

Los oligopolios y el ratio antisistémico.

La importancia de los avances sociales.

A diferencias de las ciencias duras, los avances en las ciencias sociales suelen ser escasos pero muy importantes. Un ejemplo de este tipo de avances es el descubrimiento de la democracia, o toma de decisiones por mayoría. La democracia fue, después de la rueda, el segundo mayor invento del hombre. En algún momento remoto y desconocido de la historia, un grupo de personas decidieron adoptar las decisiones por mayoría, alumbrando posteriormente al nacimiento del sistema democrático de la Grecia clásica. Como indico en mi libro Competencia Institucional Normativa, aunque los sistemas democráticos nunca han funcionado correctamente, la toma de decisiones por mayoría, la democracia, fue un avance social que cambió radicalmente a la humanidad. Sin esta herramienta las ciencias duras habrían retrasado su evolución.

Otro gigantesco avance social fue hacer extensivo al gran público la posibilidad de invertir en el capital social de la Compañía Neerlandesa de las Indias Orientales. En 1602 la citada sociedad emitió acciones que podían ser compradas por una amplia base de inversores, no solo nobles o socios cerrados. La titularización del capital social, el uso a gran escala de los títulos valores y del papel moneda, cambiarían en pocos años la faz de la tierra, pues aceleraría el colonialismo, provocaría el nacimiento de la bolsa de valores, de los intermediarios financieros, la especulación y, por supuesto, el surgimiento de los monopolios.

Como en las ciencias duras, cualquier avance social tiene su lado positivo y su cara oculta, pudiendo ser utilizado para hacer el bien o el mal. La aparición de los títulos valores aceleró la aparición de los desarrollos científicos e industriales, pero también provocó gigantescas crisis económicas por el exceso de crédito y empresas monopolísticas o con posición dominante.

Efectivamente, uno de los grandes problemas que surgió con la emisión de títulos valores fue, lo que hoy se denomina, las “empresas significativas”. Estas empresas dan lugar, casi siempre, a monopolios u oligopolios.

Especialmente durante los últimos dos siglos, los científicos sociales vienen poniendo en práctica diversas fórmulas que han tratado de evitar el riesgo sistémico y empresas con posición dominante. Recientemente el hombre ha dado un paso de gigante en esta materia con el ratio antisistémico o ratio Gómez.

Como veremos, este ratio obligará a capitalizar automáticamente a la entidad a medida que su cuota de mercado aumente. Pero para entender la transcendencia que tendrá en nuestra sociedad este importante avance social, primeramente, repasemos algo de historia y analicemos el escenario actual.

El riesgo de las empresas sistémicas.

A principios del pasado mes de marzo, la HPS Investment Partners, filial del gigante BlackRock, recibió solicitudes de reembolso por el 9,3% del patrimonio, pero informó que, conforme a lo contratado, [solo devolvería el 5% o límite trimestral.](#)





Esta decisión hizo saltar las alarmas porque nunca la HPS había tenido que aplicar el límite contractual del 5% y también, por ser la primera vez que un fondo de BlackRock activaba trabas legales a las retiradas de dinero.

Aunque este tipo de decisiones no son frecuentes, no es la primera vez que un fondo se ve obligado a activar la cláusula de “redemption gate”. No obstante, en parte debido al contexto internacional, estos casos empiezan a normalizarse. Por ejemplo, a finales de marzo, otros grandes fondos, como [Ares Management y Apollo Global Management](#) también decidieron bloquear la puerta de salida.

Fueron varias las preguntas que nos hicimos muchos, como, ¿qué ocurriría si una entidad del tamaño de BlackRock, cuyo volumen de activos supera los 14 billones de dólares, entrara en una crisis de liquidez y tuviera que ser rescatada? Para que nos hagamos una idea del volumen de activos que gestiona esta entidad, podríamos decir que es similar a la suma del PIB de Alemania, UK, Francia, Italia y España.

¿Es lógico que una empresa o una entidad financiera llegue ser tan grande que, por una inadecuada gestión, pueda poner en riesgo la solvencia de todo un país? A pesar de la normativa existente, ¿cabe la posibilidad de que unos pocos hombres puedan alterar el normal desarrollo del libre mercado? ¿Qué medidas se están adoptando para evitar este tipo de entidades? ¿El Estado debe dejar nacer y dejar caer a las empresas sistémicas en caso de dificultades?

