El modelo de precios en su conjunto, como se puede apreciar, es uno de los aspectos clave, que se debe ponderar cuidadosamente por la entidad adquirente. Debe tenerse en cuenta que los adquirentes reciben el importe a liquidar a los comercios neto de la tasa de intercambio, por lo que en caso de negociar una tasa de descuento excesivamente baja, podrían sufrir pérdidas en cada transacción.

Para evitar este hecho, algunas entidades aplican el llamado modelo “Interchange++” en materia de fijación de precios, donde al comercio se le imputa:

- La comisión de intercambio que recibe el banco emisor de la tarjeta y la comisión del esquema de tarjetas (“primer +”).
- La comisión del adquirente (“segundo +”).

Ilustramos lo anterior con un ejemplo:

Un restaurante tiene una tasa de descuento fija (por ejemplo, 0,6%) para todas las tarjetas en su TPV. Pero a este restaurante normalmente acuden empresas que pagan con la tarjeta de empresa y clientes extranjeros:

- Si la marca (VISA o Mastercard) cobra un 0,76% en esa tipología de tarjetas y el comercio tiene una tasa de descuento de 0,6%, el 0,16% lo tiene que pagar la entidad adquirente, con lo que entraría en pérdidas (que además se acentuarían al sumar los costes de los esquemas de procesamiento y de otros actores que proporcionen servicios de valor añadido, en su caso).
- Si quien paga es un cliente extranjero, la pérdida podría ser aún mayor (consideremos que la tasa de intercambio es del 1,75%, a lo que habría que añadir otros posibles costes como los indicados en el punto anterior).
- Un cliente persona física nacional no generaría pérdidas, puesto que la tasa de intercambio máxima para particulares aplicable en Europa es, como vimos,

del 0,3%. En este caso, sí habría un margen positivo del 0,3% (0,6%-0,3%), al margen de otros posibles costes.

Existe actualmente una percepción baja por parte de los comercios sobre el valor añadido de los pagos con tarjeta, no pudiendo repercutir estos servicios en el precio, lo que en última instancia representa la asunción de un coste.

En contraste con lo anterior, han surgido entidades que ofrecen servicios con funcionalidades de alto valor añadido y que abarcan toda la cadena de valor en el procesamiento de pagos. Estas entidades, como Stripe o Adyen, han demostrado su capacidad para imputar tasas de descuento significativamente mayores. Por ejemplo, Stripe y Adyen, con valoraciones de 64.000 millones y 54.000 millones de dólares USA respectivamente en 2023, pueden llegar a aplicar tasas de descuento de hasta un 2,5%.

Estas tasas de descuento más altas se justifican por las funcionalidades avanzadas que ofrecen estas plataformas, como una integración sencilla con sistemas de pago, análisis de datos detallados, gestión de fraudes avanzada y soporte técnico especializado. Además, estas entidades suelen garantizar una experiencia de usuario optimizada tanto para los comerciantes como para sus clientes, lo que añade valor a sus servicios y justifica las tasas de descuento más elevadas.

Es importante destacar que, si bien en Europa los márgenes de las tasas de descuento pueden ser estrechos debido a la regulación y la competencia, la situación cambia en regiones como Latinoamérica. De acuerdo con el reporte del Banco Central de México, las tasas de descuento aplicadas por algunas entidades financieras pueden alcanzar hasta un 4% en ciertos sectores. Esta diferencia en las tasas de descuento entre Europa y Latinoamérica puede atribuirse a diversos factores, incluyendo diferencias en la regulación, estructuras de costes, niveles de competencia y riesgos asociados con las transacciones comerciales en cada región. En Latinoamérica, donde pueden existir mayores riesgos y costes operativos, las tasas de descuento tienden a ser más altas para compensar estos factores.

# 5. El mercado de adquirencia de pagos: perspectivas de futuro

Según Boston Consulting Group (2023), se espera que los ingresos en adquirencia mundiales aumenten en casi un 7% anual entre 2022 y 2027, lo que llevará el conjunto de ingresos globales a 100.000 millones de dólares USA para fines de esta última fecha.

Esquema 3: Estimaciones del negocio de adquirencia



Fuente: BCG.

Los comerciantes de menos de 250 empleados (PYMES y microempresas) representan hoy el 70% de la base de ingresos, luego esa previsión podría llegar a ser incluso mayor, en la medida en que aquellos generen nuevo negocio.

Las ventas en línea (pagos iniciados en línea o a través de dispositivos móviles, en particular) se convierten en un importante impulsor del crecimiento de los ingresos, por lo que las perspectivas del incremento del negocio de adquirencia podrían ser incluso superiores.

Empresas que podemos calificar como “nativas digitales”, como Adyen y Stripe, ya citadas, o como Checkout.com, al igual que las denominadas entidades ISV (“Integrated Software Vendor”) del tipo de Toast o Square, están ganando una participación cada vez mayor en el mercado

de adquisición de comerciantes, lo que, como hemos explicado, tiene reflejo en el valor de las compañías por la expectativa del auge de estos modelos de negocio según avance la innovación digital y los individuos, también nativos digitales por razón de su edad, encuentren en ellas el medio para satisfacer sus necesidades de pago, con sus servicios asociados.

Hace apenas unos años, estos actores representaban aproximadamente el 35% de los ingresos del mercado de adquirencia en América del Norte y Europa combinados. Hoy esa cifra ha aumentado al 40%. Y el impulso sigue estando a su favor frente a otros jugadores de perfil tradicional.

Al aumentar su fortaleza en el espacio de las PYMES y las microempresas, no siempre completamente atendido por las entidades tradicionales, las nuevas entidades están ganando participación en el segmento corporativo a nivel mundial.

En América Latina, los operadores tradicionales enfrentan desafíos adicionales relacionados con los avances en los pagos en tiempo real. La creciente demanda de pagos instantáneos y la necesidad de una infraestructura de pagos más ágil y eficiente están cambiando el panorama de los servicios financieros en la región. Ante retos como la modernización de los sistemas de tecnología, la interoperabilidad entre diferentes plataformas de pago y la seguridad de los pagos, las nuevas entidades están aprovechando su agilidad y enfoque centrado en la innovación para ganar participación en el segmento corporativo.

## 6. Innovación digital en productos y negocio de adquirencia de pagos

A continuación, se enumeran las siguientes tendencias en los medios de pago con especial incidencia en el negocio de adquirencia:

- **Experiencias digitales:** Las billeteras digitales, las soluciones de pago y los cobros con el móvil ocuparán a medio plazo, previsiblemente, las primeras posiciones en las preferencias de los consumidores en lo que afecta sus pagos cotidianos.

La espectacular adopción de los pagos sin contacto ha contado con un aliado necesario como ha sido la “tokenización” (además del impacto que supuso la pandemia en la relación con el dinero físico). Los procesos de “onboarding” (altas de clientes) digitales y rápidos serán otra de las claves en el corto plazo.

- **“Buy Now Pay Later” (BNPL):** La competencia alrededor de los servicios de BNPL se intensifica. Cada vez son más las grandes tecnológicas, plataformas de comercio electrónico y entidades “Fintech” que los incorporan en sus propuestas de valor, lo que plantea la aplicación a estas operaciones de pago aplazado de un marco normativo muy garantista para el consumidor.
- **Criptomonedas:** La inminente aparición de las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés), con el ejemplo cercano del euro digital, al igual que las tarjetas asociadas a las criptomonedas de carácter privado, plantearán nuevas oportunidades en el negocio de los emisores y de los adquirentes.

También habrá que seguir con atención las recompensas “cripto” asociadas al empleo de medios de pago denominados en criptomonedas e incluso en monedas soberanas digitales.

La volatilidad de las criptomonedas, incluso de las llamadas “estables”<sup>15</sup>, plantea interrogantes que tendrán que ser resueltos antes de su eventual popularización como medio de pago. A día de hoy, las criptomonedas son más un instrumento de inversión

que de pago, lo que las aleja de su uso cotidiano.