Aunque parecen cuestiones remotas, todas estas preguntas son oportunas en el contexto actual por varios motivos. Una razón que justifican estos interrogantes es el preocupante hecho de observar cómo los principales bancos centrales del planeta llevan registrando pérdidas desde hace tres años. Es decir, los ciudadanos contemplamos con asombro como el prestamista de última instancia, la entidad que supuestamente debería rescatar a estos monstruos ante posibles problemas de liquidez, presenta ciertas incongruencias de gestión, permite la sobre capacidad monetaria en su zona de tutela y refleja resultados negativos. Otra razón que nos hace inquietarnos es recordar que la única responsabilidad de los gestores de monstruosos fondos de inversión es la de actuar como el buen pater familias. Los gestores fiduciarios solo tienen la obligación legal y ética de gestionar los activos buscando únicamente el beneficio de los inversores. Sorprendentemente, BlackRock ha evitado ser designada oficialmente como una entidad “demasiado grande para caer” o *Systemically Important Financial Institutions* (SIFI). En tercer lugar, mientras que a las empresas industriales y bancarias se les puede exigir el cumplimiento del ratio antisistémico, a los fondos de inversión no se les puede exigir el cumplimiento de dicho ratio, dado que son simples fideicomiso.

El Estado siempre debe rescatar a las empresas sistémicas.

Grandes economistas, como Pareto, Mises, Henry Hazlitt, Milton Friedman, Hayek, Maurice Allais, etc. fueron partidarios de la inacción, de no prestar asistencia a ninguna entidad. Como he defendido desde hace años, no estoy de acuerdo con esta opinión, dado que, si una empresa o un banco se convierte en una entidad significativa las autoridades competentes deberían intervenir para evitar su colapso.

Un rescate puede definirse como una póliza de seguro colectivo impuesta por el Estado a los residentes de un país. Esta póliza está diseñada para prevenir el impacto repentino y directo de la quiebra de un banco o empresa significativa en la población,



lo que de otro modo podría provocar el caos. Si el rescate se gestiona correctamente, el impacto se pagará a plazos por todos los ciudadanos residentes, ya sean nacionales o extranjeros, mediante un aumento de los impuestos y la inflación. Por el contrario, si un gobierno decide no intervenir en el rescate de una entidad sistémica, las consecuencias de la onda expansiva o efecto dominó resultante pueden resultar más graves que el coste de utilizar la póliza de seguro. Es improbable que cualquier economista sensato cuestione esta afirmación. Es preferible pagar los daños causados por una entidad sistémica a plazos que en efectivo.

En base a lo expuesto, llegamos a dos conclusiones importantes. En primer lugar, es preferible rescatar a una empresa o banco sistémico que permitir su quiebra. En segundo lugar, es imperativo evitar la creación de entidades sistémicas. No es vergonzoso brindar asistencia a una entidad sistémica. Lo que es realmente indigno y poco ético es permitir la formación de entidades sistémicas. Es un insulto a la inteligencia colectiva tolerar la existencia de entidades que carecen de la estabilidad y la transparencia necesarias para garantizar un mercado libre.

Origen de las empresas sistémicas.

Pero para combatir a las empresas sistémicas primero debemos clasificarlas en función de su origen, para que, conforme a su naturaleza, aportemos soluciones que eviten su crecimiento. Es más fácil tratar de evitar el crecimiento de una enfermedad que abordar su cura cuando ya está ampliamente ramificada entre la sociedad. En base a esta línea de trabajo podemos clasificar las empresas sistémicas en tres grandes grupos.

Un primer grupo podrían ser aquellas empresas que surgen de monopolios naturales. Un monopolio natural es una situación de mercado en la que una sola empresa puede suministrar un bien o servicio a todo el mercado con un coste menor que si hubiera varias empresas compitiendo. Esto suele ocurrir en sectores donde los costes fijos de infraestructura son extremadamente altos, pero el coste de atender a un cliente adicional (coste marginal) es muy bajo. Los monopolios naturales se encuentran normalmente vinculados a servicios públicos esenciales, como el suministro de agua potable, las líneas de alta y media tensión, las ferroviarias o las redes de gas, etc. En muchos de estos casos no tendría sentido que tres o cuatro tuberías de distintas empresas tuvieran acceso a nuestra vivienda, o el construir tres o cuatro vías para el transporte de ferrocarril, alta tensión, etc. Es más eficiente socialmente que exista un solo proveedor que el provocar la multiplicación innecesaria de infraestructuras costosas.