Por último, es sugerente la propuesta de Prasad (2021, pág. 236), en el sentido de que las monedas digitales emitidas por los bancos centrales puedan servir de barrera (“backstop”) a los sistemas de pago privados, evitando la caída de la infraestructura de pagos durante una crisis de confianza (añadimos nosotros, debida a fallos técnicos, a un exceso de demanda de pagos por parte de los comercios, a la materialización del riesgo de ciberseguridad, etcétera).

- **ASG<sup>16</sup>:** La sostenibilidad medioambiental es un asunto material aún incipiente para la industria de los pagos. La industria se encuentra en una fase de reflexión y de exploración de iniciativas transformadoras. Desde luego, más allá del consumo energético relacionado con el espacio de los pagos digitales, el impacto ambiental, la generación y el reciclado del “hardware”, sobre todo, será tenido en cuenta por los usuarios más sensibilizados con el medioambiente.
- **Lo físico y lo virtual confluyen en una misma solución:** La aceptación en el punto de venta sigue siendo un ámbito en el que cabe desplegar soluciones y establecer incentivos para conquistar mayor espacio al efectivo, cuya pervivencia dependerá, en último término, de las expectativas y de los hábitos de pago de los ciudadanos.
- **Nuevos métodos distintos de las tarjetas:** El futuro de la adquirencia no se basará únicamente en las tarjetas, sino que representará una combinación de métodos y experiencias de pago. Quienes no abracen este futuro se enfrentan a un posible desgaste y pérdida de relevancia, ya que los comercios cada vez serán más exigentes a la hora de buscar aliados de negocio.

<sup>15</sup> Para más detalle, véase Zareei Bogoya (2022), a propósito de Terra Luna.

<sup>16</sup> Criterios ambientales, sociales y de gobernanza.

## 7. Conclusiones

A la vista de lo anterior, finalizamos este trabajo con las siguientes conclusiones:

- El negocio de adquirencia se basa en una transacción comercial previa y en el método de pago empleado en la misma. Las entidades adquirentes, por tanto, tendrán que adaptar el servicio que ofrecen, en el marco de toda la cadena inherente al pago, para dar una respuesta a los nuevos entornos en los que los clientes de los comercios adquieren sus bienes y sus servicios, aportando valor añadido.
- Tanto los adquirentes tradicionales como los emergentes se ven influidos por la propia evolución de los modelos de negocio en el sector de adquirencia, así como por el desarrollo regulatorio y tecnológico. Esto sugiere que las empresas en este sector están adaptándose a cambios en el entorno externo para mantener su relevancia y competitividad en el mercado, o bien para alcanzar, en algunos casos, amplios nichos de mercado sobre la base, de modo directo, del entorno digital y los pagos digitales.
- El marco normativo establece un terreno de juego equilibrado a los distintos oferentes del servicio de adquirencia, en tanto que la tecnología proporciona evidentes oportunidades para mejorar la eficiencia y la experiencia del usuario.
- Las preferencias y las expectativas de los usuarios son especialmente relevantes para la evolución de los modelos de negocio de adquirencia. Los agentes que no satisfagan estas expectativas, en un entorno de negocio con unos márgenes, como se ha explicado, muy reducidos, lo que genera necesidad de alcanzar una masa crítica de transacciones no solo para la generación de beneficios sino para la propia viabilidad empresarial, irán perdiendo cuota de mercado.

## 8. Bibliografía

- Asociación Española de FinTech e Insurtech (2017): “Libro Blanco de la Regulación Fintech en España”. [https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/06/AEFI\\_LibroBlanco\\_02\\_10\\_2017.pdf](https://asociacionfintech.es/wp-content/uploads/2018/06/AEFI_LibroBlanco_02_10_2017.pdf) (14/2/2024).
- Autoridad Bancaria Europea (2023): “Report on the peer review on authorisation under PSD2”, EBA/REP/2023/01, 11 January. [https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document\\_library/Publications/Reports/2023/1050744/Peer%20Review%20Report%20on%20authorisation%20under%20PSD2.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1050744/Peer%20Review%20Report%20on%20authorisation%20under%20PSD2.pdf) (14/2/2024).
- Banco de España: Glosario sobre tarjetas. <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/sistemas-pago/glosario/indexE.html> (14/2/2024).
- Banco de México: Tasas de descuento que pagan los comercios por aceptar pagos con tarjetas. <https://www.banxico.org.mx/servicios/tasas-descuento-tarjetas-banc.html> (14/2/2024).
- Boston Consulting Group (2023): “Global Payments Report”. <https://www.bcg.com/publications/2023/bcg-global-payments-report-2023> (14/2/2024).
- Cinco Días (2023): “El Banco de España pide información a Redsys tras el nuevo fallo técnico que ha provocado caídas en Bizum y TPV”, 24 de noviembre. <https://cincodias.elpais.com/companias/2023-11-24/el-banco-de-espana-pide-informacion-a-redsys-tras-el-nuevo-fallo-tecnico-que-ha-provocado-caidas-en-bizum-y-tpv.html> (14/2/2024).
- Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (2021): “Estudio sobre el servicio de retirada de efectivo a través de cajeros automáticos” (E/CNMC/003/21). <https://www.cnmc.es/expedientes/ecnmc00321> (14/2/2024).
- Gorjón Rivas, S. (2007): “Las tarjetas de pago ante el proyecto SEPA: algunas reflexiones”, Estabilidad Financiera, Banco de España, núm. 12, mayo, págs. 75-91. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23072> (14/2/2024).
- Inza, J. (2016): “Tasas de intercambio en tarjetas”, blog “Todo es electrónico”, 15 de julio. <https://inza.blog/2016/07/15/tasas-de-intercambio-en-tarjetas/> (14/2/2024).
- KoreFusion (2020). “KoreFusion 2020 Latam Fintech Report”. <https://www.latamfintech.co/reports/korefusion-2020-latam-fintech-report> (14/2/2024).
- López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2011): *Comentarios a la Ley de Servicios de Pago*, Bosch, Barcelona.
- López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2014): “Las cuentas de pago: entre la ignorancia y el olvido”, Revista de Derecho del Mercado Financiero, 18 de febrero. <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2016/09/las-cuentas-de-pago-entre-la-ignorancia-y-el-olvido-j-m-lc3b3pez-jimc3a9nez.pdf> (14/2/2024).
- López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2021): “La ‘banca abierta’ (*open banking*) y la prestación de servicios bancarios”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, núm. 28.
- López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2022): “Fintech y Bigtech: un primer contacto”, Tiempo de Derechos, núm. 47, págs. 34-41.
- Minsait Payments (2023): “Tendencias en Medios de Pago”, XII edición. <https://cms.minsaitpayments.com/wp-content/uploads/2023/03/Informe-Medios-de-Pago-XII-MP.pdf> (14/2/2024).
- Prasad, E. S. (2021): *The Future of Money. How the Digital Revolution is Transforming Currencies and Finance*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, and London, England.
- Skinner, C. (2020): *Doing Digital. Lessons from Leaders*, Marshall Cavendish Business, Singapur.
- Zareei Bogoya, A. (2022): “El *crash* de Terra (LUNA)”, blog Todo Son Finanzas, 18 de junio. <https://todosonfinanzas.com/el-crash-de-terra-luna/> (14/2/2024).

# Sobre los autores

Arturo Zamarriego Muñoz es especialista en medios de pago. Asesor de entidades de pago en materia de estrategia, finanzas y regulación.

José M<sup>a</sup> López Jiménez es Doctor en Derecho y profesor asociado de Derecho Civil de la Universidad de Málaga. Especialista en regulación financiera.