Un segundo grupo de empresas sistémicas son las que nacen de forma artificial, dando lugar a monopolios u oligopolios artificiales. Estas empresas son las que han sido fomentadas o licenciadas por el Estado sin justificación de mercado alguna, atendiendo exclusivamente a intereses políticos, geopolíticos o personales. Según [The Washington Post](#), desde principios de siglo hasta el año 2024, las empresas de Elon Musk habían recibido un total estimado de 38.000 millones de dólares en financiación pública acumulada, mediante contratos gubernamentales, préstamos, subsidios directos y créditos fiscales. Gracias a estas ayudas, algunas de las empresas del grupo se han convertido en empresas significativas.

ASML es un ejemplo de monopolio artificial casi absoluto en la fabricación de máquinas de litografía ultravioleta extrema, esenciales para crear los chips más



avanzados del mundo. Esta empresa ha recibido y continúa recibiendo importantes ayudas y apoyos estatales, principalmente del gobierno de los Países Bajos y de la Unión Europea, debido a su importancia estratégica en la industria global de semiconductores. El control de esta tecnología está provocando situaciones límites en las relaciones internacionales. China es el país que más esfuerzo está haciendo para crear su propia cadena de suministro debido a las sanciones de EE.UU, que le prohíben comprar máquinas de ASML. Si en un momento dado de la historia reciente hubiéramos impedido crear este monopolio hoy las relaciones internacionales serían muy diferentes.

Un tercer grupo de empresas sistémicas serían las accidentales, que surgen sin ayudas gubernamentales. En ocasiones un avance científico o técnico, acompañado de un desfase normativo o vacío legal, puede dar lugar al surgimiento de un monopolio o de un oligopolio accidental. Pondré dos ejemplos.

A finales del siglo XIX, John D. Rockefeller construyó el mayor monopolio accidental de la historia moderna a través de la Standard Oil, llegando a controlar el 90% del mercado del petróleo en Estados Unidos. Rockefeller utilizó estrategias que en la época eran legales, como negociar tarifas especiales y exclusivas con los ferrocarriles para transportar su petróleo, así como obligar a los ferrocarriles a pagarle una comisión por cada barril que sus competidores enviaban (*drawbacks*). Es decir, sus rivales estaban financiando involuntariamente a Standard Oil. También realizó bajadas drásticas de precios en zonas donde tenía competencia hasta llevar a sus rivales a la quiebra, para luego comprarlos por una fracción de su valor. Rockefeller usaba las ganancias de mercados donde ya tenía el monopolio para financiar pérdidas en mercados donde aún tenía competencia.

Otro ejemplo de monopolio accidental fue el acontecido a finales del pasado siglo con Internet Explorer. Gracias al vacío legal, Microsoft mantuvo durante algunos años un monopolio accidental en el mercado de navegadores de internet. En 1993, Sun Microsystems denunció a Microsoft por abuso de posición dominante, dado que dificultaba que los servidores de la competencia pudieran comunicarse de forma efectiva con los sistemas operativos Windows. La queja sostenía que Microsoft se negaba a revelar información técnica esencial necesaria para que los sistemas de Sun y otros fabricantes fueran compatibles con el entorno Windows. Este conflicto se inició en 1993 y evolucionó hasta convertirse en la investigación formal de 1998 que finalmente llevó a la sanción histórica de la Unión Europea en 2004 contra Microsoft. En base al Artículo 102 del Tratado de la Unión Europea, el cual prohíbe el abuso de una posición dominante por parte de una o más empresas dentro del mercado interior, Europa obligó a Microsoft a facilitar información técnica para mejorar la interoperabilidad con software de terceros. Posiblemente, hoy, diversos navegadores como Firefox, Chrome, etc. no existirían si no se hubiese forzado a Microsoft a dar la información técnica necesaria para que otros fabricantes interactuasen con el sistema operativo dominante.

Ni los monopolios accidentales de la Standard Oil de Rockefeller ni la Microsoft de Bill Gates, recibieron subvenciones directas del gobierno para su crecimiento. De hecho, su gigantesco ascenso se basó en oportunidades de mercado, la autofinanciación y en vacíos legales que las autoridades acabaron prohibiendo.

Herramientas jurídicas para evitar empresas sistémicas



Los economistas identificados con la Escuela Austríaca y la Escuela de Chicago, han venido argumentando que la regulación estatal de los oligopolios, por tanto, la regulación estatal de las empresas sistémicas de un sector, suele ser innecesaria o incluso perjudicial. Su tesis central es que la competencia real proviene de la libertad de entrada al mercado, no de leyes impuestas. Estos economistas consideran que este tipo de carteles no suelen ser estables a largo plazo debido a la constante tensión entre la cooperación y la competencia de sus miembros. Aunque un pequeño grupo de empresas actúen como un monopolio para maximizar beneficios, factores internos y externos suelen fragmentar este control con el tiempo. Si bien es cierto que la historia avala esta línea de pensamiento, no es menos cierto que, durante el tiempo que operan como tal, pueden hacer mucho daño al mercado. Debemos desmontar estas ideas, un tanto elementales, dado que el que la lógica social no las haga organizaciones eternas o de larga duración, no las exime de ser culpables de generar situaciones injustas durante su vigencia. **El tiempo no es una eximente de culpabilidad en la manipulación del mercado.**

Milton Friedman sostenía que la mayoría de los monopolios y oligopolios perduran únicamente gracias al apoyo o protección del Estado (licencias, aranceles, subsidios). Por tanto, Friedman niega o resta importancia a los negativos efectos que las empresas sistémicas accidentales generan en el mercado. Murray Rothbard, padre del anarcocapitalismo, llevó esta idea a su extremo, afirmando que un monopolio u oligopolio solo es “malo” si es coercitivo o creado por el gobierno. Si unas pocas empresas dominan el mercado de forma libre y voluntaria, es porque están sirviendo a los consumidores de la manera más eficiente posible. Por tanto, las leyes antimonopolio serían una interferencia ilegítima contra la propiedad privada.

Es evidente que Microsoft, por un vacío legal o por una indeterminación legal, se benefició durante más de diez años de una posición dominante en el segmento de los navegadores de internet. También por esta razón, entre 1880 a 1911, es decir, durante tres décadas, la Estándar Oil controló entre el 85% y el 91% del refino y venta de petróleo en Estados Unidos, beneficiándose injustamente del mercado.

Desde la óptica jurídica, las conclusiones que podemos obtener son las siguientes. Primeramente, que el Estado es una herramienta pesada y lenta para adaptar la regulación sectorial. En segundo lugar, la solución no es apelar al *laissez faire* que defienden muchos economistas, sino adaptar el sistema normativo para que, como indico en mis libros, la destrucción creativa (Schumpeter) y la destrucción normativa (Pedro Gómez) evolucionen en paralelo. Cada vez que se produce un avance científico debe producirse, en paralelo y de forma casi simultánea, un avance normativo. El Estado está diseñado para problemas de escala, no para hacer microcirugía legal. Cuando se produce un desfase entre la moral y la ley, se judicializan las externalidades. Estos dos ejemplos terminaron en procesos judiciales por una desincronización normativa respecto a las necesidades del mercado. La tercera conclusión observable es constatar que, en la mayoría de ocasiones, las empresas sistémicas accidentales surgen por un desfase normativo y un avance tecnológico. La cuarta conclusión es muy triste. Si un monopolio accidental (ASML) alcanza una posición internacional insoportable para una nación y no es resoluble esa situación ni por la vía comercial, ni por la política ni por la vía judicial, los tambores de guerra comercial o militar suenan.



Para evitar este tipo de situaciones es necesario que los Estados permitan la Competencia Institucional Normativa (CIN). Remito al lector a mi artículo publicado en La Vanguardia [Pros y contras del salario mínimo](#), para que, con dicho ejemplo, pueda hacerse una idea de cómo funciona la CIN. El incorrecto uso de la impresora legislativa para la limpieza de las calles de cualquier ciudad es otro ejemplo práctico. Ver mi artículo de La Vanguardia: [El gran desafío del Ayuntamiento de Barcelona](#)

Las empresas sistémicas y los monopolios naturales.

Respecto a las empresas sistémicas nacidas a raíz de los monopolios naturales, hoy por hoy, ninguna escuela ha sido capaz de alumbrar una teoría económica que pueda someter a los monopolios naturales a las leyes de oferta y demanda. Por tanto, el crecimiento de estas empresas no podrá ser coartado ni por la vía económica ni por la jurídica.

Ahora bien, los monopolios naturales requerirán de un adecuado control de su gestión y, en este terreno, el cálculo social o CIN puede aportar un gran valor añadido. Así, en ocasiones, los monopolios naturales se ven tentados a aumentar, sin sentido alguno, sus líneas de negocios o áreas de actuación. Por ejemplo, a finales de los años 90 y principios de siglo, el Canal de Isabel II, monopolio natural de gestión del ciclo integral del agua en la Comunidad de Madrid, inició una expansión internacional de sus actividades en Latinoamérica. Sin embargo, [tras verse envuelta en investigaciones judiciales](#) y registrar pérdidas económicas, la empresa inició en 2017 un proceso de desinversión total de sus activos fuera de España.

Estoy convencido que el desastre económico y la pérdida de vidas que provocó la [dana de Valencia de 2024](#), una de las mayores catástrofes naturales en la historia reciente de España, no se hubiera producido si el monopolio natural de la gestión de embalses y cuencas hidrográficas hubiera estado sometido al cálculo social, es decir, si se hubieran ejecutado las recomendaciones que las investigaciones publicadas por los [académicos de la Universidad Politécnica de Valencia](#) o por diversos portavoces del Colegio de Ingenieros de Caminos se hubieran ejecutado. Estos estudios venían reclamando durante años la finalización de las obras hidráulicas que quedaron pendientes y fueron proyectadas tras la riada de 1957. No podemos dejar la gestión de los monopolios naturales en las manos del Estado exclusivamente.

Tres medidas para evitar empresas sistémicas artificiales.

Respecto a los monopolios artificiales, tan solo indicar que no deberían de permitirse. Cuando un Estado fomenta o licencia este tipo de empresas termina por distorsionar la proporcionalidad que deben mantener las cuatro variables fundamentales de la economía, además de provocar una carrera entre empresas geopolíticamente rivales. Si un Estado fomenta la carrera armamentística o el control de las comunicaciones y movimientos por medio de satélites ubicados en la órbita baja terrestre, sus vecinos harán lo mismo. Ante la perenne tentativa política de volcarse con una empresa nacional en el desarrollo de este tipo de proyectos, creo que la medicina jurídica no es la mejor solución. El político siempre se sentirá tentado y encontrará justificación para alterar la normativa vigente y ayudar a la empresa de moda.

Una forma de evitar los oligopolios, los monopolios y las empresas sistémicas artificiales es evitar que crezcan en su cuota de mercado sin solvencia económica. Y

para lograr este objetivo tenemos tres herramientas que deben ser utilizadas simultáneamente. Primeramente, como indiqué, a través del cálculo social debemos permitir el aflorar normas sectoriales que fomenten la competencia. En segundo lugar, utilizar normas de carácter económico, como el Ratio Gómez, que eviten entidades gigantescas escasamente capitalizadas. En tercer lugar, exigir a las autoridades monetarias mayor rigor en la emisión de dinero, con el fin de que no se produzcan sobredimensiones monetarias que fomenten las empresas sistémicas. Analicemos cada una de estas herramientas.

El Ratio antisistémico o ratio Gómez.

El sistema monetario actual fomenta, en todos los sectores, los grandes conglomerados industriales y bancarios. La excesiva concentración empresarial atenta, en muchos casos, contra el libre mercado. Es llamativo observar como el mayor número de empresas sistémicas artificiales se localizan en el sector financiero. Esto es debido a que, desde la crisis de 2007, Basilea III y la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria de 2014 están favoreciendo la concentración bancaria. Desde la crisis de 2008, la concentración bancaria en todos los países ha alcanzado niveles alarmantes. Algunas de estas entidades son gigantescas tanto en términos de cuotas de mercado como respecto al PIB de su país.

Entidad Financiera	País	Billones de USD		
		Activos /AUM	PIB país	Activos/PIB
Banco Santander	España	1,84	1,89	97 %
BNP Paribas	Francia	2,82	3,36	84 %
BlackRock	EE.UU.	14,1	29,18	48 %
Vanguard Group	EE.UU.	12,2	29,18	41 %
UniCredit	Italia	0,88	2,54	35 %
Deutsche Bank	Alemania	1,29	5,01	28 %
Fidelity Investments	EE.UU.	6,4	29,18	22 %
JPMorgan Chase & Co.	EE.UU.	4,56	29,18	16 %
Bank of America	EE.UU.	3,4	29,18	12 %
Volkswagen Group	Alemania	0,6	5,01	12 %

Fuente: Elaboración propia

Además, se da la paradoja que este tipo de entidades están escasamente capitalizadas, es decir el ratio de endeudamiento suele ser elevado, tal como indiqué mi artículo publicado en la Vanguardia sobre la alarmante [concentración bancaria en todos los países](#).

En 1516, Tomás Moro, en su libro Utopía, acuñó específicamente la palabra oligopolio para constatar el comportamiento de los precios en el mercado de la lana en Inglaterra. En 1776, Adam Smith ya observó los problemas que generaban las concentraciones bancarias en el mercado. Argumentó que aumentar el número de bancos aumentaría la estabilidad del sistema. Al haber más bancos, la competencia obligaría a cada entidad a ser más cautelosa para no arriesgar su credibilidad ante la mirada de sus competidores y clientes. Y este discurso es igualmente aplicable a empresas industriales.





Tanto en el sector financiero como en el industrial, para evitar la formación de entidades significativas es imperativo, además de implementar políticas preventivas de riesgos (*Ratio Cooke*), exigir medidas antisistémicas (*Ratio Gómez*). Por consiguiente, para no permitir el crecimiento de empresas con fondos propios inadecuados, reducir la competencia desnaturalizada y alinear la propiedad con la gerencia de la entidad, es esencial que, cuando una empresa supere ciertas cuotas de mercado, se vea obligada a capitalizarse, es decir a aumentar sus fondos propios. En otras palabras, la capitalización empresarial se volverá más estricta a medida que aumente su cuota de mercado. Cada sector de actividad económica debería exigir un ratio de capital similar al propuesto en la siguiente tabla a las empresas que operan en el mismo.

Anti-systemic Ratio Gómez by contry	
Market Share	Equity capital / Total balance sheet
+1%	2%
+2%	4%
+3%	6%
+4%	8%
+5%	10%
....
+10%	20%
....
+20%	40%
+30%	60%
+40%	72%
+50%	84%
+60%	96%

De esta forma, a medida que una empresa tenga mayor cuota de mercado, su crecimiento será más costoso. La entidad se verá obligada a inmovilizar gran parte de sus beneficios y transformarlos en fondos propios. Llegará un momento que será más interesante para los accionistas la segregación de la entidad en entidades regionales o especializadas por tipo de actividad que seguir engordando a la gran empresa.

Si no damos este paso por la vía económica ex ante, lo tendremos que hacer por la vía judicial ex post. Así, en 1911, la Corte Suprema de Estados Unidos, segregó la Oil Standard en 34 empresas independientes, manteniendo Rockefeller tan solo el 25% de su capital en cada una de ellas. Muchas de estas empresas se convirtieron en las petroleras más poderosas del mundo actual: la Exxon de New Jersey, la Chevron de California, la Amoco de Indiana y la Sohio de Ohio (hoy las dos últimas Grupo BP).

Otro famoso caso de segregación forzada fue la que dividió AT&T en siete compañías regionales independientes como *Bell Atlantic* o *Pacific Telesis*. Como bien indica [The New York Times](#), la segregación permitió la entrada de competidores en larga distancia y equipos telefónicos, bajando drásticamente los precios para los consumidores.

El ratio antisistémico alcanza, si cabe, mayor relevancia cuando observamos que el Estado puede ser utilizado para hacer negocios entre particulares. Esto ocurre cuando el Estado rescata a empresas que incumplen los cánones de empresas



estratégicas, como los rescates de las españolas Plus Ultra y de Tubos Reunidos, objeto de investigación por la [UCO y la UDEF](#), o de operaciones de rescate de empresas que, siendo significativas (Air Europa), también pueden haber sido objeto de comisiones.

Por otra parte, llama poderosamente la atención el rescate del grupo de ocio Pachá por parte de fondos gestionados por la estatal COFIDES, justificando su intervención por su impacto en el sector del ocio y turismo. Para tranquilidad del lector indicar que, mientras que Pachá y Air Europa han saldado sus deudas por completo, Plus Ultra y Tubos Reunidos mantienen pagos pendientes o están renegociando sus condiciones debido a dificultades financieras.

Por tanto, el ratio antisistémico supone un gigantesco avance en las ciencias sociales que evitará situaciones turbias vinculadas a la corrupción o dilatados y costosos procesos judiciales, así como la distorsión del mercado durante años hasta la resolución del conflicto judicial.

También obligará a las empresas sistémicas a ser más transparentes. SpaceX, empresa con posición dominante en su sector, con más de 9.000 satélites Starlink, no publica cuentas completas por no cotizar en la bolsa. Aunque las cifras [publicadas por analistas](#) nos indican que la compañía está fuertemente capitalizada, estando su pasivo formado por aproximadamente un 65% de fondos propios, sería aconsejable para el correcto funcionamiento del mercado que este tipo de sociedades, con más de 100.000 millones de dólares de balance, se sometan al ratio antisistémico y a una mayor transparencia. A futuro, debemos evitar crear monopolios internacionales, similares a la ASML, que generan profundas tensiones internacionales.

El Patrón Interés como herramienta antisistémica.

La tercera herramienta que el hombre debería utilizar para evitar situaciones límites de mercado es el Patrón Interés. Si inyectamos más dinero o energía monetaria que la que el mercado necesita conforme a su nivel de actividad estaremos abriendo una puerta a la creación de empresas sistémicas artificiales. Es fundamental que las magnitudes de ahorro e inversión tengan el mismo signo y, aproximadamente, la misma dimensión vectorial. De lo contrario las cuatro variables fundamentales económicas se desajustan. Para mayor información sobre este sistema y sus efectos, remito al lector a mi artículo de La Vanguardia: [El Patrón Interés en el siglo XXI](#). Hoy en día existe una enorme sobrecapacidad monetaria en el mercado porque diversos estudios así lo acreditan, pero un hecho irrefutable es observar a la mayoría de bancos centrales en pérdidas durante los tres últimos años.

El problema de los fondos de inversión significativos.

Aunque todo lo expuesto es válido para empresas financieras e industriales tradicionales, y el Patrón Interés ayudaría a reducir la creación de fondos significativos, el riesgo de los fondos de inversión seguiría sin solución, dado que no podemos obligarles a aplicar el Ratio Gómez, ni, hoy por hoy, podemos impedir que los inversores se concentren en torno a un fondo. Demos un rápido repaso a la normativa vigente que limita la operativa de inversión.

El fondo o Institución de Inversión Colectiva (IIC) que invierta más del 10% de su cartera en otros fondos deben informar claramente del ratio de gastos agregado, para que el inversor conozca el coste real de toda la estructura o “comisiones en cascada”.



Este dato ya es orientativo de posibles posiciones dominantes o posiciones que, sin ser dominantes jurídicamente, son intimidatorias. Para evitar posiciones dominantes un fondo no puede poseer más del 3% de las acciones con voto de otro fondo.

Tampoco pueden superar ciertos umbrales de propiedad, estando obligada a declarar públicamente sus inversiones ante el regulador. Al alcanzar el 5% del capital social, los fondos deben informar a la autoridad reguladora, como la SEC en EE.UU o la CNMV en España de su posición accionarial. Según la normativa [UCITS](#), los fondos registrados en la Unión Europea están sujetos a la “Regla 5-10-40”. Así, un fondo no puede invertir más del 10% de su patrimonio en valores (acciones o bonos) de un mismo emisor como, por ejemplo, Renault. Además, la suma de todas las participaciones superiores al 5% no puede exceder el 40% del valor total del fondo.

El Real Decreto 1082/2012, para garantizar la diversificación y evitar la concentración de riesgos, específicamente en su artículo 50.3, establece que la inversión en valores de entidades de un mismo grupo no puede superar el 15% de la cartera del fondo.

Adicionalmente, a los fondos se les exige un coeficiente de liquidez. En España, la normativa tradicional exigía un 3% del patrimonio líquido. Sin embargo, reformas posteriores han flexibilizado este límite hasta el 1% para armonizarlo con los estándares europeos. Los fondos Inmobiliarios (FII), debido a que sus activos (edificios, locales) son ilíquidos, es decir, difíciles de vender rápidamente sin perder valor, se les exige un coeficiente mucho mayor, habitualmente del 10%. Por patrimonio líquido debe entenderse cuentas a la vista y depósitos bancarios, activos monetarios y renta fija a corto plazo, principalmente Letras del Tesoro u otros títulos de deuda pública con alta calidad crediticia y vencimiento próximo, así como Repos u operaciones de compra con pacto de recompra, es decir, préstamos a muy corto plazo garantizados por activos de deuda pública.

Cuando un fondo de inversión o una gestora es declarada Institución Financiera de Importancia Significativa (SIFI), cambia radicalmente su naturaleza, pasando de ser un simple intermediario que gestiona dinero ajeno a ser considerado y tratado legalmente como un banco comercial gigante. Las entidades encargadas de determinar si una entidad es significativa son el Financial Stability Oversight Council (EE.UU) y el Financial Stability Board (Europa). Para un fondo, ser SIFI significa menos rentabilidad y más burocracia, ya que debe desviar dinero que antes invertía hacia “colchones de seguridad” exigidos por la ley.

Aunque todo parece bonito y ordenado, la realidad del mercado nos hace dudar de su correcta regulación. Como indiqué, sorprende observar que BlackRock, con una cartera consolidada de más de 14 billones de dólares, no esté considerada entidad significativa. Por otra parte, en 2025, el importe de las multas de la CNMV se multiplicó considerablemente, superando los 26 millones de euros. Son llamativas las multas impuestas a los fondos [Bestinver Gestión, CA Indosuez Wealth y Grifols](#). Las altas multas son síntoma de la carencia de regulación que impidan situaciones ambiguas o permitan a los gestores enmascarar situaciones patrimoniales.

En cualquier caso, aunque no ejerzan posición dominante en sector alguno, no parece razonable que unos pocos ejecutivos puedan tener tanta responsabilidad. La filosofía del ratio Gómez debería ser aplicado a los fondos de inversión, obligándoseles a operar por países o por sectores de actividad económica una vez ultrapasado cierto nivel de volumen de inversión.

Para evitar politizar ex post el proceso subjetivo de decidir cuándo un fondo puede ser considerado Institución Financiera de Importancia Significativa (SIFI), parece razonable establecer normas objetivas que, ex ante, así lo determinen. Por ejemplo, propongo que si un fondo alcanza un volumen de inversión consolidada de 100.000 millones de euros deje de crecer y de captar capital para inversión: regla del techo de gestión.

Entre otras razones, debido a las puertas giratorias, la historia está cansada de enseñarnos que las agencias reguladoras, en muchas ocasiones, terminan siendo capturadas por las propias empresas que deberían vigilar. El mercado funciona mejor cuando existen normas objetivas claras y precisas que cuando existen indefiniciones regulatorias que deben ser determinadas por los tribunales o por burócratas.

Pedro Gómez

Profesor

Master en Asesoría Financiera y Seguros

Universitat Politècnica de València

Libros:

- El Patrón Interés.
Segunda edición ISBN 978-84-09-70448-4 en castellano
k3s.editor@gmail.com
Second edition 978-84-09-70447-7 en inglés
k3s.editor@gmail.com
- La Competencia Institucional Normativa
Segunda edición ISBN 978-84-09-70452-1 en castellano
k3s.editor@gmail.com
- El Plan América. (ISBN: 9788409557349 en castellano)
k3s.editor@gmail.com
- El Derecho de Secesión (ISBN: 9788411370905 en castellano)
- La Riqueza de las Naciones en el Siglo XXI (ISBN: 9788413385983 en castellano)