# Otras publicaciones ODF

Abril	2024	NT	<i>Spin-offs</i> , características y el impacto de la deuda en este tipo de oportunidades	Joan Anglada Salarich
Mar	2024	NT	Situación de la regulación de la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo en el marco de los criptoactivos	Macarena López Martínez
Feb	2024	DT	Riesgo climático. De los conceptos básicos al uso de escenarios NGFS	Vicente Bouza Álvarez
Dic	2023	DT	Making Biodiversity Material in Financial Decision-Making	Mark Halle
Nov	2023	NT	El mercado de la vivienda mundial: ¿Una nueva burbuja inmobiliaria?	José María Raya
May	2023	DT	El <i>direct lending</i> : Una alternativa creciente en la financiación a empresas	Albert Gumà, Ramiro Lama y Eloi Noya
Abr	2023	DT	Los mercados energéticos en España y Europa	Roger Medina Juidías
Mar	2023	DT	La tecnología cuantitativa de los roboadvisors	Gerard Albà Soler y Amau Vía Martínez-Seara
Ene	2023	DT	Business Angels: Creadores de Valor de impacto en el ecosistema emprendedor	Juan Álvarez de Lara
Dic	2022	NT	El papel del Sistema de Derechos de Emisión en la transición a la Neutralidad climática	Luis Antonio Galiano Bastarrica
Dic	2022	DT	Las divisas digitales de los Bancos Centrales: En los albores de un sistema financiero digital	Fernando Rojas Traverso y Francisco del Olmo García
Nov	2022	NT	Efectos de la tokenización de activos para los mercados financieros	Carlos de Fuenmayor
Oct	2022	NT	Comptabilitat per la sostenibilitat: Aplicació pràctica d'un ràting ESG	Josep Maria Caselles, Jaume Gené y Jordi Martí
Jul	2022	DT	Instrumentos financieros vinculados a la inflación y su uso para la cobertura de riesgos	Francisco José Alcalá Vicente
Jun	2022	DT	La descarbonización del sistema energético global. Enseñanzas de los escenarios del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático	José M <sup>a</sup> Martín-Moreno y Jorge Blázquez
Mar	2022	DT	Crisis económica COVID'19: Elementos diferenciales. Una especial consideración a la política monetaria y su impacto en los mercados financieros	David Cano Martínez
Mar	2022	DT	Retos y oportunidades del estrés climático de la banca europea	Francisco del Olmo García y Fernando Rojas Traverso
Feb	2022	NT	Criptoactivos: un nuevo activo de inversión	Carlos de Fuenmayor
Dic	2021	DT	Bonos contingentes convertibles (Coco): de Basilea III a la transición sostenible	Arturo Zamarrigo Muñoz
Nov	2021	NT	Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	Carlos de Fuenmayor
Oct	2021	DT	Sostenibilidad de la deuda: geometría y límites difusos	Daniel Suárez Montes
Set	2021	NT	Bonos Sociales: Financiando la equidad	Julián Romero Zarco
Set	2021	DT	El imprescindible papel de las agencias de <i>Rating</i> en el viraje hacia la sostenibilidad	Antonio Madera del Pozo
Jul	2021	NT	Measuring and targeting systemic cyclical risks – the Countercyclical Capital Buffer	Sofía Velasco
Jun	2021	NT	El Sandbox regulatori: ¿Es una oportunitat d'apropar el sector al regulador mitjançant la digitalització?	Pablo Domenech
May	2021	DT	Comportament diferencial en mercats de capital d'empreses sostenibles. Una mirada a les empreses emissores de bons verds	Jorge Sanz González

Abr	2021	NT	Carteres òptimes alternatives a la de mínima volatilitat de Markowitz	Laura Valls Sanchis
Feb	2021	DT	Megatendències i temàtiques en carteres de renda variable	David Cano y Francisco Lomba
Feb	2021	DT	Riscos relacionats amb el clima i mediambientals: una introducció a les expectatives supervisors i al risc	Arturo Fraile Izquierdo
Nov	2020	NT	Nuevos indicadores económicos para una nueva era	Diego Isabel La Moneda
Oct	2020	NT	Aspectos legales de las ISR a las entidades de capital de riesgo	Alex Plana Paluzie
Jul	2020	NT	Dark Pools and High Frequency Trading: A Brief Note	Anna Bayona
Jun	2020	DT	Los emisores soberanos ante la revolución sostenible	Andrés Alonso
Jun	2020	NT	El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la Tasa Tobin	Jordi Pey Nadal
May	2020	DT	¿Cómo valorar una <i>start-up</i> y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch
Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de <i>cross currency swaps</i>	Lluís Navarro i Girbés
Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales <i>insights</i> puestos de manifiesto por la <i>behavioral economics</i> ?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Joan Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del <i>blockchain</i> en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luis Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	"Factor investing", el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban

Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep Bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M <sup>a</sup> Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruca y Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xia
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartita en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya

Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M.Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda