

Cuadernos de información

4 Cuadernos de
información sindical
2009

Cuadernos de información

Glosario de términos financieros, actuariales, contables y de Inversión Socialmente Responsable (ISR) más utilizados

Previsión Social Complementaria

Cuaderno de apoyo a las Comisiones de Control de Planes de Pensiones de Empleo y Juntas Directivas de Mutualidades de Previsión Social Empresarial

Previsión Social Complementaria
Glosario de términos financieros,
actuariales, contables y de
Inversión Socialmente
Responsable (ISR) más utilizados

Cuaderno de apoyo a las Comisiones de Control de
Planes de Pensiones de Empleo y Juntas Directivas
de Mutualidades de Previsión Social Empresarial

Autores

Alfonso de Lara Guarch
Carlos Moreno Santos
Mario E. Sánchez Richter

Edita: Confederación Sindical de Comisiones Obreras

Número 4 • Nueva etapa

© Madrid, septiembre de 2009

Realiza: Paralelo Edición, SA

Depósito legal: M-39641-2009

Impreso en papel reciclado



Prólogo

Desde la CS de CCOO siempre hemos prestado una especial atención a la formación continuada en materia de previsión social a nuestros cuadros sindicales y, en particular, a nuestros representantes en comisiones de control de planes de pensiones y juntas directivas de mutualidades de previsión social o entidades de previsión social voluntaria. En este marco os presentamos una nueva edición, actualizada y ampliada, del «**Glosario de términos financieros, contables y actuariales más utilizados**», publicado por primera vez en 2005.

Esta nueva edición incorpora términos relacionados con la Inversión Socialmente Responsable (ISR) que no se incluyeron en la anterior. El texto se divide en cuatro partes, claramente diferenciadas:

1. Glosario de términos financieros.
2. Glosario de términos actuariales.
3. Glosario de términos contables.
4. Glosario de términos de Inversión Socialmente Responsable (ISR).

Salvo la última de ellas, que como ya hemos comentado anteriormente es completamente nueva, todas las demás han sufrido modificaciones debido, en parte, a la evolución y desarrollo constante de los mercados financieros, sus productos y sus términos, así como también a las modificaciones normativas acaecidas en 2007 y 2008¹.

Por ello, estimamos que esta nueva edición será una herramienta de utilidad para todos aquellos que ya conocieron la primera edición, así como también para aquellos que tenéis vuestro primer contacto con la previsión social complementaria.

Madrid, 8 de agosto de 2009
**Secretaría Confederal de Seguridad Social y
Previsión Social Complementaria**

¹ Modificado en 2007 (RD 1684/2007). Orden EHA/407/2008, que desarrolla la normativa de planes. Orden EHA/251/2009, de 6 de febrero, por la que se aprueba el sistema de documentación estadístico-contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones.

Presentación

Hace ya unos cuantos años que la Confederación Sindical de Comisiones Obreras mantiene un papel activo en el desarrollo y promoción de la previsión social complementaria en la empresa. El motivo no es otro que nuestra convicción de que la extensión de estos sistemas al conjunto de los trabajadores resulta beneficioso por diferentes motivos, y muy especialmente cuando el instrumento elegido permite que aquellos adquieran derechos asociados a la existencia de estos instrumentos, concretamente la titularidad sobre los recursos económicos constituidos, la participación y el control de su gestión.

La existencia de los instrumentos de previsión social complementaria (planes de pensiones de empleo, mutualidades de previsión social, entidades de previsión social voluntaria...) permite acreditar, en primer término, derechos a pensiones complementarias para los trabajadores. Por otra parte, su existencia ofrece a la negociación colectiva la oportunidad de desarrollar contenidos adicionales a los habituales, enriqueciéndola y resultando con ello un factor positivo para alcanzar los equilibrios contractuales que resultan necesarios en esta fórmula de resolución de los conflictos inherentes a la relación laboral. Por último, la existencia de masas de ahorro a largo plazo constituye un factor favorable para la financiación tanto de políticas públicas como de las necesidades de capital de las empresas, con los impactos positivos sobre el empleo y la calidad del mismo que deben ir asociados a este mayor dinamismo de la inversión.

Pero la promoción de la previsión social complementaria y su canalización hacia instrumentos que permiten a los trabajadores adquirir derechos ciertos sobre las cuantías acumuladas, e influir de manera decisiva en su gestión, no es suficiente si las personas que tienen la responsabilidad de representar a los partícipes, mutualistas..., designadas o elegidas a propuesta de CCOO, no cuentan con la formación necesaria para ejercer su función.

Por ello, continuando con la línea de rigor y compromiso que caracteriza a nuestra organización, hemos querido impulsar una nueva herramienta de trabajo para nuestros representantes en comisiones de control de planes de pensiones y juntas directivas de mutualidades de previsión social o entidades de previsión social voluntaria. Esta

nueva herramienta es este «Glosario de términos financieros, actuariales y contables» que tiene como objeto facilitar la comprensión de los múltiples términos y conceptos que aparecen con frecuencia en el quehacer cotidiano de las personas que participan en los órganos de supervisión y control mencionados, y cuyo dominio es, cada vez más, una necesidad para la que no siempre se cuenta con instrumentos adecuados.

Esta es la razón de que hayamos impulsado la elaboración de este trabajo, que estamos seguros resultará de utilidad a todas las personas que nos representan, con dedicación y generosidad, en un ámbito de representación de los trabajadores nuevo en muchos casos y que exige esfuerzos personales para ejercer con responsabilidad las tareas encomendadas.

Esta publicación pretende ser un paso más en los esfuerzos de la Confederación Sindical de Comisiones Obreras por facilitar esta tarea. Para ello, hemos contado con la valiosa aportación de los autores a los que agradecemos sinceramente su trabajo, el soporte y apoyo que ha prestado el equipo de personas que conforman el Área Confederal de Planes y Fondos de Pensiones de CCOO, así como a las personas que, ajenas a nuestra estructura confederal, han aportado sus conocimientos para esta publicación cuando, abusando cordialmente de su relación de cariño y amistad con CCOO, se les ha solicitado. Concretamente queremos mencionar a Rosa M^a Ahumada Carazo y Eugenia Santos de Antonio. Gracias a ellas y a ellos, esta nueva aportación ha podido ver la luz.

Madrid, 4 de mayo de 2005

Área de Planes y Fondos de Pensiones
Secretaría Confederal de Acción Sindical y Políticas Sectoriales

Índice

Parte 1^a: Glosario de términos financieros	11
I: Inversiones aptas de los fondos de pensiones	11
II: Activos monetarios	11
III: Renta fija	12
A. Definición	12
B. Valoración	12
C. Gestión de la renta fija	13
IV: Renta variable	14
A. Definición	14
B. Clases de valores	16
C. Valoración	16
V: Derivados	20
A. Definición y tipología	20
B. Usos	20
VI: Inversiones alternativas	22
A. Inversiones inmobiliarias	23
B. Fondos de inversión libre (<i>Hedge funds</i>)	23
C. Capital riesgo	24
D. Materias primas (<i>Commodities</i>)	24
VII: Estructurados	25
VIII: Otros activos	26
IX: Gestión de carteras	26
A. Introducción	26
B. Medidas de «performance»	27
IX: Otros términos financieros	31
Parte 2^a: Glosario de términos actuariales	39
I: Valoración de compromisos por pensiones	39
A. Hipótesis	39
1. Tablas demográficas	41
2. Tablas de rotación	41
3. Hipótesis económico – financieras	41

B. Valoración	43
1. VAPF (Valor actual de prestaciones futuras)	43
2. Métodos de periodificación	44
C. El plan de reequilibrio	45
II: Revisión del plan de pensiones	45
A. Margen de solvencia	47
B. Provisiones matemáticas	48
Parte 3ª: Glosario de términos contables	51
I: Balance de situación	52
A. Activo	52
1. Inversiones financieras	52
2. Derechos de reembolso derivados de contrato de seguros en poder de aseguradores	53
3. Deudores	54
4. Tesorería	54
B. Pasivo	54
1. Fondos propios: cuenta de posición	54
2. Derivados	54
3. Pasivos financieros	54
4. Acreedores	55
II: Cuenta de pérdidas y ganancias	55
A. Los ingresos	55
1. Ingresos de las inversiones	55
2. Otros ingresos	55
B. Los gastos	56
1. Gastos del fondo	56
2. Otros gastos	56
C. Resultados por enajenación de inversiones financieras	56
D. Variación del valor razonable de inversiones financieras	56
E. Diferencia de cambio	56
III: La cuenta de posición	57
IV: Estado de flujo de efectivo	57
V: Memoria	58
A. Notas	58
B. Composición de la estructura de cartera	61
VI: Informe de gestión	62
VII: Auditoría	62

VIII: Normas internacionales de contabilidad (NIC)	63
A. NIC 19 (IAS 19)	64
B. NIC 26 (IAS 26)	66
Parte 4ª: Glosario de términos de inversión Socialmente Responsable (ISR)	71
I: Términos e instituciones relacionadas con la Inversión Socialmente Responsable	71
II: La participación en las juntas de accionistas	75
Anexos	79
Anexo I: Regulación	81
Anexo II: Criterios de diversificación, dispersión y congruencia de las inversiones	109
Anexo III: Índice términos actuariales, contables, financieros e ISR	115

Parte 1ª: Glosario de términos financieros

I: Inversiones aptas de los fondos de pensiones

Los activos aptos actualmente están regulados por los artículos 69-75 del RD 304/2004 (a partir de ahora, Reglamento) modificado en 2007 (RD 1684/2007, de 14 de diciembre), que se acompaña en el anexo de regulación.

La normativa define los activos en los que los fondos de pensiones pueden invertir. Si bien regula tanto la inversión en el núcleo fundamental (renta fija, renta variable y, en su caso, liquidez) como otros tipos de inversiones (inversión en capital riesgo, inmobiliarias, etc.), legisla con especial profundidad estas últimas, por realizarse en mercados no regulados.

II: Activos monetarios

Son activos a corto plazo –máximo de 18 meses– emitidos por Estados, comunidades autónomas, entes públicos y empresas.

Así tenemos los siguientes:

- *Letras del Tesoro*: Son los valores a más corto plazo. El nominal de cada letra es de 1.000 euros. Son títulos emitidos al descuento por entidades públicas, por lo que los intereses que nos reporte la letra serán la diferencia entre el precio de reembolso (nominal) y el de adquisición (efectivo).
- *Pagarés de empresa*: Son títulos negociables emitidos al descuento por empresas, representados por anotaciones en cuenta. El importe efectivo se determinará en el momento de la emisión de cada uno de los pagarés, en función del tipo de interés y el plazo pactados. El rendimiento viene dado por la diferencia entre el precio de reembolso (nominal) y el de adquisición (efectivo).

- *Repos*: Son un tipo de inversión donde una entidad financiera nos vende un activo (normalmente letras, bonos y obligaciones del Estado o de las comunidades autónomas) y se compromete, transcurrido un plazo establecido (menor de un año), a recomprárnoslo a un precio fijado de antemano. Es importante que tenga calificación tanto la emisión como el emisor.
- *Fondos de dinero*: Son fondos que invierten en activos del mercado monetario y de renta fija a corto plazo. Su evolución es muy estable, siendo su rentabilidad acorde a la de los activos financieros a corto plazo. Se dirige a inversores que buscan la seguridad que ofrece la renta fija así como una elevada liquidez.

III: Renta fija

A. Definición

Se denomina así a la inversión en participaciones de empréstitos emitidos por entidades públicas (deuda pública) o empresas o entidades de carácter privado (deuda privada, «corporate»), nacionales o internacionales, en moneda doméstica (euro) o en divisas (dólar, yen...), a largo plazo (bonos, obligaciones) o a corto plazo (activos monetarios: letras, pagarés). Estos activos, por lo general, tienen una fecha de devolución establecida, el vencimiento, y el compromiso de pago de unos intereses periódicos (cupón) o al vencimiento (cupón cero).

También se puede definir como un instrumento financiero documentado de tal forma que de su posesión no se deriva ningún otro derecho que el cobro de una estructura predeterminada de flujos en una serie de fechas futuras hasta su amortización final en la última de ellas.

Por tanto, existe una serie de cobros derivados de esa inversión, los *cupones* y la *amortización o principal* en el vencimiento.

Los cupones están fijados de antemano, pudiendo ser constantes o indexados (por ejemplo a la inflación o al tipo de interés a corto plazo). En ocasiones no tienen cupones, como en los *bonos cupón cero*. Un ejemplo sería un bono que se emita a 10 años con valor 100 y que en la amortización (en el momento del vencimiento del bono) se pague por él 170.

B. Valoración

La valoración de un título de renta fija se realiza actualizando los flujos pendientes del título con los tipos de interés de cada momento.

La curva de tipos es la relación existente en cada instante del tiempo en un mercado entre el plazo de inversión y la rentabilidad efectiva exigida.

Lo normal es que la curva de tipos tenga pendiente positiva; es decir, a mayor plazo de inversión, mayor rentabilidad efectiva exigida. No obstante, es posible curvas de tipos decrecientes, un ejemplo es la curva de tipos británica en 2005/2007 debido a la no inclusión actual del Reino Unido en la zona euro. También es frecuente que existan tramos de la curva en los cuales la pendiente sea positiva y para otros negativa, sobre todo en el corto / medio plazo, que es la parte más dinámica de la curva.

Los bonos se suelen caracterizar por el emisor, el vencimiento y el cupón, y su rentabilidad se resume en un solo tipo de interés, la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR). La TIR es la tasa que se obtendría en el caso de adquirir el bono, manteniéndolo hasta el vencimiento, supuesto que los cupones se reinvierten a esa misma tasa.

Sin embargo, el concepto fundamental en la renta fija es la *duración*: es la vida media de un activo de renta fija, ponderada por el valor actual de todos los vencimientos del activo (cupones y amortización del capital). Es, por tanto, una medida de riesgo en relación a los tipos de interés. Se expresa en valor temporal, y una duración mayor supone más riesgo de pérdida ante la subida de tipos de interés. De manera aproximada, una variación al alza de 1 punto porcentual en los tipos de interés de un activo de renta fija con duración 6 años supone variación a la baja de 6 puntos porcentuales en el valor del activo y viceversa.

C. Gestión de la renta fija

La gestión de la renta fija tiene dos elementos: la gestión del tipo de interés y la gestión del riesgo de crédito.

La gestión del tipo de interés (o del riesgo de interés) se realiza a través de la gestión de la duración. En principio, una duración media para un fondo de pensiones se cifra entre 5 y 6 años, usual en los índices de referencia. Esta duración equivale a un plazo de vencimiento medio de la cartera de 7-8 años. Si el gestor prevé una subida de los tipos acortará la duración a fin de cubrirse contra esas subidas. Por el contrario, si espera un descenso en los tipos, debido por ejemplo a un enfriamiento de la economía, tenderá a subir la duración.

Además de la duración, otro concepto básico en la renta fija es la calidad crediticia (rating), base de la gestión del riesgo de crédito. Mide la capacidad del emisor para hacer frente a la obligación del pago del principal y los cupones del bono. Si la capacidad crediticia cae, el mercado exigirá al bono una mayor rentabilidad, por lo que obligará al emisor a aumentar la cuantía de los cupones, y si el bono ya está en el mercado,

bajará su precio. Si el inversor confía en la solvencia del emisor puede adquirir bonos con peores calificaciones crediticias que le darán un plus de rentabilidad. Si, además, el emisor recibe una mejor certificación crediticia, el precio del bono subirá.

Hay tres agencias principales que certifican la calidad crediticia: Fitch, Moody's y Standard & Poor's. Estos rangos se detallan en la siguiente tabla:

AGENCIA	Fitch	Moody's	Standard&Poor's	Significado
Grado de inversión	AAA	Aaa	AAA	Excepcional
	AA	Aa	AA	Excelente
	A	A	A	Buena
	BBB	Baa	BBB	Adecuada
Grado de especulación	BB	Ba	BB	Cuestionable
	B	B	B	Deficiente
	CCC,CC,C	Caa	CCC	Muy deficiente
	DDD,DD,D	Ca	CC	Extremadamente deficiente
		C	R	Insuficiente
Modificaciones en cada una de las categorías	+/-	1,2,3 1: elevado 3: bajo	+/-	

Es recomendable evitar inversiones por debajo del grado de inversión (BBB o Baa), y si se tiene, limitar el volumen y hacerle un seguimiento permanente. En cualquier caso, el promedio de cartera no debe ser inferior al grado A.

IV: Renta variable

A. Definición

Se denomina así a la inversión en acciones, que son participaciones en el capital social de las empresas. No tienen vencimiento, y su valoración depende de la evolución de la actividad de la empresa y las expectativas que los mercados tengan de ella. Pueden efectuar pagos periódicos (dividendos, devoluciones de capital, etc.). Los accionistas tienen derecho preferente de suscripción de nuevas acciones que pueden ser una forma adicional de retribución. También tienen derecho a la participación en las juntas generales de las sociedades.

Las acciones tienen diferencias significativas respecto de los bonos: no tienen vencimiento, se emiten por tiempo indefinido, los pagos periódicos no son fijos ni conoci-

dos y sus titulares, los accionistas, son los últimos en cobrar en caso de liquidación de la empresa, por tanto soportan un mayor riesgo.

Este mayor riesgo hace exigir una mayor rentabilidad. No obstante, hay diferencias dentro del mundo de las acciones. Hay acciones que funcionan prácticamente como bonos, debido a la fácil predictibilidad de sus flujos de ingresos y sus beneficios, como las autopistas, y tienen un riesgo bajo y fácilmente controlable; otras, sin embargo, tienen riesgos más altos, consecuencia de su actividad, posicionamiento en el sector y otras circunstancias.

En una primera aproximación podemos diferenciar dos tipos de riesgos:

- **Riesgo sistemático.** Es el riesgo del mercado en su conjunto. Relaciona la volatilidad de una acción con la volatilidad del mercado. La Beta de un activo o de una cartera es su principal medidor. Si la Beta es mayor que 1, la acción es más volátil que el mercado y viceversa, pudiendo clasificar la acción y/o la cartera en agresiva o defensiva respecto del mercado.
- **Riesgo no sistemático o específico.** Mide el riesgo propio de las acciones: la gestión de la compañía, tipo de negocio, riesgos regulatorios, posicionamiento en el mercado, sensibilidad a las materias primas, a divisas, a tipos de interés y otros. Ejemplos: no es lo mismo tener acciones de una empresa madura, como una eléctrica, que una relacionada con nuevas tecnologías en experimentación; el cambio en la legislación sobre el tabaco afectaría especialmente a las empresas tabaqueras; la sensibilidad de empresas industriales a las materias primas, petróleo y/o productos metálicos de base, y a la divisa que afecta a estos materiales; el efecto de la divisa en compañías exportadoras; los tipos de interés y el grado de endeudamiento de la empresa, etcétera.

El riesgo específico se puede gestionar mediante una correcta diversificación, que se consigue utilizando ciertos modelos cuantitativos seleccionando los títulos que representen adecuadamente al conjunto de mercado no simplemente con la acumulación de muchos títulos diferentes, ya que un amplio porcentaje del riesgo específico de los títulos es común entre valores del mismo sector e incluso de un mismo mercado. Por ejemplo, BSCH y BBVA tienen riesgos específicos comunes por su negocio y por su posicionamiento en Iberoamérica y este último rasgo lo comparten con Telefónica que desarrolla otro negocio. Se trata de establecer la correlación entre el conjunto de mercado y cada una de las acciones en él cotizadas, la de cada una de ellas con las restantes.

Está suficientemente contrastado que un número reducido de títulos, correlacionados (en positivo o en negativo), seleccionados adecuadamente, permite una óptima diversificación y ser representativos de un índice de mercado. Así, para el Ibex-35 o el Eurostoxx-50, el número estimado es entre 12 y 15.

B. Clases de valores

- Desde el punto de vista legal:
 - *Acciones ordinarias*: Son las acciones que poseen los accionistas ordinarios o comunes. Inicialmente, estos accionistas son los propietarios de la sociedad. Tienen derecho de participar en los beneficios, después que la sociedad haya hecho frente a todas sus demás responsabilidades.
 - *Acción preferente*: También es conocida con el nombre de obligación participativa. Se trata de un título que más que renta variable es de renta fija, que tiene una retribución fija o parcialmente variable, ligada siempre a unos resultados mínimos del emisor, con vencimiento indefinido o con opciones en ciertos periodos, a favor por lo general del emisor, aunque puede tenerlas del inversor.
- Desde el punto de vista de **mercado**:
 - *Valor* («value»): Normalmente se refieren a títulos cuyo ratio precio/valor en libros (valor contable) es bajo. Se consideran empresas maduras. Un ejemplo típico son las eléctricas.
 - *Crecimiento* («growth»): Por el contrario, su ratio precio/valor contable es alto, ya que se considera que van a ser capaces de obtener fuertes beneficios en el futuro. Los casos más conocidos son las tecnológicas.
- Desde el punto de vista de su comportamiento frente al **ciclo**:
 - *Cíclicos*: Término aplicado a los negocios/valores cuya rentabilidad está ligada directamente a las subidas y bajadas del ciclo económico. Las empresas industriales son un buen ejemplo.
 - *Defensivos*: Son aquellos cuyo comportamiento en bolsa suele ser más estable. Es decir, en una caída del mercado no lo hacen tanto como la mayoría de las acciones, actuando como «valores refugio», pero a cambio tampoco suben con el mercado cuando se vive un rally de la bolsa.

C. Valoración

- Tipos de análisis
 - *Análisis «top-down» (de arriba abajo)*: Filosofía de inversión por la cual un inversor se fija primero en las tendencias de la economía en general y luego deter-

mina qué industrias y, finalmente, qué compañías se pueden beneficiar de esas tendencias.

- **Análisis «bottom-up»** (de abajo arriba): Un planteamiento de inversión basado en la selección de acciones más que en la selección de tipo de activo o sector, reflejando la creencia de que las compañías pueden tener buenos rendimientos aun cuando su sector o economía no lo tengan. En efecto, la investigación «bottom-up» se centra principalmente en el análisis detallado y la comparación de empresas individuales y sus perspectivas antes que en considerar la macroeconomía y el entorno económico.

Por otro lado, es usual oír hablar a las gestoras que utilizan un análisis fundamental, técnico o cuantitativo. A continuación se explica en qué consiste cada uno:

- **Fundamental:** Sigue criterios basados en la teoría macroeconómica y microeconómica para llegar a una estimación del valor de título que, al compararla con su precio real de mercado, permite decidir la conveniencia de su compra o venta. Tanto el análisis «top-down» como el «bottom-up» forman parte de este tipo de análisis.
- **Técnico o gráfico:** Análisis que se ocupa de registrar, normalmente en forma de gráficos, la historia real de las transacciones (cambios de cotizaciones, volúmenes de negociación, etc.) para un cierto valor o índice de valores, deduciendo después a partir de esta evolución gráfica la tendencia futura más probable.
- **Cuantitativo:** Utiliza series estadísticas de cotizaciones de los valores o de los índices, y los utiliza también para tratar de establecer la tendencia futura del mercado mediante modelos matemáticos.

Aunque los tres tipos de análisis son complementarios, en el caso de un fondo de pensiones es particularmente interesante el análisis fundamental que busca el valor teórico de una acción. Esto permite la obtención de rendimientos «consistentes» a largo plazo.

Para ello utiliza una serie de ratios, que es usual ver en los análisis que transmiten las gestoras:

PER (P/E)

Es uno de los más utilizados, siendo el resultado de dividir el precio de una acción entre el beneficio por acción esperado, o bien mide el número de veces que el beneficio de una empresa queda recogido en su precio.

En épocas alcistas de bolsa, suele fluctuar entre 15 y 25 veces; en las bajistas entre 10 y 20 veces, incluso menos. En cualquier caso, se debe incrementar con tipos de interés más bajos y disminuir con los altos.

No obstante, dentro del mercado hay empresas que cotizan con un PER superior a otras. Eso es debido a varios factores. Principalmente, por el crecimiento de los beneficios. Hay empresas que están en sectores maduros, cuyos beneficios crecen a un ritmo bajo y por tanto el PER de esas empresas suele ser bajo, mientras otras con alta expectativa de crecimiento de los beneficios cotizan con un PER muy alto, incluso como en el caso de las tecnológicas no tienen PER por estar en pérdidas.

En ocasiones, en lugar del beneficio se utilizan los flujos de caja generados (Cash-flow), denominándose entonces PER Cash-flow.

Rentabilidad por dividendo

Es frecuente su utilización. Es la relación entre dividendos y precio. Este ratio varía entre sectores; así el sector eléctrico o el de las autopistas presentan alta rentabilidad por dividendo frente a otros sectores como el tecnológico con rentabilidades por dividendo más bajas o nulas. El valor dependerá del grado de crecimiento de los beneficios, el porcentaje del beneficio que se reparte, etc.

En principio, tanto este ratio como el PER sirven para comparar empresas del mercado. En algunos mandatos de gestión se utilizan ambos como restricción de compra, no permitiendo la adquisición de títulos con PER superior a ciertas cantidades. Este sistema tiene el problema que al depender el PER del tipo de interés, podemos eliminar títulos de la cartera simplemente porque el descenso de los tipos de interés ha hecho crecer su valoración y no porque se hayan puesto relativamente caros.

Esto nos lleva al siguiente punto, ¿de qué depende el precio de una acción?

El *precio* de una acción depende de tres factores:

- *Beneficios empresariales.*
- *Tipos de interés.*
- *Flujos de fondos que llegan al mercado.*

● *Los beneficios empresariales*

Los beneficios empresariales van a depender principalmente del ciclo económico. Por tanto, las acciones suelen reaccionar fuertemente a la presentación de resultados

financieros. No obstante, éstos se publican trimestralmente, por lo que el mercado suele intentar predecirlos en función de las variables de las que depende el beneficio, principalmente de las ventas.

Para determinar las ventas se utilizan variables como el PIB, el consumo privado..., e indicadores adelantados a fin de cubrir los retrasos y la falta de frecuencia de estas variables.

Sin entrar en detalles, éstos son los principales indicadores:

- *Índices de confianza de los consumidores*: Un crecimiento en la confianza hace estimar un crecimiento en el consumo privado y en consecuencia en las ventas de las empresas.
- *Índices de expectativas de los empresarios (ISM, antes NAPM)*: Es de los más importantes. Es un índice de pedidos americanos, en función de los resultados anticipan el comportamiento del PIB, se mide en porcentaje.

Si el resultado es menor del 40%	Recesión.
Está entre 40% y 50%	Caída del ritmo de actividad.
Está entre 50% y 60%	Crecimiento de la actividad.
Más de 60%	Sobrecalentamiento. Peligro de inflación.

- *IFO*: Encuestas de expectativas de empresarios alemanes. Un crecimiento de la confianza anticipa un crecimiento mayor del PIB y de las ventas desde el lado de la oferta.
- *Otros*: Encuesta de confianza de la Universidad de Michigan. Subidas o bajadas indican el grado de confortabilidad de los americanos con su economía.

● *Tipos de interés*

Ante subida de tipos de interés, por lo general, las cotizaciones de las acciones tienden a bajar. Los tipos de interés a largo plazo dependen principalmente de la inflación. Ante un incremento de la inflación, los mercados anticipan subidas de tipos de interés.

Además, las empresas con cargas financieras tienen que pagar más por su endeudamiento, reduciendo sus beneficios.

● *Flujos de fondos que llegan al mercado*

Son factores cualitativos, distintos de los factores fundamentales, que hacen que las acciones se aprecien o deprecien por valores distintos al valor fundamental. Generan

un sentimiento de compra o venta por razones no estrictamente de análisis económico-financiero.

Un ejemplo sería la introducción de un valor en el Ibex-35. Inmediatamente todos los gestores pasivos, incluidos los de los fondos ETF, se ven obligados a comprar.

V: Derivados

A. Definición y tipología

Son instrumentos financieros que permiten operar con activos o índices de referencia de los mercados (subyacentes), comprándolos o vendiéndolos a un precio y en una fecha determinados (futuros), o adquiriendo, mediante el pago de una prima, opciones de compra (call) o de venta (put) a un precio y fecha establecidos.

Existen dos tipos principales:

– *Futuros*: Un contrato de futuros obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número de bienes o valores (activo subyacente) en una fecha futura, a un precio determinado de antemano. Tienen establecidas garantías para el buen fin de las operaciones.

– *Opciones*: A su vez podemos distinguir:

Opción «Call»: Es un contrato entre dos partes por el cual una de ellas, por el pago de una prima, adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprar un activo, a un precio determinado (precio de ejercicio o Strike) y en una fecha futura.

Opción «Put»: Es un contrato entre dos partes por el cual una de ellas, por el pago de una prima, adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de vender un activo, a un precio determinado y en una fecha futura.

B. Usos

Los derivados tienen una doble utilización para un fondo de pensiones:

a) Nos permiten realizar una **cobertura** sobre parte o la totalidad de la cartera sin tener que deshacer ésta. Un ejemplo de cobertura sería la compra de una opción «put»

sobre el activo que deseo cubrir. Si el activo sube obtendré la ganancia de esta apreciación y si el activo cae, la pérdida bursátil se compensará con la ganancia de la opción. El coste de esta cobertura es la prima. Otra posible alternativa es la venta de futuros.

A continuación se exponen unos ejemplos para ilustrar el uso de derivados como cobertura:

- Venta de futuros

Supongamos que tenemos 1.000.000 de acciones de Telefónica que cotizan a 10 euros. Al observar mucha incertidumbre, la entidad gestora decide cubrir la posición, mediante la venta de un futuro. El futuro cotiza también a 10 €, vende 1.000.000 de contratos.

Tres meses después:

- Si Telefónica cotiza a 12 euros:

Mi cartera de acciones de Telefónica valdrán 12.000.000 €, es decir 2.000.000 € más que antes.

Sin embargo, los contratos de futuros que los vendí a 10 ahora los tengo que «comprar» a 12, por lo que he perdido 2.000.000 € = $(10-12)*1.000.000$.

El resultado final es cero.

- Si Telefónica cotiza a 8 euros:

Mi cartera de acciones de Telefónica me produce una pérdida de 2.000.000 €.

Los futuros me producen una ganancia de 2.000.000 € = $(10-8)*1.000.000$.

El resultado final es igualmente cero.

- Compra de opciones «put».

Supongamos que la opción «put» de Telefónica a 10 euros (nos permite vender Telefónica a 10 euros) tiene una prima de 0,50 €.

- Si Telefónica cotiza a 12 euros:

Mi cartera de acciones tiene una ganancia de 2.000.000 de euros.

No ejerzo la opción, el saldo final de la inversión en opciones es el pago de la prima = $0,50 € * 1.000.000 = -500.000 €$.

Resultado final = 1.500.000 €.

- Si Telefónica cotiza a 8 euros:

Mi cartera de acciones hubiese tenido una pérdida de 2.000.000, pero gracias a las opciones consigo vender a 10 euros, por lo que no tengo pérdidas. Sin embargo,

tuve que hacer frente al pago de la prima, por lo que el resultado final es una minusvalía de 500.000 euros.

En la cobertura, el futuro elimina tanto la posibilidad de ganancias como de pérdidas, mientras la opción me permite conservar las ganancias protegiéndome de las pérdidas con un coste económico.

b) Por otro lado es posible hacer *inversión* directa, en vez de comprar un título o un conjunto de títulos se adquieren contratos de futuros u opciones:

Así, por ejemplo, si la entidad gestora quiere incrementar su posición en el Ibex, en vez de comprar los títulos correspondientes adquiere contratos de futuros. Si el Ibex sube, el contrato también subirá, ganando el fondo la diferencia; por el contrario, si el Ibex cae, el fondo tendrá que aportar la diferencia, registrando una pérdida.

La otra alternativa sería la adquisición de opciones «Call» sobre Ibex-35. En primer lugar, el fondo pagará la prima, si el Ibex sube, el fondo tendrá derecho a la diferencia, mientras que si el Ibex cae, no ejerceré y el fondo ni gana ni pierde.

No obstante, en caso de invertir a través de derivados, es fundamental controlar la liquidez que debe quedar disponible para evitar el apalancamiento (invertir por encima del patrimonio), evitando riesgos adicionales al propio del subyacente en el que se invierte. El desembolso dinerario para invertir a través de futuros es un 10% de la exposición total. Es decir, si uno quiere invertir un 20% en renta variable, es posible hacerlo aportando sólo el 2% en concepto de garantías. Es necesario controlar el 18% restante, para hacer frente al mismo y no utilizarlo en otras inversiones de riesgo.

Es importante subrayar que la legislación limita los activos que pueden ser subyacentes y en qué condiciones pueden serlo. Con esta regulación, el legislador busca limitar el riesgo de contraparte y el riesgo de liquidez, dando preferencia a los mercados organizados y limitando el uso de los derivados en caso de que no sean mercados organizados y obligando a que exista en cualquier momento opción de liquidar o ceder la posición, y en caso de liquidación ésta se haga por diferencia (en +/-), y no con entrega física. Además debe quedar claro el método de valoración.

En definitiva, el legislador persigue que en cualquier caso la inversión a través de instrumentos derivados se haga bajo un criterio de prudencia.

VI: Inversiones alternativas

Bajo este nombre se recogen distintas alternativas, cuya importancia es creciente en la cartera de los fondos de pensiones, debido a los pobres resultados esperados para

los activos tradicionales, así como de búsqueda de activos cuyas rentabilidades no estén correlacionadas con los activos tradicionales.

De ellos hay que esperar una rentabilidad absoluta, mayor o menor en función del riesgo. Es absoluta porque no existen distintos escenarios de mercado.

Los principales activos alternativos son los siguientes:

- Inversiones inmobiliarias.
- Fondos cubiertos (Hedge funds).
- Capital riesgo (Private Equity).
- Materias primas (Commodities).

A. Inversiones inmobiliarias

Bajo este nombre se recogen inversiones en inmuebles, tanto si se realizan directamente como a través de sociedades o fondos.

La inversión mediante fondos de inversión permite diversificar a aquellos fondos con patrimonio limitado aportando igualmente liquidez, cumpliendo con la obligación de dispersión que marca la normativa.

Su inversión queda regulada en el Reglamento de planes y fondos de pensiones y en el Reglamento de ordenación y supervisión del seguro privado, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre.

B. Fondos de inversión libre (Hedge funds)

Un fondo tipo «hedge» es un término normalmente utilizado para describir un fondo que no es un fondo convencional de inversiones –es decir, cualquier fondo que utilice una estrategia o un conjunto de estrategias distintas a invertir a largo plazo en bonos, acciones o activos monetarios–. En la legislación española este tipo de fondos se denominan «Fondos de inversión libre» y tienen un control mayor que otros fondos «hedge».

Entre estas alternativas están:

- Vendiendo corto - vendiendo acciones sin tenerlas, esperando recomprarlas en una fecha futura a un precio más bajo con la expectativa que su precio será más bajo.
- Usando «arbitraje» - buscando explotar ineficiencias de precio en títulos valores que tengan una relación entre sí.

- Negociando opciones o derivados - contratos cuyos valores están basados en el comportamiento de algún activo financiero, índice u otro tipo de inversión.
- Usando apalancamiento - tomando préstamos para incrementar rendimientos.
- Invertiendo en títulos valor de deuda o acciones que estén infravaloradas debido a que no son suficientemente conocidas.
- Intentar obtener utilidad en la diferencia del valor actual de una acción en el mercado y el precio futuro de compra en situaciones especiales tales como adquisiciones, fusiones, etc.

Existen múltiples tipos de «hedge funds», variando notablemente dependiendo de su estrategia o estrategias:

- Retorno de inversión.
- Volatilidad / riesgo.

En general, este tipo de fondos presentan rentabilidades no correlacionadas con la evolución de mercados financieros, favoreciendo así la obtención de rendimientos más consistentes. Presentan unas volatilidades relativamente bajas, pero no por ello están exentos de riesgo, que a veces se multiplica por el fuerte apalancamiento de sus posiciones.

C. Capital riesgo (Private Equity)

La Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, en su exposición de motivos define el capital riesgo como «una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación». Va dirigido a empresas no financieras y no cotizadas, durante su etapa de arranque (*venture capital*) o en su etapa de madurez, como consecuencia de un proceso de expansión o de reestructuración (*private equity*).

Los fondos de pensiones pueden invertir en valores y participaciones emitidos por sociedades de capital riesgo o fondos de capital riesgo autorizados a actuar en España conforme a la Ley 25/2005.

D. Materias primas (Commodities)

Las materias primas son bienes agrícolas, minerales, petróleo u otros, productos básicos para los procesos de manufactura, homogéneos y poco o nada elaborados. Los

mercados de estos productos son quizás los primeros que han estado globalizados, sus precios son internacionales y en monedas de referencia, generalmente dólares. Estos bienes se comercian en mercados organizados, y pueden operarse a través de contratos de derivados (opciones y futuros). La legislación española de fondos de pensiones no permite la entrega física en la liquidación de estos activos.

VII: Estructurados

Producto financiero basado en una compleja utilización de los derivados para lograr una determinada estructura de los rendimientos (por ejemplo, en cuanto a la periodicidad, la garantía de capital, etc.).

Permiten obtener una posición que no sería posible de otra manera.

Los fondos de inversión de rentabilidad garantizada (*garantizados*) son el ejemplo más típico de producto estructurado; no obstante, no son los únicos.

Un ejemplo claro sería el siguiente caso:

Supongamos que una entidad gestora ofrezca un producto que garantiza un determinado capital a una fecha prefijada, más un porcentaje de revalorización que sufra un índice.

En particular, propone que garantiza el capital invertido más un 2% y un 25% de la revalorización del Ibex-35 a los dos años.²

¿Cómo lo hace?

Supongamos que la curva de tipos indica que la rentabilidad exigida a dos años es el 4%.

El capital que se necesita al vencimiento es $100 \cdot (1+2\%) = 102$ unidades monetarias (u.m).

Esto lo consigo adquiriendo un bono cupón cero con vencimiento a dos años. En principio, su precio es:

$\text{Precio} = 102 \cdot (1,04)^{-2} = 94,30$ u.m. (actualizo dicho flujo)

Eso me deja 5,70 u.m. para conseguir la parte variable. Voy al mercado a adquirir opciones «call», que me permitan llevarme la revalorización del índice. Sin embargo, su precio (la prima) es 22,80 u.m., por lo que no me puedo llevar el 100% de la subida, sino una cuarta parte (5,70/22,80).

Uno de los problemas de estas estructuras es que sólo garantizan un valor a una fecha cierta. Supongamos que en este caso, al cabo de un año, los tipos de interés a un año

² Se trata de un simple ejemplo, con datos absolutamente inventados, a fin de clarificar el concepto.

hubiesen crecido hasta el 5%, debido a la inflación por la subida del petróleo (shock de oferta) y el Ibex-35 haya caído fuertemente.

El precio del bono pasará a ser= $102 * (1,06)^{-1} = 96,23$ u.m.

El precio de la opción ha caído fuertemente también por la caída del índice, ya que en ese momento su valor intrínseco (precio del activo subyacente-precio de ejercicio) es cero (sólo tiene un valor temporal).

Supongamos que el valor de la opción ha caído hasta 3,40 u.m.

Sumando ambas cuantías, el precio del producto estructurado es 99,63 u.m.

Respecto a su regulación, lo fundamental es que todos los activos que compongan el producto estructurado deben estar considerados activos aptos, y no debe generar incumplimiento de límite alguno.

VIII: Otros activos

Además de los activos o estructuras de activos ya vistos, existen otros activos que no están recogidos en el artículo 70 del reglamento (RD 304/2004³).

En tanto en cuanto el Ministerio de Economía y Hacienda no establezca las condiciones que hayan de reunir para ser considerados aptos para la inversión, no se podrá invertir en ellos.

IX: Gestión de carteras

A. Introducción

La gestión de carteras busca cumplir el objetivo de inversión del plan de pensiones, esto es, la consecución de la rentabilidad del plan cumpliendo las restricciones de riesgo asumible.

El máximo riesgo asumible dependerá (aparte de criterios subjetivos) del horizonte temporal de la inversión. Éste se puede definir como el tiempo en que se dispone de fondos a coste predeterminado para invertir. Para el caso de un plan de pensiones dependerá del flujo de prestaciones y aportaciones del colectivo.

En función del objetivo de inversión, la comisión de control junto a la entidad gestora elegirá la colocación estratégica de activos (Strategical Asset Allocation) que le per-

³ Modificado en 2007 (RD 1684/2007).

mita cumplir dicho objetivo. Esta distribución estratégica estará formada por activos de las categorías anteriormente citados.

Sin embargo, para hacer frente a los movimientos del mercado existirá una colocación táctica de activos (Tactical Asset Allocation) que dentro de las bandas aceptadas en el mandato de gestión variará la distribución estratégica.

La rentabilidad obtenida por la gestión se contrastará con un índice de referencia (Benchmark), seleccionado previamente en el mandato de gestión. Con esta comparación se verificará la bondad de la gestión.

No obstante, dentro de la gestión de la cartera hay múltiples aspectos tales como la distribución entre las distintas clases de activos, la selección de títulos dentro de cada clase, así como la selección de los momentos en que el gestor ha estado dentro o fuera del mercado (market timing). Para conocer el origen de la rentabilidad adicional (o de la menor rentabilidad) es necesario el cuadro de atribución de resultados.

Sin embargo, existe la llamada gestión pasiva, consistente en un estilo de gestión de inversión, generalmente con el objetivo de actuar en línea con un determinado mercado o índice. Esto incluye la construcción de una cartera con características que sean acordes con el mercado o índice en cuestión. Por ejemplo, en el caso de «replicar el índice» significa comprar todos los títulos de un índice determinado (buenos y malos) y mantenerlos en una cartera con las mismas proporciones que en el índice. En este ejemplo no se toma ninguna decisión activa en lo referente a la elección de un título sobre el otro.

B. Medidas de «performance»

El término «performance» se refiere al rendimiento obtenido por la cartera.

● Cuadro de atribución de resultados

Supongamos que la estructura de cartera estratégica de un plan es la siguiente:

Renta variable:	40%
Renta fija:	40%
Activos monetarios:	20%

No obstante, la entidad gestora decide una estructura más conservadora. Los datos son los siguientes:

Conceptos	Composición	Pesos		Rendimiento	
		Índice	Real	Índice	Real
Activos	Cartera índice				
R. variable	Índice de RV	40%	30%	18%	15%
R. fija	Índice de RF	40%	60%	10%	12%
A. monetarios	Índice de A.M.	20%	10%	8%	9%
Total	Índice sintético			12,8%	12,6%

Sin el cuadro de atribuciones me quedaría con sólo un dato: he obtenido 0,2 puntos porcentuales (p.p.) menos que el índice.

Pero si la entidad gestora me aporta los datos reales (última columna) puedo obtener mucha más información:

- *Efecto asignación:*

Activos	Asignación índice	Asignación real	Rentabilidad índice	Efecto asignación
R. variable	40%	30%	18%	-0,52 = $(30-40)\%*(18-12,8)\%$
R. fija	40%	60%	10%	-0,56 = $(60-40)\%*(10-12,8)\%$
A. monetarios	20%	10%	8%	+0,48 = $(10-20)\%*(8-12,8)\%$
Rendimiento total	12,8 %	12,2%		-0,60

El efecto asignación es negativo, en particular del 0,6 p.p. Para cada clase de activo podemos obtener la siguiente información:

La menor ponderación en renta variable me ha costado 0,52 p.p.; en el caso de renta fija la sobreponderación me ha costado 0,56 p.p. respecto al índice al haber obtenido el índice de renta fija una rentabilidad inferior al índice total.

En cambio, la menor ponderación en activos monetarios ha favorecido en 0,48 p.p.

- *Efecto selección:*

Activos	Asignación real	Rentabilidad índice	Rentabilidad real	Efecto selección
R. variable	30%	18%	15%	-0,9 = $30\%*(15-18)\%$
R. fija	60%	10%	12%	+1,2 = $60\%*(12-10)\%$
A. monetarios	10%	8%	9%	+0,1 = $10\%*(9-8)\%$

Rendimiento total	12,2%			0,4
-------------------	-------	--	--	-----

El efecto selección me ha aportado 0,4 p.p.; sin embargo éstos proceden de la renta fija, porque la selección de títulos de renta variable ha sido negativa para el fondo. La selección en activos monetarios ha sido buena, aunque no tiene gran relevancia.

En definitiva, el cuadro de atribución de resultados permite obtener información adicional. En concreto, nos aporta el conocimiento de donde ha venido la rentabilidad adicional obtenida frente al índice de referencia. Así podemos ver si la rentabilidad adicional (o la menor rentabilidad) ha venido a causa del mayor peso concedido a una clase de los activos frente a otra, a la selección de activos dentro de cada clase o a una mezcla de ambas.

- Medidas de **rentabilidad ajustada al riesgo**

Los activos que reportan una rentabilidad superior habitualmente conllevan mayores niveles de riesgo. Es por ello que, en algunas ocasiones, sea interesante evaluar junto a la contribución al resultado la rentabilidad en relación al riesgo asumido. El índice o ratio de Sharpe, Jensen, Treynor e información son los ratios más usuales para dicho fin.

– **Índice de Sharpe.** Mide el retorno que se obtiene por encima de la tasa libre de riesgo sobre una cartera comparado con el riesgo total de la cartera. Las tasas sobre instrumentos del Tesoro, tales como letras del Estado, suelen emplearse como elemento representativo de la tasa libre de riesgo.

Objeto: A semejanza de otros coeficientes ajustados por el riesgo, el índice de Sharpe compara los rendimientos con una determinada medida de riesgo. En este caso se emplea la desviación estándar. El índice de Sharpe permite evaluar la rentabilidad potencial a la luz del riesgo subyacente.

$$\text{Sharpe} = (R - \text{Rasr}) / V$$

R: rentabilidad de la cartera

Rasr: rentabilidad activo sin riesgo

V: volatilidad de la cartera

Modo de empleo: El índice de Sharpe se emplea para evaluar la calidad, antes que la cantidad, de los rendimientos de un fondo. Cuanto más alto sea el valor del indicador, mejor será la calidad de la rentabilidad en forma de riesgo/recompensa.

El ratio debe ser superior a 0,5, niveles por encima de 1 se consideran muy buenos. Se recomienda a la hora de valorar, examinar periodos suficientemente extensos,

como mínimo tres años y ponerlo en comparación con lo obtenido por el índice de referencia.

- **Ratio de Sortino.** Es una generalización del ratio de Sharpe en la que se relaciona la diferencia entre la rentabilidad de la cartera y una rentabilidad mínima establecida, y la volatilidad «downside», que es la volatilidad de las rentabilidades obtenidas por debajo de la rentabilidad mínima establecida.

$$\text{Sortino} = (R - T) / V_t$$

R: rentabilidad de la cartera

T: rentabilidad mínima establecida

V_t: volatilidad de la cartera para valores por debajo de T

Al igual que el de Sharpe, debe de ser positivo y mejor cuanto más elevado.

- **Alfa de Jensen.** El indicador Alfa de Jensen representa la capacidad de la administradora del fondo para alcanzar un retorno superior al esperado en función del riesgo contenido en el fondo. Se trata de una medida estadística de desempeño similar al índice de Sharpe.

Objeto: Este indicador se diseñó con el objeto de determinar el éxito de una administradora de fondos en la selección al ofrecer un criterio de comparación para las carteras que tengan diferentes niveles de exposición al riesgo. En general, el indicador se emplea para efectuar la medición del desempeño de carteras y para identificar la parte del desempeño que puede atribuirse exclusivamente a la cartera (en otras palabras, el resultado del desempeño superior, no así de la suerte).

Modo de empleo: Los alfas positivos representan buen desempeño por parte de la administradora del fondo. Los alfas negativos reflejan un desempeño regular por parte de la administradora del fondo. El factor alfa deberá calcularse sobre la base de un período largo de tiempo (habitualmente, tres años).

- **Índice de Treynor:** El índice de Treynor es una medición del riesgo/retorno similar al índice de Sharpe. Permite medir el rendimiento del fondo que supera el retorno exento de riesgo, por unidad de riesgo que el fondo incorpore a una cartera bien diversificada. El índice de Sharpe utiliza la desviación estándar como medida de riesgo, mientras que la medición de Treynor emplea el factor beta del fondo.

Objeto: La medición de Treynor se diseñó con el objeto de analizar los rendimientos en relación con la cantidad de riesgo que se incorpora a una cartera bien diversificada.

Modo de empleo: Hay que comparar la medición de Treynor de fondos distintos para determinar qué fondo incluirá en su cartera bien diversificada. El índice no deberá

emplearse para tomar una decisión de compra exclusiva del fondo A o del fondo B. A dichos efectos es mejor utilizar el índice de Sharpe.

- **Ratio de información:** Indica el exceso de rentabilidad obtenida por el fondo respecto del índice de referencia por cada unidad de riesgo asumida por el gestor. Es decir, nos indica si el gestor rentabiliza el riesgo asumido.

Modo de empleo: Cuanto más alto sea mejor, ya que obtenemos más rentabilidad extra por cada unidad de riesgo asumido.

X: Otros términos financieros

Otros términos financieros de uso habitual en los mercados (ordenados alfabéticamente):

ABS: Los «Asset Backed Securities» son títulos de renta fija respaldados por activos financieros, generalmente deudas como las procedentes de tarjetas de créditos, de préstamos al consumo, de préstamos hipotecarios, etc. La idea que hay detrás de los activos titulizados es la de transformar unos activos ilíquidos en unos títulos de valores negociables en un mercado secundario, con el objetivo de poder colocarlos entre los inversores. Es el proceso conocido como titulización. Se trata de un activo financiero relativamente reciente, ya que los primeros ABS fueron emitidos en el año 1985, pero este segmento de mercado está en pleno crecimiento.

Estos títulos son títulos de renta fija en la medida en que pagan periódicamente un cupón y devuelven el principal a vencimiento, exactamente como un bono o una obligación. La solvencia de estos títulos no es tan alta como la de la deuda pública de países desarrollados. Pero suelen tener un elevado rating por parte de las agencias de calificación (a diferencia de muchas emisiones corporativas), ya que no sólo están garantizados por los activos subyacentes, sino que a esto suele añadirse una garantía por parte de las entidades financieras que los emiten.

ADR: Los «American Depository Receipts» representan acciones de corporaciones extranjeras que se encuentran depositadas en bancos de EEUU en el extranjero. Permiten el comercio de acciones extranjeras en los EEUU, sin incurrir en los problemas tradicionales que conlleva el comercio en valores extranjeros, como la conversión de moneda y la transferencia de valores a ultramar. Se comercian de igual manera que las acciones domésticas ordinarias y sus dividendos y ganancias capitales les son pagados a los inversionistas en EEUU en dólares, en lugar de en moneda extranjera.

Agencia de calificación (Rating agency): Empresa que califica el grado de riesgo financiero o de crédito de las empresas, Estados soberanos o fondos de inversión. Las principales son Moody's, Standard & Poor's y Fitch-Ibca.

Agencia de valores (Broker company): Es un intermediario financiero específico del mercado de valores que sólo puede actuar por cuenta ajena; es decir, por cuenta de sus clientes.

Alfa: Medida de rentabilidad ajustada al riesgo de Beta (riesgo de mercado); es decir, el diferencial de rentabilidad de una exposición pasiva al mercado.

Apalancamiento: Permite al inversor tomar una posición en un activo con una cantidad de dinero muy inferior a su valor. Las compras apalancadas son típicas, por ejemplo, de los mercados de derivados, en los que, a partir de una moderada garantía, se puede invertir en un activo subyacente de mucho mayor valor. El problema surge cuando el activo no se comporta del modo esperado y el inversor debe hacer frente al total de la cantidad apalancada.

Bono canjeable: Bono que puede ser canjeado por acciones ya existentes y que no produce la elevación del capital ni la reducción del valor de las acciones.

Bono convertible: Bono que concede a su poseedor la opción de canjearlo por acciones de nueva emisión a un precio prefijado. Ofrece a cambio un cupón inferior al que tendría sin la opción de convertibilidad.

Bono notional: Bono teórico utilizado en los contratos de futuros sobre tipos de interés, pero que no existe en el mercado de contado y que sólo se utiliza a los efectos de definir un activo subyacente normalizado.

Bono segregable o «strip»: Aquel que incorpora la posibilidad de separar los cupones de los títulos de deuda (en España sólo se autoriza para activos de Deuda Pública) para poder negociarlos por separado, a través de los denominados «segregables» o «strips». Se trata de la separación del usufructo (cupones) y la nuda propiedad (principal). Para llevar a cabo esta operación es preciso contar con la intermediación de entidades financieras especializadas, ya que el Tesoro sólo emite los títulos al completo (sin segregación).

Blue chip: Con este término inglés se designan a los títulos principales de un mercado de valores o, lo que es lo mismo, a aquellos que tienen mayor volumen de negocio. El nombre hace referencia a la sala de color azul (en inglés, blue) en la que se cotizaban los títulos más importantes en la Bolsa de Nueva York.

CBO (Collateralized Bond Obligation): Traducido como obligación de bonos colateralizados. Es un título valor respaldado por una cartera de bonos corporativos.

CDO (Collateralized Debt Obligation): Traducido como obligación de deuda colateralizada. Es un título valor respaldado por una cartera de varios tipos de deuda, entre ellos bonos corporativos vendidos en los mercados de capitales, préstamos concedidos a compañías por entidades institucionales y tramos de titulaciones.

CLO (Collateralized Loan Obligation): Traducido como obligación de préstamos colateralizados. Es un título-valor respaldado por una cartera de préstamos concedidos a compañías por entidades institucionales, generalmente bancos comerciales.

CMO (Collateralized Mortgage Obligation): Traducido como obligación de hipotecas colateralizadas. Es un título valor respaldado por una cartera de préstamos hipotecarios o por una combinación de préstamos hipotecarios residenciales y obligaciones de agencias. En general, una operación de emisión de CMO implica múltiples clases de títulos con diversos vencimientos y cupones.

Colaterales («Collateral»): Activos que actúan de garantía y soporte de otros activos que se estructuran sobre ellos.

Deflación: Situación caracterizada por un descenso generalizado de los precios y una acusada caída de la demanda. La deflación reduce los beneficios empresariales y, de rebote, estimula un recorte de puestos de trabajo y de sueldos. Esta situación desemboca en una menor demanda, lo que a su vez vuelve a reducir los beneficios empresariales. Para Keynes, la deflación es la peor situación económica que puede darse. La Gran Depresión de los años 30, que arrancó con el crack bursátil del 29, fue precisamente un período deflacionario.

Desdoblamiento de acciones o «split»: Operación que consiste en multiplicar el número de acciones por un determinado factor, reduciendo el valor nominal de las mismas, con la finalidad de hacer más accesible su adquisición a los compradores. No supone, por tanto, aportación alguna a la sociedad.

Estanflación: Situación de nulo crecimiento económico, o incluso depresión, combinado con altas tasas de inflación.

Euribor (European Interbank Offered Rate): Tipo interbancario de oferta utilizado dentro de la Unión Monetaria Europea.

Ex cupón: Situación que se abre cuando ya ha pasado la fecha de vencimiento del cupón. Las acciones se cotizan ex cupón desde el día que se señala para el pago

de dividendo, y las obligaciones están en la misma situación desde el día del vencimiento del pago de intereses.

Eonia (Euro OverNight Index Average): Tipo de interés de referencia en la Unión Europea.

FED: Reserva Federal Estadounidense. Fija la política monetaria en Estados Unidos.

Fondo abierto: Fondo de pensiones que admite las inversiones de otros fondos de pensiones.

Fondo inversor: Fondo de pensiones que invierte su patrimonio todo o en parte en otro fondo de pensiones, sin integrarse en él. Sus representantes pueden asistir a la comisión de control del fondo abierto con voz, pero sin voto.

Gestión activa: Estilo de gestión de inversión que busca mejores resultados que un índice de referencia, ya sea a través de la distribución de activos, el momento del mercado o la selección de acciones (o una combinación de éstos). Este tipo de gestión se contrapone al estilo de gestión pasiva.

Gestión pasiva: Estilo de gestión de inversión con el objetivo de actuar en línea con un determinado mercado o índice. Incluye la construcción de una cartera con características que sean acordes con el mercado o índice en cuestión. Por ejemplo, en el caso de «replicar el índice» significa comprar todos los títulos de un índice determinado (buenos y malos) y mantenerlos en una cartera con las mismas proporciones que en el índice. En este ejemplo no se toma ninguna decisión activa en lo referente a la elección de un título sobre el otro. Este estilo se contrapone al de gestión activa.

Indicador: Herramienta utilizada en el análisis técnico para detectar tendencias en los precios de las acciones.

Inflación: Alzas en el índice de precios al consumo. La rentabilidad del fondo debe superar a ésta, para que el partícipe no pierda capacidad adquisitiva.

Libor: Tipo interbancario (oferta) utilizado dentro del Reino Unido.

Media móvil: Promedio que suaviza la curva de precios de un determinado valor y se convierte en una línea curva de tendencia. Es uno de los instrumentos más utilizados en el análisis técnico.

Mercado «over the counter» (OTC): Mercados no oficiales que se caracterizan porque no tienen una localización física, y sus operaciones se realizan a través de redes de telecomunicación.

Multiadcripción: Un mismo plan de pensiones de empleo podrá figurar adscrito a dos o más fondos de empleo mediante la articulación de subplanes delimitados. Esta delimitación se podrá dar en los siguientes casos:

1. En los planes de empleo que exista, al menos, un colectivo con régimen de aportación definida y otro u otros con régimen de prestación definida. Se podrá formalizar un subplan para cada régimen de prestación definida y otro para el régimen de aportación definida.
2. En los planes de empleo en los que se acuerde en especificaciones la integración obligatoria en un subplan de los beneficiarios que vayan a percibir su renta en forma de renta actuarial.
3. En los planes de promoción conjunta, cuando cada subplan se corresponda con una empresa promotora del mismo.
4. En los planes de aportación definida para la contingencia de jubilación, para el colectivo de partícipes se podrán articular dos subplanes en los que el partícipe puede estar adscrito (a uno u otro o a ambos simultáneamente), atendiendo al criterio de edad⁴.

Multigestión: Inversión diversificada entre varios gestores, especializados en cada tipo de activo y/o mercado, de parte o la totalidad de la cartera. Reduce el riesgo asociado al gestor y por lo general encarece el coste de gestión.

Oferta pública de adquisición de valores (OPA): Operación por la que una persona física o jurídica realiza una oferta a los accionistas de una sociedad con el propósito de hacerse con una participación significativa para tomar el control de la misma. Si se realiza con la aprobación de la dirección de la sociedad pretendida se conoce como OPA amistosa; si no cuenta con dicha aprobación, se conoce como OPA hostil.

Oferta pública de venta (OPV): Operación por la que un inversor vende una participación significativa en una sociedad que cotiza en bolsa. Es muy utilizada por el Estado para llevar a cabo las privatizaciones.

⁴ Las reasignaciones entre subplanes no podrán superar, en ningún caso, el 20% de los derechos consolidados que en suma tiene el partícipe en los dos subplanes. La elección de la pertenencia a los subplanes, así como el grado de participación del partícipe en los mismos, no podrá ser objeto de elección personal por parte del partícipe.

Oscilador: Herramienta del análisis técnico utilizada para determinar los comportamientos de los precios de las acciones cuando se encuentran en una tendencia lateral (ni bajista ni alcista).

Plain Vanilla: Ver Vanilla.

Posición corta: Es una posición vendedora, es decir, al vender un activo se está adoptando esta posición.

Posición larga: Es una posición compradora, es decir, al comprar un activo se está adoptando esta posición.

Punto básico es 0,01%.

Punto porcentual es 1%.

Resistencia: Nivel de precios en el que en una tendencia alcista, las ventas superan a las compras y hacen que la cotización no supere ese nivel de precios o línea de resistencia.

RSI o índice de fuerza relativa: Oscilador utilizado en el análisis técnico para medir la velocidad a la que se mueven los precios. Ofrece una medida relativa de las ganancias en los precios con respecto a las pérdidas en los mismos.

Soporte: Nivel de precios en el que en una tendencia bajista las compras superan a las ventas y hacen que la cotización no baje de dicho nivel de precios línea de soporte.

Tipo de interés flotante: Un bono cuyo cupón es fijado periódicamente (generalmente cada seis meses) para reflejar los cambios de tipos del mercado monetario. Tienen generalmente un cupón más bajo que los bonos «tradicionales» de renta fija de vencimiento similar, pero ofrece a los inversores cierto grado de protección contra los ascendentes tipos de interés.

Tracking error: Medida de desviación entre la rentabilidad obtenida por una cartera y la de su índice de referencia (Benchmark).

Unión Europea: Bloque económico y político, formado actualmente por 27 países, dotado de diversas instituciones y acuerdos de actuación entre ellos y en relación a otras áreas y países del mundo. Actualmente lo componen 27 países: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, República Checa, Reino Unido, Ruma-

nía y Suecia. Existen varios países que han solicitado la integración y que podrían incorporarse en los próximos años.

Valor contable o teórico de un título: El valor teórico de una acción se obtiene del balance de la empresa. Es igual al activo real menos el pasivo exigible o deudas con terceras personas dividido por el número de acciones. El activo real es igual al activo total menos las cuentas de orden y los activos ficticios (los activos ficticios son los gastos de constitución de la empresa, gastos de ampliaciones de capital y las pérdidas de ejercicios anteriores).

Vanilla: En los mercados financieros hace referencia a títulos estandarizados y sin ninguna característica adicional que modifique su naturaleza.

VaR, «value at risk»: Valor en riesgo; indicador del riesgo, global o por tipos de activos, de una cartera.

Volatilidad: Intensidad de la variación de los precios de los activos, de la unidad de cuenta de un fondo. Es una medida de riesgo. Matemáticamente es la desviación típica de la serie correspondiente de precios o mentalidades que estemos analizando.

Warrant: Certificado emitido junto a una obligación que otorga al suscriptor el derecho a adquirir en una fecha y a un precio determinados una o varias acciones de la sociedad emisora de la obligación. Los warrants suponen un incremento de la rentabilidad de las obligaciones a las que acompañan, lo que facilita su colocación en el mercado

Zona euro: Bloque de la UE que comparten el euro como moneda común, comprende actualmente 16 miembros de la UEM. Ellos son: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal. Países de la UE que no participan en la moneda única son: Bulgaria, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, República Checa, Reino Unido, Rumanía y Suecia.

Parte 2ª: Glosario de términos actuariales

El objetivo de este apartado no es enseñar cómo se hace el cálculo actuarial, sino hacer más comprensible dicho estudio, la influencia de cada hipótesis y el significado de cada concepto.

I: Valoración de compromisos por pensiones

A. Hipótesis

1. Tablas demográficas

Existen distintos tipos de tablas demográficas en función del objetivo de medición, la población estudiada y los años.

- Tablas de supervivencia y mortalidad

El objeto de las tablas de supervivencia es estimar el porcentaje de trabajadores que van a llegar vivos a cierta edad. Es decir, supongamos que tenemos una empresa con 1.000 trabajadores de 40 años. Sin embargo, no todos los trabajadores van a llegar vivos a los 65 años, por lo que no se jubilarán, y por tanto el empresario no los tendrá en cuenta a la hora de aportar al plan de pensiones. Así, si por ejemplo la probabilidad de llegar a los 65 años teniendo 40 años fuera de un 90%, el empresario debería aportar por 900 trabajadores, ya que 100 no alcanzarán la fecha de jubilación.

Las tablas de mortalidad estiman qué porcentaje de trabajadores van a fallecer en cada año. Así, supongamos que la probabilidad de fallecimiento de un trabajador de 40 años es un 0,5%; es decir, de los 1.000 trabajadores del caso anterior 5 no van a llegar a los 41 años. Si la empresa decide asegurar al colectivo, la aseguradora tendrá en cuenta la probabilidad de que 5 trabajadores fallezcan a la hora de calcular la prima (coste del seguro).

Tablas utilizadas:

- Tenemos en primer lugar las **GR-95**.

Son unas tablas de experiencia suiza, que no obstante se han aplicado en España hasta la aparición de la **PER2000**.

Las GR son unas tablas de supervivencia en contraposición a las GK, que lo son de mortalidad. Aunque parten de la misma población de estudio, ambas tienen un margen de seguridad. Así, las **GRM** disminuyen el riesgo de mortalidad, aumentando la esperanza de vida, por lo que resultan más caras en la contratación de seguros ligados a la supervivencia, como las pólizas de seguro que recogen compromisos por jubilación.

- Las **GK-95** son las tablas de mortalidad 'gemelas' de las **GR-95**, y se han utilizado para los seguros de fallecimiento.
- Posteriormente, en el año 2000, salieron las nuevas tablas **PER-2000**. Éstas son tablas generacionales de supervivencia, lo que significa que la probabilidad de fallecimiento o supervivencia para una determinada edad no es fija, sino que depende del año de nacimiento. Parte del principio de que cada año que pasa la nueva generación tiene mayor esperanza de vida.

A su vez se dividen en dos tipos, las **PER-2000C** y las **PER-2000P**.

- **PER-2000P**: serán de aplicación a la nueva producción que se efectúe desde la entrada en vigor de la presente resolución, así como a las incorporaciones que se produzcan a partir de la misma fecha a pólizas colectivas ya en vigor.
- Las tablas **PER-2000C** serán de aplicación a la cartera de pólizas en vigor a la misma fecha, teniendo un plazo de adaptación de 14 años.

Para el cálculo de compromisos por pensiones se suelen utilizar las **GR-95** y las **PER-2000P**. No resulta admisible la utilización de **GR-80**.

Por último, las tablas suelen venir acompañadas de las letras M o F que indican el sexo, así por tanto las **GRM-95** corresponden a la tabla de supervivencia de hombres en función de la edad, mientras la **PERF-2000P** corresponde a la tabla de supervivencia de mujeres en función de la edad y de la fecha de nacimiento (al ser una tabla generacional).

- **Tablas de invalidez**

Las tablas de invalidez aportan la probabilidad de invalidarse en función de la edad. Enlazando esta probabilidad con la de fallecimiento de la tabla de supervivencia se

llega al concepto de tabla de actividad, que informa de la probabilidad de que un trabajador de 40 años, llegue activo a los 65 años (es decir, que ni fallece ni se invalida en el camino), circunstancia necesaria para tener derecho a jubilarse en la empresa.

Existen dos tablas:

- Orden Ministerial-77 (OM-77).
- Seguridad Social-90 (SS-90).

Ambas miden la probabilidad de que un trabajador se incapacite permanentemente en función de la edad. Para la valoración de compromisos para la jubilación son preferibles las primeras, ya que las segundas están sesgadas al alza, por lo que incrementan el número de incapacitados, disminuyendo el compromiso por pensiones de un trabajador de 40 años en casi un 14%.

2. Tablas de rotación

Este es un concepto que recoge la probabilidad de que un trabajador cese en la empresa por motivos distintos al fallecimiento. Desde CCOO se considera no admisible su uso, debido a la falta de estadísticas fiables que hagan sólido el cálculo.

Este es un concepto recogido por las normas internacionales de contabilidad para las retribuciones de los empleados, en particular de los compromisos por pensiones. Recoge tanto los fondos internos como los instrumentos en que se pueden exteriorizar. Sin embargo, no es comparable el caso de la transformación de compromisos por pensiones en un plan de pensiones de aportación definida, ya que no hay opción a ajustes en caso de errores en el cálculo de estas tasas o tablas de rotación.

3. Hipótesis económico - financieras

● Tipo de interés técnico

Es el tipo de interés al que se descuentan los compromisos por pensiones en el momento del acaecimiento de la contingencia. Supongamos un compromiso de pago de 6.000 euros por jubilación (a los 65 años) y que el tipo de interés técnico es el 4%. Para un trabajador de 40 años la cuantía equivalente financieramente sería:

$$6.000 \cdot (1 + 4\%)^{(40-65)} = 2.251^5 \text{ €}$$

⁵ ^ : Elevado a. Por ejemplo, 3²= 9.

La utilización de tipos superiores reducirá la valoración de estos compromisos, así la utilización de un tipo de 5% producirá el siguiente efecto:

$$6.000 * (1+5\%)^{(40-65)} = 1.772 \text{ €}. \text{ Esto es, un 21\% menos.}$$

En la transformación de compromisos por pensiones a aportación definida se permite utilizar cualquier tipo, forma parte de la negociación colectiva; no obstante, para la exteriorización a prestación definida está fijado en un 4% (RD 1.589/99, de 15 de octubre).

Este tipo es el recomendado por la Confederación para la transformación.

● IPC

De cara a mantener el poder adquisitivo de las cantidades se considera una hipótesis de crecimiento de los precios en las valoraciones financieras. Normalmente se suele suponer un crecimiento del 2%.

Así, en el caso anterior de los 6.000 euros para el trabajador de 40 años, la cuantía equivalente (para el mantenimiento del poder adquisitivo) será:

$$6.000 * (1+2\%)^{(65-40)} = 9.844 \text{ €}.$$

Esta cuantía será equivalente financieramente (bajo el supuesto del 4%) a 3.693 euros.

● Incremento salarial (IRS)

En algunos convenios colectivos se recogen compromisos en función del salario, como por ejemplo un número de mensualidades a la jubilación o un porcentaje del último salario.

Así, supongamos que el salario de este trabajador fuese de 12.000 euros anuales, y que el convenio colectivo recogiese el pago de media anualidad a la jubilación.

El incremento salarial usualmente utilizado es el 2,5%.

$$\text{El salario a los 65 años sería: } 12.000 * (1+2,5\%)^{(65-40)} = 22.247 \text{ euros.}$$

$$\text{La cuantía equivalente financiera sería: } 22.247 * (1/2) * (1+4\%)^{(40-65)} = 4.173 \text{ euros.}$$

Estos tres conceptos (tipo de interés, incremento de precios e incremento salarial) forman un conjunto, siendo tan importante sus cuantías por separado como sus dife-

rencias. Así, la diferencia entre el incremento de los salarios y el incremento de los precios ha de ser como mínimo 0,5 puntos porcentuales, mientras que la diferencia entre el tipo de interés y los incrementos en los precios se recomienda sea de 2 puntos porcentuales.

Como ejemplo, si en vez de utilizar un tipo de interés del 4% y un incremento de precios del 2% utilizáramos un 5% y un 3%, respectivamente, la cuantía equivalente financieramente sería 3.709 euros, cuantía relativamente semejante a los 3.693 euros anteriores.

B. Valoración

1. Valor actual prestaciones futuras (VAPF)

Es la cuantía equivalente actuarialmente a los compromisos por pensiones a la fecha de valoración. Es la cuantía que se debería aportar de una vez al plan de pensiones para dar cumplimiento al compromiso sin necesidad de hacer aportaciones posteriores.

Así, supongamos el caso de un premio de jubilación de un número de mensualidades en función de la edad de jubilación y de los años de servicio.

Antigüedad	Edad	
Años de servicio	60	65
Entre 10 y 20 años	6 mensualidades	3 mensualidades
Entre 20 y 30 años	8 mensualidades	4 mensualidades
Más de 30 años	10 mensualidades	5 mensualidades

Supongamos que el trabajador tiene 40 años y lleva 4 años en la empresa, con un salario mensual de 1.000 euros.

Lo primero es calcular cuánto sería la cuantía a cobrar en la jubilación. Como no tiene derecho a jubilación anticipada, se jubilará a los 65 años. A esa fecha tendrá 29 años de antigüedad, por lo que le corresponderán 4 mensualidades.

Suponiendo las hipótesis anteriormente recomendadas, los salarios crecerán al 2,5%, por lo que el capital a constituir será:

$$\text{Capital a constituir} = 4 * 1.000 * (1 + 2,5\%)^{(65-40)} = 7.416 \text{ euros.}$$

El siguiente paso es calcular el capital equivalente actuarialmente (VAPF). Esto se hará actualizando, es decir, aplicando el factor de descuento actuarial.

Para ello supondremos que las hipótesis son:

Tabla de supervivencia: GRM-95

Tabla de invalidez: OM-77

Tipo de interés: 4%

El factor de descuento actuarial es el resultado de multiplicar el factor de descuento financiero por la probabilidad de que el trabajador de 40 años llegue activo a la edad de 65 años.

El factor de descuento financiero será $= (1+4\%)^{(40-65)} = 0,375$.

La probabilidad de que llegue a activo será: 0,8331

Factor de descuento actuarial = $0,375 * 0,8331 = 0,3125$

VAPF= Capital a constituir * factor de descuento actuarial = $7.416 * 0,3125 = 2.318$ euros.

2. Métodos de periodificación

No obstante, lo normal es que ese dinero se pague durante toda la carrera laboral del trabajador, por lo que se calcula cuál es el coste normal a aportar cada año.

Por otro lado, en el caso de las transformaciones hay ya una cuantía que debería estar dotada y que, por tanto, de elegirse el sistema plan de pensiones, debería aportarse al plan. Esta cantidad se conoce como servicios pasados.

Para realizar estos cálculos existen dos métodos:

- Edad de entrada

Este método supone que desde el momento en que el trabajador entró en la empresa, la empresa aportó por él una cuantía constante o un porcentaje del salario. Una vez calculada esa cuantía inicial o el porcentaje, se calcula el coste normal para el año de efecto y la dotación por servicios pasados. Mediante este método, los costes normales son más constantes y predecibles, y los servicios pasados son mayores.

Para el caso anterior, los servicios pasados son 408,18 euros y el coste normal es 0,814% del salario.

- Crédito unitario (Unit Credit)

Los servicios pasados (S.P) mediante este método, en el ejemplo anterior, se calcularían de acuerdo con la siguiente fórmula:

$S.P = (\text{Años de servicios cumplidos} / \text{años servicios a la jubilación}) * VAPF$.

Para nuestro trabajador = $4/29 * 2.318 = 320$ euros.

Y el coste normal será para ese año el 0,67% del salario.

Tanto el coste normal como los servicios pasados son inferiores en este segundo método, pero sin embargo en el futuro deben alcanzar el mismo punto; como con-

secuencia, los costes normales irán creciendo a mayor ritmo que el método anterior.

C. El plan de reequilibrio

Los servicios pasados son cuantías que deberían estar dotadas. Sin embargo, no siempre lo están en su totalidad, debido a que están invertidas en activos ilíquidos o simplemente las empresas se niegan a aportarlo de una vez.

La legislación permite amortizar ese déficit mediante la constitución de un plan de reequilibrio. De esta forma, el plan de reequilibrio es la programación de entrega de cantidades que la empresa seguirá de cara a hacer cero el déficit. El déficit deberá amortizarse cumpliendo una serie de condiciones; entre ellas, la amortización debe realizarse en un máximo de 15 años, y durante los años que dure el proceso de amortización del déficit, cada año deberá amortizarse, al menos, el 5% del déficit inicial.

Este déficit deberá ser retribuido de acuerdo con la legislación.

II: Revisión del plan de pensiones

El artículo 23 del RD recoge quiénes deben efectuar la revisión, qué aspectos se deben revisar, y qué periodicidad en función de la modalidad del plan.

Así: «El sistema financiero y actuarial de los planes deberá ser revisado, al menos cada tres años, con el concurso necesario de un actuario independiente y, en su caso, además de aquellos otros profesionales independientes que sean precisos para desarrollar un análisis completo del desenvolvimiento actuarial y financiero del plan de pensiones.

Los profesionales que participen en la revisión deberán ser necesariamente personas distintas al actuario o expertos que intervengan en el desenvolvimiento ordinario del plan de pensiones, sin que se extienda tal limitación a las personas o entidades que realicen funciones de auditoría de las cuentas.»

El objetivo principal de esta revisión (en su parte actuarial) varía en función de la modalidad del plan. Así, si el plan requiere la constitución de margen de solvencia, en primer lugar, la revisión será anual, y su objetivo principal es ver si el plan está suficientemente capitalizado y se cubre el margen de solvencia o si es necesario hacer aportaciones adicionales. Mientras para los planes de pensiones de aportación definida, la revisión permite ayudar la gestión de la cartera mediante

el conocimiento del colectivo, el flujo de aportaciones y prestaciones. Asimismo, busca conocer las necesidades de liquidez y la posibilidad de cumplir los objetivos.

Los aspectos actuariales que como mínimo, según el RD, deben revisarse son:

- a) Descripción de los aspectos fundamentales del plan.
- b) Datos del colectivo valorado.
- c) Metodología actuarial.
- d) Hipótesis utilizadas.
- e) Análisis de las aportaciones, prestaciones y derechos consolidados y económicos.
- f) Resultados y análisis de las valoraciones actuariales.
- g) Análisis de la cuenta de posición del plan.
- h) Análisis de la solvencia del plan.
- i) Proyecciones efectuadas hasta la próxima revisión actuarial.
- j) Conclusiones y recomendaciones.

Estos aspectos permiten ver cómo está distribuido en colectivo, aspecto esencial para calcular el riesgo asumible y la congruencia de plazos, dos de los principios básicos de la inversión de los fondos de pensiones. Como consecuencia de ello, también establecerá las necesidades mínimas de liquidez del fondo en el que esté integrado.

Otro tema relevante es el análisis de las aportaciones y prestaciones. Las revisiones han detectado errores en las aportaciones y prestaciones que no fueron detectados en su momento por la auditoría.

Respecto a los aspectos financieros, el RD marca los siguientes:

- a) Criterios básicos de la política de inversiones fijada por la comisión de control.
- b) Características de los activos que integran la cartera.
- c) Establecimiento de índices de referencia que reflejen la política y la estrategia de inversión.
- d) Análisis de las posibles desviaciones respecto de los índices de referencia.
- e) Políticas de gestión y distribución de activos según criterios de rentabilidad y riesgo. Adecuación de estas políticas a los objetivos y características de cada plan.
- f) Análisis de sensibilidad de las inversiones.
- g) Análisis de la duración de las carteras y de la congruencia de plazos respecto de las obligaciones de cada plan.

En pocas palabras, la revisión financiera busca valorar la gestión financiera realizada y establecer las bases para el futuro de acuerdo con el colectivo. Se centra también la medición de los riesgos del plan.

De acuerdo con los resultados de la revisión se mantendrá la declaración de principios de política de inversión, establecida en el artículo 69.3 del RD, o se procederá a su variación.

Por último, hay que destacar que, si bien la legislación habla de revisión del plan de pensiones, ésta se puede realizar a nivel de fondo, abaratando los costes.

A. Margen de solvencia

Para el caso de aquellos planes que cubran contingencias bajo la modalidad de prestación definida, salvo que lo asegure externamente, requerida la constitución de margen de solvencia.

El reglamento trata el tema en su artículo 21:

«El margen de solvencia es el patrimonio libre no comprometido que dota de seguridad al plan de pensiones. Es preciso en aquellos planes de prestación definida o que garantice un tipo de interés en la capitalización de las aportaciones o la cuantía de las prestaciones causadas. No será necesario en caso de que el plan esté totalmente asegurado.

La cuantía mínima del margen de solvencia será la suma de los importes que resulten de los párrafos siguientes:

- a) El 2 por ciento de las provisiones matemáticas.
- b) El 2 por ciento del fondo de capitalización mínimo garantizado correspondiente a las operaciones en que el plan garantice un interés mínimo o determinado en la capitalización de las aportaciones o garantice prestaciones causadas en forma de renta financiera o capital financiero diferido.
- c) El 0,3 por ciento de los capitales en riesgo asociado a las operaciones en que el plan cubra las contingencias de invalidez o fallecimiento, siempre que dichos capitales en riesgo sean positivos.

El coeficiente anterior se reducirá al 0,1 por ciento cuando la cobertura de las contingencias citadas se defina para un período no superior a tres años, y al 0,15 por

ciento cuando dicho período sea de duración superior a tres e inferior a cinco años.

En el caso de coberturas excluyentes entre sí, estos coeficientes se aplicarán sobre la que corresponda al capital en riesgo de mayor cuantía.»

B. Provisiones matemáticas

El apartado 2º del artículo 20 del reglamento indica que: «Para las contingencias que operen bajo el régimen de prestación definida, así como en los casos en los que se garantice la cuantía de las prestaciones causadas de naturaleza actuarial, se constituirán las correspondientes provisiones matemáticas.

Cuando dicha provisión se calcule con anterioridad al acontecimiento de la contingencia estará constituida por la cifra que represente el exceso del valor actual actuarial de las prestaciones futuras contempladas en el plan, sobre el valor actual actuarial de las aportaciones que, en su caso, corresponda a cada miembro del colectivo.

Cuando la provisión matemática se calcule una vez devengada la prestación, su importe coincidirá con el valor actual actuarial de los pagos futuros que la completan.»

Para entender esto, veamos el siguiente ejemplo.

Supongamos un trabajador que entre en la empresa con 20 años. Supongamos que las especificaciones reconocen una prestación (definida) de dos anualidades a la jubilación.

El salario del trabajador en el año 2004 es 20.000 euros.

El porcentaje de salario que la empresa debería aportar al plan de pensiones para alcanzar esas dos anualidades, bajo las hipótesis anteriormente utilizadas es un 2,64%.

El valor actual de la prestación futura es 16.691 euros, que coincide necesariamente con el valor actual de las aportaciones futuras, por lo que la provisión matemática es cero.

Diez años después, ¿cuál debe ser la provisión matemática?

El nuevo valor actual prestación futura:

El salario a esa fecha (2014) sería $20.000 \cdot (1 + 2,5\%) = 25.600$ euros.

Y el valor actual, tal como lo hemos calculado anteriormente, es 25.156.

La aportación sigue siendo el 2,64%, por lo que el valor actual de las aportaciones futuras es 17.739 euros (se calcula actualizando cada uno de los pagos a la fecha de valor). Es la cuantía actuarialmente equivalente.

Por tanto, la provisión matemática es la diferencia: 7.417 euros. Es la cuantía que ya debe estar en el plan de pensiones para alcanzar, junto con las aportaciones futuras, las dos anualidades.

Como se observa es un concepto equivalente al derecho por servicios pasados en una transformación de compromisos por pensiones de prestación a aportación definida.

Parte 3ª: Glosario de términos contables⁶

Anualmente la comisión de control del fondo de pensiones tiene que aprobar las **cuentas anuales** del fondo de pensiones.

Las cuentas anuales se componen de cuatro elementos:

1. *El estado de situación patrimonial (balance de situación).*
2. *El estado de resultados (cuenta de pérdidas y ganancias).*
3. *El estado de evolución del patrimonio neto (estado de cambios en el patrimonio neto).*
4. *El estado de flujo de efectivo.*

Adicionalmente, los estados financieros se presentan acompañados de notas y cuadros, que aclaran puntos de interés que no son reflejados en el cuerpo principal de los mismos.

Adjunto a las cuentas anuales, pero sin formar parte de las mismas, se incluye el informe de gestión.

I: Balance de situación

Permite conocer cómo está invertido el activo de un fondo de pensiones a una fecha determinada y qué deudas tiene el fondo.

A fin de facilitar su comparación, se debe aportar los datos de la fecha de cierre del año anterior.

Las principales partidas son las siguientes:

⁶ Orden EHA/251/2009, de 6 de febrero, por la que se aprueba el sistema de documentación estadístico-contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones.

A. Activo

El activo indica dónde está invertido el dinero, es decir, el conjunto de bienes (elementos materiales tangibles) y derechos (elementos inmateriales intangibles) pertenecientes al fondo.

Este conjunto de bienes y derechos se clasifica en dos grandes masas patrimoniales según su vencimiento: inmovilizado o fijo, a largo plazo, y circulante, a corto plazo.

El activo inmovilizado o fijo se subdivide, a su vez, en inmovilizado material (bienes materiales) y en inmovilizado inmaterial e inmovilizado financiero (derechos intangibles).

En el caso de un fondo de pensiones, el tipo de inmovilizado más común que existe es el inmovilizado financiero, también llamado activo financiero o inversiones financieras:

1. Inversiones financieras:

● *Valores representativos de deuda:*

- Obligaciones y demás valores que supongan una deuda para su emisor (renta fija nacional e internacional; pública o privada).
- Devengan una remuneración consistente en un interés, implícito o explícito, que se establece contractualmente. Se instrumentan en títulos o en anotaciones en cuenta, cualquiera que sea el sujeto emisor.
- Se registran a coste de adquisición.

● *Instrumentos de patrimonio:* instrumentos financieros emitidos por otras entidades:

- Acciones y cuotas participativas principalmente (renta variable nacional e internacional).
- Tienen la naturaleza de instrumentos de capital para el emisor.
- Se registran a coste de adquisición.

● *Intereses de valores representativos de deuda:* recogen, en su caso, la periodificación de los intereses activos de la cartera de inversiones financieras (el importe futuro a cobrar).

- *Desembolsos pendientes*: recogen las cantidades pendientes de pago por las acciones suscritas y desembolsadas parcialmente.
- *Revalorización y minusvalías de inversiones financieras*: recogen las plusvalías y minusvalías latentes que resultan de comparar los precios de adquisición de cada valor con sus respectivos valores de mercado. Se registran diariamente.
- *Depósitos en bancos y entidades de depósito*: depósitos que el fondo mantiene en entidades de crédito, a excepción de los saldos que se recogen en el epígrafe «Tesorería».
- *Derivados*: incluye, entre otros:
 - Las diferencias de valor en los contratos de futuros y forwards.
 - Las primas pagadas por warrants y opciones compradas.
 - Cobros asociados a los contratos de permuta financiera.
 - Las inversiones en productos estructurados.
 - Su valor razonable es el valor de mercado considerando como tal el que resulta de aplicar el cambio oficial de cierre del día de referencia. En caso de que no exista un mercado suficientemente líquido, o se trate de instrumentos derivados no negociados en mercado regulados o sistemas multilaterales de negociación, se valorarán mediante la aplicación de métodos o modelos de valoración adecuados y reconocidos.

Las inversiones financieras no se amortizan como el inmovilizado material o inmaterial, en su lugar lo que se considera es si el precio que se pagó por los activos o valores inicialmente se mantiene en el mercado o no. Si no se mantiene, es necesario dotar una provisión para reflejar la depreciación experimentada que restará el valor del activo financiero. Si por el contrario el precio de mercado supera al de adquisición, la apreciación experimentada se recoge en la cuenta de revalorización de inversiones financieras.

El activo circulante comprende los elementos patrimoniales siguientes: existencias, clientes y deudores, inversiones financieras temporales y tesorería. En el caso de un fondo de pensiones sólo existen las tres últimas.

2. La cuenta de *Derechos de reembolso derivados de contrato de seguros en poder de aseguradores* (provisión matemática –valoración actuarial actual de los importes asegurados–) cubre determinados compromisos:

- De riesgo –invalidez, fallecimiento, etc.–.
 - De ahorro –para los beneficiarios que optan por asegurar la prestación–.
3. Deudores: recoge los derechos que tiene el fondo sobre terceros.
- Devoluciones de Hacienda (retenciones por rendimientos del capital mobiliario pendientes de devolver por Hacienda).
 - Deudores varios: en esta partida se registran los depósitos de garantías constituidos por los contratos de futuros.
4. Tesorería:
- *Bancos e instituciones de crédito* (la cuenta corriente del fondo de pensiones).
 - *Activos del mercado monetario*: valores de renta fija con una fecha de amortización inferior a tres meses (renta fija a corto plazo).

B. Pasivo

Recoge los recursos o fondos propios y ajenos que tiene una empresa para poder financiar sus activos.

1. Fondos propios:

Cuenta de posición de los planes: Recoge el patrimonio de cada uno de los planes, es decir, la suma del patrimonio en el plan de todos los partícipes.

2. Derivados: incluye, entre otros:

- Las diferencias de valor en los contratos de futuros y forwards.
- Las primas cobradas por warrants y opciones emitidas.
- Los pagos asociados a los contratos de permuta financiera.

3. Pasivos financieros:

Recoge, en su caso, pasivos distintos de derivados que han sido clasificados a efectos de su valoración como pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias (pasivos por venta de valores recibidos en préstamo, etc.).

4. Acreedores:

- *Entidad gestora*: Cuantía que se le debe a la entidad gestora por sus servicios. Es la factura por los servicios del último mes. Si el balance es el del final del ejercicio (31/12/2008), se referirá a la factura del mes de diciembre.
- *Administraciones Públicas*: Cuantía que se le debe a las Administraciones Públicas. Son las retenciones practicadas a los beneficiarios.
- *Otras deudas*: Cuantía que el fondo de pensiones debe a terceros distintos de los anteriores.

El activo y el pasivo deben coincidir necesariamente.

II: Cuenta de pérdidas y ganancias

Esta partida fundamental para las empresas no lo es tanto para los fondos, ya que lo que importa a los partícipes es la variación del valor de liquidación de la participación. De esta cuenta obtenemos el resultado del periodo analizado (del ejercicio 2008 sería desde el 1 de enero hasta el 31 de diciembre). Esta cuenta recoge, desde 2008, la variación del valor razonable de las inversiones financieras (la diferencia positiva o negativa entre las plusvalías y minusvalías registrada por las inversiones del fondo en el periodo analizado; anteriormente sólo se registraban las dotaciones netas a la provisión por depreciación de la cartera de valores).

A. Los ingresos

- *Ingresos de las inversiones financieras*:
 1. Dividendos cobrados de la renta variable.
 2. Intereses activos monetarios.
 3. Intereses de Deuda del Estado y otras Administraciones Públicas.
 4. Intereses de adquisición temporal de activos.
 5. Intereses de otros activos de renta fija.
 6. Intereses de obligaciones extranjeras.
 7. Intereses de tesorería.
 8. Intereses de eurodepósitos.
 9. Otros intereses.
- *Otros ingresos*: recobros obtenidos por el fondo de retenciones en origen correspondientes a valores extranjeros.

B. Los gastos

Se producen por la actividad del fondo de pensiones.

- *Gastos del fondo:*

1. Comisión de la entidad gestora.
2. Comisión de la entidad depositaria.
3. Servicios exteriores auditoría, actuarios, etc.

- *Otros gastos:*

1. Retenciones en origen correspondientes a valores extranjeros.

C. Resultados por enajenación de inversiones financieras

Diferencia positiva o negativa obtenida por:

1. Enajenación de valores de renta variable.
2. Venta y amortización de fondos públicos y otros valores de renta fija.
3. Operaciones de riesgo y compromiso:
 - Operaciones de futuros.
 - Operaciones a plazo.
 - Operaciones de opciones.

La variación de la cotización de los futuros y las opciones y la diferencia entre el precio contratado y el de mercado en las operaciones a plazo se ajusta día a día en la cuenta de pérdidas y ganancias.

D. Variación del valor razonable de inversiones financieras

Diferencia positiva o negativa entre las plusvalías y minusvalías registrada por las inversiones del fondo en el periodo analizado.

E. Diferencia de cambio

Se produce al convertir los saldos denominados en moneda extranjera a euros. Se registran aquí las partidas monetarias (tesorería, débitos y créditos) por su importe neto. En el resto de partidas monetarias y las partidas no monetarias que forman parte de la cartera de instrumentos financieros, estas diferencias se llevarán conjun-

tamente con las pérdidas y ganancias derivadas de la valoración (variación del valor razonable de inversiones financieras).

III: La cuenta de posición

Los flujos de entrada a la cuenta de posición del plan de pensiones (con signo positivo) son:

- Aportaciones del promotor y partícipes.
- Traspasos procedentes de otros planes.
- Importe abonado por la compañía aseguradora para el pago de las prestaciones aseguradas.
- Los beneficios del fondo imputados al plan.

Los flujos de salida de la cuenta de posición del plan de pensiones (con signo negativo) son:

- Prestaciones del plan.
- Traspasos a otros planes.
- Gastos de la prima de seguros.
- Gastos de los servicios profesionales prestados al fondo (actuarios, etc.).
- Gastos de la comisión de control.
- Pérdidas del fondo imputadas al plan.

El saldo final de la cuenta de posición a final del ejercicio de 2008 será:

Situación/saldo inicial (31/12/2007) + Entradas 2008 – Salidas 2008 = Situación/saldo final (31/12/2008).

IV: Estado de flujo de efectivo

Informa sobre las entradas y salidas de efectivo del fondo de pensiones a lo largo del periodo considerado (por ejemplo, del 31/12/2007 a 31/12/2008).

Para calcular este estado es necesario disponer de los balances de los dos últimos años y del último estado de resultados.

Hay dos métodos para calcular este estado:

1. Método directo: consiste en rehacer el estado de resultados utilizando el sistema de caja (entrada y salida bruta en efectivo y sus equivalentes) para determinar el flujo de efectivo.

2. Método indirecto: es el que presentan las entidades gestoras. Se parte del resultado del ejercicio y se van realizando ajustes hasta llegar al saldo de efectivo que figura en la contabilidad. Se añadirían y se sustraerían del resultado las partidas del ejercicio que no tienen repercusión en el efectivo. Un ejemplo lo encontramos en las depreciaciones de maquinaria en el caso de una empresa, se registrarían como un gasto pero como no suponen ningún pago en efectivo, se sumarían al resultado del ejercicio; sin embargo, el incremento de las cuentas a cobrar supondría un ingreso, pero como no significa ningún cobro de efectivo se restaría esta partida del resultado.

Las entradas y salidas de efectivo se distribuyen en cinco categorías:

1. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN: son generados por las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos ordinarios de una empresa. En el caso del fondo de pensiones serán los cobros de intereses, dividendos, etc.
2. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN: en el caso de un fondo de pensiones se generan por la compra (pago = salida) y venta (cobro = entrada) de activos.
3. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN: son los instrumentos a través de los cuales se financia una empresa (emisión de bonos, de acciones) y también incluye los instrumentos de retribución a los proveedores de estos fondos (dividendos, intereses). Por ello, este flujo de efectivo no se aplicará en los fondos de pensiones.
4. EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO.
5. AUMENTO/DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTE.

V: Memoria

Este documento amplía la información recogida en las cuentas anuales. Para ello se señalará tanto en el balance como en la cuenta de pérdidas y ganancias (nota x) las partidas sobre las que se proporciona información complementaria con objeto de facilitar su aclaración.

A. Notas

Los puntos básicos de la memoria son los siguientes:

1. *Naturaleza y reseña del fondo*

Recoge las características básicas del fondo: denominación, fecha de constitución, carácter abierto o cerrado, la entidad gestora y depositaria, la existencia o no de una póliza de aseguramiento.

2. *Base de presentación de las cuentas anuales*

Recoge las normas que se han seguido en la elaboración de las cuentas anuales. Establece si se muestra la imagen fiel del patrimonio y resultados del fondo, si se han seguido los principios contables y si son comparables las cuentas anuales del ejercicio presente con respecto a las del pasado. En ocasiones para mostrar la imagen fiel, las empresas deben omitir alguno de los principios contables, en ese caso se les exige que lo digan en la memoria y que lo mantengan en el tiempo.

3. *Imputación del resultado*

En una empresa se señalaría qué se ha hecho con los beneficios, si se han distribuido como dividendos o si se han llevado a reservas. En el caso de un fondo de pensiones los resultados no son objeto de reparto, sino que se imputan a las cuentas de posición de los planes integrados en el mismo aumentando o disminuyendo sus saldos.

4. *Normas de valoración*

Recoge los principios básicos de valoración de las inversiones financieras, de las deudas, de las transacciones en moneda extranjera y de los ingresos y gastos. Deben de estar de acuerdo con la legislación vigente.

Una de las normas de valoración es el principio del devengo que significa que los ingresos y gastos se registran en función del periodo en que se devengan con independencia de cuándo se produce su cobro o su pago respectivo.

5. *Inversiones financieras: Cartera de inversiones*

Recoge los movimientos básicos durante el ejercicio de las inversiones financieras. Se hará un desglose de las partidas incluidas en este epígrafe: importe de los valores de renta fija, renta variable y otras inversiones, importe de los intereses devengados (pero no cobrados), plusvalías y minusvalías por venta de activos financieros, provisiones, etc.

6. *Bancos e instituciones de crédito c/c vista*

Recoge dónde está materializado el saldo de la cuenta corriente del fondo; es decir, si está invertido en letras o pagarés del Estado, repos, depósitos a corto plazo, etc., y los intereses que ha devengado. Igualmente, qué retribución ha recibido la entidad depositaria por sus servicios.

7. *Activos del mercado monetario*

Aquí se registra el detalle de los valores mobiliarios y depósitos bancarios, con un vencimiento inferior a tres meses.

8. *Patrimonio: Fondos propios, cuenta de posición*

Recoge los movimientos de entradas y salidas de la cuenta de posición. Las entradas proceden de las aportaciones del promotor y de los partícipes, de los traslados de derechos de otros planes a nuestro fondo, de prestaciones a cargo de aseguradores y del saldo positivo (beneficios) de la cuenta de resultados del fondo. Las salidas proceden del pago de prestaciones, movilizaciones de derechos a otros planes, pagos de primas de seguros y otros gastos y del saldo negativo (pérdidas) de la cuenta de resultados del fondo.

Las entradas incrementan la cuenta de posición del plan (el saldo existente a principios de año), mientras que las salidas la disminuyen. Se ha de imputar por planes.

Además se ampliará cualquier dato que facilite mostrar la imagen fiel del fondo.

9. *Situación fiscal*

Recoge el régimen fiscal del fondo respecto a los distintos impuestos.

El fondo tiene derecho a la devolución de las retenciones que se le practiquen sobre los rendimientos del capital mobiliario (dividendos e intereses) al estar sometido al tipo de gravamen 0 en el impuesto de sociedades.

Recoge, por tanto, las retenciones que se le han practicado al fondo sobre los rendimientos del capital mobiliario (dividendos e intereses), que están pendientes de devolución por parte de la Hacienda Pública, así como también las retenciones a cuenta del IRPF efectuadas por el fondo por el pago de prestaciones.

10. Comisiones entidad gestora / depositaria

Se informa de las comisiones a pagar a las entidades gestora y depositaria: porcentajes que aplican sobre el patrimonio del fondo, etc.

11. Ingresos de las inversiones financieras

Se detallan los ingresos de las inversiones financieras que vimos en el capítulo II anterior. Si hubiera habido retrocesiones al fondo de pensiones por comisiones aplicadas en fondos de inversión en los que el fondo hubiera invertido, se comentaría en este apartado. Normalmente, debido a las cláusulas de confidencialidad, éstas figuran en el epígrafe «Otros intereses».

12. Resultado por enajenación de inversiones financieras

Recoge los siguientes conceptos:

- Enajenación de inversiones financieras (renta variable; venta y amortización de renta fija).
- Operaciones de riesgo y compromiso (futuros, opciones y operaciones a plazo que se registrarán diariamente según sean las diferencias netas entre el precio contratado y el de mercado).

13. Operaciones de riesgo y compromiso

Aquí se comenta cómo cumple la entidad gestora con los coeficientes normativos que limitan la exposición de la gestora a los riesgos de crédito, liquidez y mercado. Por otra parte, también se mencionan en este apartado los depósitos de garantía constituidos por las posiciones en productos derivados. Figurarán, junto a otros conceptos, en la partida de «Deudores varios».

14. Remuneración de auditores

Se comentan los honorarios correspondientes a la auditoría del ejercicio.

B. Composición de la estructura de cartera

En este documento se recogen los títulos que componen la cartera, en particular el número de títulos, su valor nominal, el importe total de adquisición, la periodificación (cupón y vencimiento) en el caso de los títulos de renta fija, las plusvalías y minusvalías de los títulos y el valor de mercado de los títulos.

Lo importante es ver el detalle de los distintos títulos que componen la cartera, comprobar que los totales y subtotales coincidan con los recogidos en el balance.

Las pérdidas o las ganancias puntuales en títulos hay que observarlos dentro de la política general de inversión, que busca la obtención de una rentabilidad objetivo ligada a un riesgo asumible mediante la diversificación.

VI: Informe de gestión

El informe de gestión no forma parte de las cuentas anuales. Detalla lo sucedido en el ejercicio que se cierra y lo que se prevé para el que se abre. En él, el equipo gestor explica cuál ha sido el entorno en el que se ha desarrollado su actividad y qué medidas han tomado, haciendo previsiones para el nuevo año sobre las evoluciones de las distintas variables: IPC, tipos de interés, tipo de cambio, indicadores, etc., y sus implicaciones para la evolución de precios de los distintos tipos de activos.

VII: Auditoría

Las empresas auditoras son terceros independientes que verifican que las cuentas anuales reflejan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del fondo. Para ello comprueban si la entidad gestora ha contabilizado siguiendo los distintos principios contables, y en caso de que alguno no se haya seguido pero se consideraba oportuno para reflejar la imagen fiel se hará constar la influencia de tal decisión sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa. No entran a valorar la gestión en sí, aunque tienen la obligación de estimar si hay riesgos o incertidumbres para el plan o si el informe de gestión no se sustenta con lo establecido en las cuentas.

Tienen claras fronteras, se ciñen a un periodo temporal –normalmente un año natural.

El informe del auditor suele tener entre 4 o 5 párrafos. En el primero –párrafo de alcance– exponen su responsabilidad, en el segundo –párrafo intermedio– explican el documento de cuentas anuales que han auditado y si han tenido algún tipo de problema o traba en conseguir la información; en el tercero expresan su opinión.

Existen cuatro tipos de opiniones:

- **Opinión favorable:** Es lo más positivo que pueden recibir unas cuentas anuales. Significa que el auditor está de acuerdo con el cumplimiento de los principios contables y de cómo se ha contabilizado, por lo que estima que recoge la imagen fiel. Es usual en el caso de los fondos, y no tanto en el caso de las cuentas anuales de las empresas.

- **Opinión favorable con salvedades:** El auditor encuentra algunas cosas con las que no está totalmente de acuerdo, pero entiende que no impide ver la imagen fiel. Pueden ser diferencias en amortizaciones, dotaciones de provisiones, etc. Es bastante corriente en las cuentas anuales empresariales.
- **Opinión desfavorable:** Recoge que el incumplimiento de los principios contables no permite ver reflejada la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera. Es, por tanto, una opinión negativa.
- **Opinión denegada:** Las limitaciones de alcance, explicadas en el párrafo intermedio, impiden al auditor dar una opinión fundada sobre el reflejo de la imagen fiel.

Puede existir otro párrafo que amplíe la información del párrafo de opinión.

Finalmente, el último párrafo refleja la verificación contable del informe de gestión, limitando el alcance del mismo.

Por último, hay que señalar que la contratación de auditora tiene una duración mínima de tres años y máxima de nueve años, si bien ésta puede ser ampliada.

VIII: Normas internacionales de contabilidad (NIC)

Adicionalmente a la normativa contable nacional se están desarrollando impulsos de armonización de la contabilidad entre países. Dentro de estos intentos destacan, por su importancia, las normas internacionales de contabilidad.

En lo referente a los compromisos por pensiones, dos son las normas que afectan a los fondos de pensiones; la norma 19 sobre Retribuciones a los empleados y la norma 26 sobre Contabilización e información financiera sobre planes de prestaciones por retiro.

A continuación se van a desarrollar ambas normas con el objetivo del conocimiento de la terminología que en ellas se utiliza.

La regulación NIC/IAS (International Accounting Standards) fue adoptada el 17 de julio de 2002 por el Parlamento Europeo y el Consejo.

IASB (International Standards Accounting Board)

Sustituye al IASC (International Standards Accounting Committee) en 2001. Es una entidad independiente y financiada con fondos privados; está establecida en Londres y sus miembros actuales proceden de nueve países diferentes. Su objetivo es desa-

rollar unos principios globales de contabilidad que sean transparentes y comparables. Cooperar con los legisladores nacionales para tratar de alcanzar la convergencia de los diferentes principios contables existentes en el mundo.

A. NIC 19 (IAS 19)

En esta norma se recogen las retribuciones a los empleados. La norma considera las pensiones como retribución a los empleados. El objetivo de esta NIC es prescribir el tratamiento contable y la revelación de información financiera respecto de las retribuciones a los empleados. En esta norma se obliga a las empresas a reconocer:

- Un pasivo cuando el empleado ha prestado los servicios a cambio del derecho de recibir pagos en el futuro; y
- Un gasto cuando la empresa ha consumido el beneficio económico procedente del servicio prestado por el empleado a cambio de las retribuciones en cuestión.

Esta norma se aplicará a todos los empleadores al contabilizar todas las retribuciones de los empleados, excepto aquellas a las que sea de aplicación la NIIF 2 Pagos basados en acciones.

Los activos afectos al plan

Son los activos mantenidos por un fondo para pagar las prestaciones a largo plazo de los empleados; es decir, aquellos activos que:

1. Son mantenidos por una entidad (un fondo) jurídicamente separada de la entidad que presenta los estados financieros y que existe solamente para pagar o financiar las prestaciones de los empleados.
2. No pueden disponer de ellos ninguno de los acreedores de la entidad (ni siquiera en caso de quiebra).
3. No pueden ser devueltos a la entidad a menos que:
 - El resto de los activos del plan sean suficientes para atender todas las obligaciones del plan.
 - Los activos retornen a la entidad para reembolsar prestaciones a los empleados ya pagadas por ella.

Pólizas de seguro aptas

Deben reunir los requisitos para ello (pólizas «aptas o calificadas»). Son pólizas de seguro emitidas por un asegurador que no sea una parte vinculada de la entidad.

Los pagos realizados contra la póliza:

1. Sólo se pueden emplear para pagar o financiar las prestaciones de un plan de prestaciones definidas.
2. No están disponibles para hacer frente a las deudas con los acreedores de la entidad (incluso en caso de quiebra) y no pueden ser pagada a ésta a menos que dichos pagos:
 - Representen activos excedentarios, que no son necesarios en la póliza para cumplir el resto de las obligaciones relacionadas con el plan de prestaciones de los empleados.
 - Retornen a la entidad para reembolsar las prestaciones a los empleados ya satisfechas por ella.

Entre los activos afectos al plan **no se incluyen**:

1. Las aportaciones pendientes al fondo por parte de la entidad.
2. Los instrumentos financieros no transferibles emitidos por la entidad y mantenidos por el fondo. Los activos no transferibles están sólo disponibles para satisfacer las obligaciones por prestaciones si la entidad los reembolsa o los amortiza. Estos activos no estarán disponibles para el plan si la entidad que reporta se encontrase en quiebra, por ello la NIC 19 los excluye.

Los activos afectos al plan **son minorados** por cualquier pasivo del fondo que no tenga relación con las retribuciones de los empleados (cuentas a pagar, pasivos resultantes de instrumentos financieros derivados).

Valor razonable

Es el importe por el cual puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en una transacción libre.

Las ganancias y pérdidas actuariales

Comprenden:

- Los ajustes por experiencia (que miden los efectos de las diferencias entre las hipótesis actuariales previas y los sucesos efectivamente ocurridos en el plan); y

- Los efectos de los cambios de las hipótesis actuariales.

B. NIC 26 (IAS 26)

Se aplica en la elaboración de informes de los planes de pensiones, cuando tales informes se elaboren y presenten. Trata de la contabilidad y de la información a presentar por parte del plan a todos los partícipes, entendidos como grupo. No trata sobre las informaciones individuales a los partícipes acerca de sus derechos adquiridos. Complementa a la NIC 19 (IAS 19).

Los planes de pensiones cuyos activos han sido invertidos en una compañía de seguros están sometidos a las mismas obligaciones de contabilidad y capitalización que aquellos donde las inversiones se administran privadamente, salvo que el contrato con la compañía de seguros se haya hecho en nombre de un partícipe específico o de un grupo de partícipes, y la obligación del pago de prestaciones recaiga exclusivamente sobre la citada compañía.

En la información disponible de un plan de aportación definida debe incluirse un estado de los activos netos disponibles para atender al pago de las prestaciones, así como una descripción de la política de capitalización.

El objetivo de la información procedente de un plan de aportaciones definidas es el de dar cuenta periódicamente de la situación del plan y de los rendimientos de sus inversiones. Tal objetivo se alcanza usualmente suministrando la siguiente información:

1. La descripción de las actividades más significativas del ejercicio y el efecto de cualquier cambio relativo al plan, así como a sus partícipes, plazos y condiciones.
2. Estados demostrativos de las transacciones y del rendimiento de las inversiones en el ejercicio, así como la situación financiera del plan al final del ejercicio.
3. La descripción de la política de inversiones.

La información proveniente de un plan de prestaciones definidas debe contener la información reseñada en cualquiera de los siguientes apartados:

- Un estado que muestre:
 1. Los activos netos disponibles para atender el pago de las prestaciones.
 2. El valor actual actuarial de las prestaciones prometidas, distinguiendo entre las prestaciones irrevocables y las que no lo son.

3. El superávit o déficit resultante.
- Un estado de los activos netos disponibles para atender al pago de las prestaciones incluyendo, o bien:
 1. Una nota en la que se revele el valor actual actuarial de las prestaciones prometidas, distinguiendo entre prestaciones irrevocables y las que no lo son.
 2. Una remisión al informe adjunto del actuario que contenga esta información.

Si no se ha preparado valoración actuarial en la fecha de la información, la valoración más reciente de que se disponga debe ser usada como base, informando sobre la fecha en que se hizo.

El valor actuarial de las prestaciones definidas debe tener en cuenta los servicios prestados hasta la fecha de la rendición de cuentas. El establecimiento de la cifra concreta se hará en función de los salarios actuales o proyectados, con explícita indicación del método utilizado. Asimismo debe revelarse el efecto de cualquier cambio en las hipótesis actuariales que puedan tener una incidencia significativa en el valor actual actuarial de las prestaciones prometidas.

En la información debe explicarse la relación existente entre el valor actual actuarial de las prestaciones prometidas y los activos netos disponibles para atender el pago de tales prestaciones, así como la póliza seguida para la capitalización de las prestaciones prometidas.

Valoración de activos afectos al plan

Las inversiones del plan de pensiones deben contabilizarse por su valor razonable. En el caso de títulos cotizados, el valor razonable es el de mercado. Cuando existen inversiones dentro del plan cuyo valor razonable no puede estimarse, debe revelarse la razón por la cual no se ha podido usar tal método de valoración.

Los títulos con un valor fijo de reembolso, que han sido adquiridos para cumplir con las obligaciones que el plan tenga en el momento de su vencimiento, o con una parte de las mismas, pueden ser contabilizados por importes basados en su valor de reembolso, de manera que se obtenga una rentabilidad constante hasta el momento del vencimiento.

Cuando no se dispone de valores razonables para algunas inversiones del plan, se revelará en los estados financieros la razón para no usar el valor razonable. Si existen inversiones que no se contabilizan por su valor de mercado o por su valor razonable, este último se revelará también en los estados financieros.

Información a revelar

En la información de un plan de pensiones se debe incluir:

1. Un estado de cambios en los activos netos disponibles.
2. Un resumen de las políticas contables significativas.
3. Una descripción del plan y del efecto de cualquier cambio habido en el plan durante el ejercicio.

Se deben incluir los siguientes datos:

- Un estado de los activos netos para atender prestaciones:
 1. Los activos al final del ejercicio, clasificados adecuadamente.
 2. Las bases de valoración de los activos.
 3. Detalles de cualquier inversión individual que exceda el 5% de los activos netos para atender prestaciones, o el 5% de cualquier clase o categoría de títulos.
 4. Detalles sobre cualquier inversión realizada en la empresa del empleador.
 5. Los pasivos distintos del valor actual actuarial de las prestaciones prometidas por retiro.
- Un estado que muestre la evolución en el ejercicio de los activos netos disponibles para atender al pago de las prestaciones, mostrando lo siguiente:
 1. Las aportaciones del empleador.
 2. Las aportaciones de los empleados.
 3. Los rendimientos de las inversiones, tales como intereses y dividendos.
 4. Los ingresos provenientes de otras fuentes.
 5. Las prestaciones pagadas en el ejercicio o exigibles al final del mismo (detallando, por ejemplo, los planes de prestaciones por retiro, muerte e invalidez, así como las prestaciones satisfechas mediante pagos únicos).
 6. Los gastos de administración y gestión.

7. Otro tipo de gastos.
 8. Los impuestos sobre las ganancias.
 9. Las pérdidas o ganancias por enajenación de inversiones, así como los cambios en el importe en libros de las mismas.
 10. Las transferencias hechas o recibidas de otros planes.
- Una descripción de la política relacionada con la constitución y mantenimiento del fondo.
 - Planes de prestación definida: el valor actual actuarial de las prestaciones prometidas.
 - Planes de aportación definida: una descripción de las principales hipótesis actuariales realizadas y del método utilizado para calcular el valor actual de las prestaciones definidas.

La información del plan puede contener:

1. Los nombres de los empleadores y la identificación de los grupos de empleados cubiertos.
2. El número de partícipes que reciben prestaciones, así como el número de otros partícipes, clasificados convenientemente.
3. El tipo de plan: de aportación definida o de prestación definida.
4. Una nota en la que se precise si los partícipes realizan sus aportaciones al plan.
5. Una descripción de las prestaciones por retiro prometidas a los partícipes.
6. Una descripción de las eventuales condiciones de cese del plan.
7. Los cambios habidos en los puntos 1 y 6 durante el periodo cubierto.

Parte 4ª: Glosario de términos de Inversión Socialmente Responsable (ISR)

Los criterios de responsabilidad social en la implementación de las inversiones de los fondos de pensiones están adquiriendo cada vez más importancia en estas instituciones directamente ligadas al ahorro y la previsión social de las personas, en muchos casos promovidas y/o tuteladas por organizaciones de trabajadores. En este apartado vamos a desarrollar algunos de los principales conceptos de responsabilidad social, haciendo una especial referencia a uno de los aspectos prácticos del ejercicio de esa responsabilidad como es el denominado activismo accionario; es decir, el ejercicio de los derechos de participación (*derechos políticos*) en el gobierno de las empresas.

I: Términos e instituciones relacionadas con la Inversión Socialmente Responsable

RSC: Responsabilidad Social Corporativa/RSE: Responsabilidad Social Empresarial:

La RSE tiene como objetivo la sostenibilidad, basándose en un proceso estratégico e integrador en el que se ven identificados los diferentes agentes de la sociedad afectados por las actividades de la empresa. Para su desarrollo deben establecerse los cauces necesarios para llegar a identificar fielmente a los diferentes grupos de interés y sus necesidades desde una perspectiva global y se deben introducir criterios de responsabilidad en la gestión que afecten a toda la organización y a toda su cadena de valor. Las políticas responsables emprendidas desde la empresa generan unos resultados, medibles a través de indicadores, que deben ser verificados externamente y comunicados de forma transparente.

La RSE es, además del cumplimiento estricto de las obligaciones legales vigentes, la integración voluntaria en su gobierno y gestión, en su estrategia, políticas y procedimientos, de las preocupaciones sociales, laborales, medioambientales y de respeto a los derechos humanos que surgen de la relación y el diálogo transparentes con sus grupos de interés, responsabilizándose así de las consecuencias y los impactos que se derivan de sus acciones.

Una empresa es socialmente responsable cuando responde satisfactoriamente a las expectativas que sobre su funcionamiento tienen los distintos grupos de interés. La RSE se refiere a cómo las empresas son gobernadas respecto a los intereses de sus trabajadores, sus clientes, proveedores, sus accionistas y su impacto ecológico y social en la sociedad en general; es decir, a una gestión de la empresa que respeta a todos sus grupos de interés y supone un planteamiento de tipo estratégico que debe formar parte de la gestión cotidiana de la toma de decisiones y de las operaciones de toda la organización, creando valor en el largo plazo y contribuyendo significativamente a la obtención de ventajas competitivas duraderas. De ahí la importancia de que tanto los órganos de gobierno como la dirección de las empresas asuman la perspectiva de la RSE.

Si bien la responsabilidad social corresponde en primer lugar a las empresas, se extiende a todas las organizaciones que aportan un valor añadido a la sociedad, sean públicas o privadas, con o sin ánimo de lucro.

Inversión Socialmente Responsable (ISR)

Aquella inversión que permite a los inversores combinar los objetivos financieros con sus valores sociales, vinculados a ámbitos de justicia social, desarrollo económico, paz y medio ambiente. Es la exigencia de un comportamiento responsable de las empresas por parte de algunos inversores (fondos de pensiones de los sistemas de empleo principalmente, si bien también hay fondos soberanos, fondos activistas, etc.). Las inversiones socialmente responsables se han convertido en una importante palanca positiva de cambio en este nuevo desarrollo de las empresas.

Criterios ASG (ESG en inglés)

Los inversores, los gestores y los proveedores de servicios profesionales socialmente responsables estiman que las cuestiones sociales, medioambientales y de buen gobierno pueden afectar al rendimiento de las carteras de inversión; por ello, algunos propietarios de activos deciden integrarlas en las políticas de inversión de sus carteras, así como otros analistas, consultores, agencias de ISR y gestores de patrimonio las incorporan en sus análisis y decisiones de inversión.

Principios de ISR de Naciones Unidas

Son seis principios para la Inversión Socialmente Responsable. Los signatarios pueden ser propietarios de activos, gestores de patrimonio y proveedores de servicios profesionales. Los firmantes de los principios se comprometen a:

1. Incorporar las cuestiones ASG en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones.
2. Hacer suyas sistemáticamente las cuestiones ASG e incorporarlas a sus prácticas y políticas de identificación.
3. Pedir a las entidades en las que inviertan la publicación de las informaciones apropiadas sobre las cuestiones ASG.
4. Promover la aceptación y aplicación de los principios en la industria de las inversiones.
5. Colaborar para mejorar nuestra eficacia en la aplicación de los principios.
6. Notificarse mutuamente de sus actividades y progresos en la aplicación de los principios.

En España han firmado los principios:

Propietarios de activos:

BBVA Fondo de Empleo, Fondo de Pensiones Cajasol Empleados, Futurcaval, F. P (empleados de Bancaja), Midat Cyclops F. P, Pensions Caixa 30 FP (empleados de La Caixa).

Gestores de activos:

Arcano Group, Caser Pensiones, EGFP, S. A., Gestión de Previsión y Pensiones, EGFP, S. A.

Proveedores de servicios profesionales:

Novaster.

Más información en: <http://www.unpri.org/principles/spanish.php>

Carbon Disclosure Project (CDP)

Su misión es recopilar y distribuir información que incentive a los inversores, a las empresas y gobiernos a tomar acción para prevenir el cambio climático.

Comité sobre el Capital de los Trabajadores (CWC)

Constituido en Bruselas el 11 de mayo de 2000 por representantes de CIOSL y sus organizaciones afiliadas, Federaciones Sindicales Internacionales y el Comité Asesor Sindical (TUAC) de la OCDE. Es un foco de atención para el intercambio informativo y de actuación de los sindicatos sobre temas cruciales relativos a las inversiones del capital de los trabajadores, como los fondos de pensiones y ahorros de retiro.

En la actualidad, este comité orienta su labor hacia cuatro ejes:

1. La educación y la capacitación de los representantes y/o fideicomisarios en los fondos de pensiones.
2. Normas de buen gobierno de las corporaciones y del mercado financiero.
3. Activismo accionarial en la rendición de cuentas de las corporaciones y de los administradores de inversiones.
4. La inversión enfocada económicamente a los sectores público y privado.

Instituto EURES

El Instituto EURES está formado por entidades aseguradoras de la economía social.

EURESACTIV´ Network of Responsible Investment: Red de inversión responsable establecida en 2008 a través de un acuerdo de colaboración entre el Instituto EURES y el Comité sobre el Capital de los Trabajadores en 2008:

1. Miembros del Instituto EURES: DEVK Versicherungen (Alemania), Folksam (Suecia), Macif, Maif y Matmut (Francia), P&V (Bélgica), Unipol Gruppo Finanziario (Italia), OFI Asset Management (Francia).
2. Miembros del CWC: Comité Sindical Nacional de Retirados Bâtirente, Fondos de Trabajadores de la Fundación CSN y SHARE (Canadá), CCOO (España).
3. Intercambio de información de juntas de accionistas de Bélgica, Canadá, España, Francia, Luxemburgo, Alemania, Suecia y Reino Unido.

EuroSIF

Foro europeo para la promoción de la ISR. Coordina distintos foros nacionales o grupos de trabajo para la promoción de la ISR formados por entidades interesadas por la

ISR: entidades financieras, gestores de fondos y centros de investigación universitaria, sindicatos y ONG.

SpainSIF

Foro español, creado en junio de 2009, para la promoción de la ISR. Está formado por entidades interesadas por la ISR: entidades financieras, gestores de fondos, centros de investigación universitaria, sindicatos y ONG.

AENOR

Asociación Española para la Estandarización y Certificación (en todos los sectores industriales y de servicios). Fue designada para llevar a cabo estas actividades por la Orden del Ministerio de Industria y Energía de 26 de febrero de 1986, de acuerdo con el Real Decreto 1614/1985, y reconocida como organismo de normalización y para actuar como entidad de certificación por el Real Decreto 2200/1995, en desarrollo de la Ley 21/1992 de Industria.

Consejo Estatal de la RSE

Órgano asesor y consultivo del Gobierno. En él participan representantes de las organizaciones empresariales, los sindicatos y otras organizaciones representativas de las distintas sensibilidades existentes en la sociedad y las Administraciones Públicas.

II: La participación en las juntas de accionistas

Al menos anualmente, las sociedades cotizadas convocan a sus accionistas a juntas generales en las que tienen que aprobar distintos puntos que van desde la aprobación de las cuentas anuales a otros más específicos. Algunos de estos asuntos son propuestos por un grupo de accionistas que posean más del 5% del capital social de la empresa.

Los fondos de pensiones, como inversores institucionales, están obligados a participar en dichas juntas sea asistiendo a las asambleas o emitiendo su voto a distancia.

Uno de los criterios que desde el Área se ha impulsado es el buen gobierno corporativo. No obstante, la terminología habitual resulta confusa, en ocasiones, por lo que a continuación se va a proceder a aclarar los términos más importantes que se suelen encontrar tanto en las comunicaciones del Área como en las memorias de sostenibilidad de las empresas.

Junta general de accionistas

Las juntas pueden ser ordinarias o extraordinarias, y se convocan por el consejo de administración. La junta ordinaria es la que debe reunirse dentro de los seis primeros meses de cada ejercicio para censurar la gestión social, aprobar, en su caso, las cuentas del ejercicio anterior y resolver sobre la aplicación del resultado, así como cualquier otro asunto incluido en el orden del día.

Código Unificado de Buen Gobierno (Código Conthe)

Armoniza y actualiza las recomendaciones de los informes Olivencia y Aldama sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas, así como también formula algunas recomendaciones complementarias a estos informes.

● Características del Código Unificado

- *Voluntariedad, con sujeción al principio de «cumplir o explicar»:* Obliga a las sociedades cotizadas españolas a consignar en su Informe Anual de Gobierno Corporativo «el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones».
- *Definiciones vinculantes:* Las sociedades cotizadas son libres para seguir o no las recomendaciones de buen gobierno, pero al informar sobre si las cumplen o no deberán respetar el significado que este código atribuye a los conceptos que emplea para formularlas.
- *Evaluación por el mercado:* Corresponderá a los accionistas, a los inversores y, en general, a los mercados valorar las explicaciones que las sociedades cotizadas den sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones.

Generalidad: El código está dirigido a la generalidad de las sociedades cotizadas, con independencia de su tamaño y nivel de capitalización.

● Definiciones del código

- *Alto directivo:* Aquellos directivos que tengan dependencia directa del consejo o del primer ejecutivo de la compañía y, en todo caso, el auditor interno.
- *Participaciones significativas:* Las participaciones que tengan esa consideración legal. En la actualidad, las superiores al 3% del capital social.
- *Consejero ejecutivo:* Aquellos consejeros que desempeñen funciones de alta dirección o sean empleados de la sociedad o de su grupo. No obstante, los con-

sejeros que sean altos directivos o consejeros de entidades matrices de la sociedad tendrán la consideración de dominicales.

– *Consejero dominical*: Se consideran consejeros dominicales:

a) Aquellos que posean una participación accionarial superior o igual a la que se considere legalmente como significativa o que hubieran sido designados por su condición de accionistas, aunque su participación accionarial no alcance dicha cuantía.

b) Quienes representen a accionistas de los señalados en la letra precedente.

– *Consejeros independientes*: Se considerarán consejeros independientes aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

Comisiones de supervisión y control

– *Comité de auditoría*: Debe supervisar la función de auditoría interna de la sociedad y ejercer importantes funciones en materia de gestión de riesgos. A fin de establecer vías de contacto más estrechas y directas entre el comité de auditoría y los accionistas, se recomienda que sea el propio presidente del comité de auditoría quien informe a la junta general sobre las reservas o salvedades que existan en el informe de los auditores externos. Los miembros del comité de auditoría deberían tener conocimientos contables, financieros e incluso de gestión (por ejemplo, para poder pronunciarse con fundamento sobre «operaciones vinculadas»).

– *Comisiones de nombramientos y retribuciones*: La comisión de nombramientos, aunque subordinada a las decisiones últimas del consejo, auxilia a éste, en general, en el nombramiento y retribución de los consejeros. Permite aliviar los potenciales conflictos de interés del consejo en pleno cuando tiene que nombrar a consejeros. A tal fin, el código establece que los candidatos a consejeros independientes sean siempre propuestos al consejo por la comisión de nombramientos, mientras que el resto de consejeros vayan siempre informados por ella.

Por la especial trascendencia que el código atribuye a la comisión de nombramientos en la designación de consejeros independientes, el código contempla que la comisión de nombramientos no sólo esté compuesta por consejeros externos, sino que además los independientes sean mayoría.

ANEXOS

Anexo I: Regulación

Régimen de Inversiones de los Fondos de Pensiones⁷

Artículo 69. Principios generales de las inversiones

1. Los activos de los fondos de pensiones serán invertidos en interés de los partícipes y beneficiarios. En caso de conflicto de intereses, se dará prioridad a la protección del interés de partícipes y beneficiarios.
2. Los activos del fondo de pensiones deberán cumplir con todo lo previsto en este Reglamento y, en todo caso, estarán invertidos de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación, dispersión, liquidez, congruencia monetaria y de plazos adecuados a sus finalidades.
3. La gestión de inversiones será realizada por personas honorables que posean la adecuada cualificación y experiencia profesional. Concorre honorabilidad en quienes hayan venido observando una trayectoria de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales, financieras y bancarias.
4. La comisión de control del fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora, elaborará por escrito una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión. A dicha declaración se le dará suficiente publicidad.

Dicha declaración se referirá, al menos, a cuestiones tales como los métodos de medición de los riesgos inherentes a las inversiones y los procesos de gestión del control de dichos riesgos, así como la colocación estratégica de activos con respecto a la naturaleza y duración de sus compromisos, y deberá ser revisada cuando se produzcan cambios significativos en ella y, en todo caso, como consecuencia de las modificaciones que deban realizarse en función de las conclusiones de la revisión financiero actuarial.

⁷ Capítulo IV: «Régimen de Inversiones de los Fondos de Pensiones» del RD 304/2004, Reglamento de Planes y Fondos y modificaciones del RD 1684/2007.

5. Los activos de los fondos de pensiones se invertirán mayoritariamente en valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados regulados. Las inversiones en activos que no puedan negociarse en mercados regulados deberán, en todo caso, mantenerse dentro de niveles prudenciales.

Los activos afectos a la cobertura de las provisiones técnicas se invertirán de manera adecuada a la naturaleza y duración de las futuras prestaciones previstas de los planes de pensiones.

A estos efectos, se consideran mercados regulados aquellos establecidos dentro del ámbito de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), que cumplan las condiciones exigidas por la Directiva 2004/39/CE (LCEur 2004/1848 y LCEur 2005, 289), relativa a los mercados de instrumentos financieros, y aquellos otros que, en su caso, determinen las autoridades españolas de control financiero, por entender que sus condiciones de funcionamiento son equivalentes a las fijadas en la citada normativa comunitaria.

También se considerarán incluidos en esta categoría los mercados organizados de derivados. Se entenderá por tales aquellos mercados radicados en Estados miembros de la OCDE en los que se articule la negociación de los instrumentos de forma reglada, dispongan de un sistema de depósitos de garantía actualizables diariamente en función de las cotizaciones registradas o de ajuste diario de pérdidas y ganancias, exista un centro de compensación que registre las operaciones realizadas y se interponga entre las partes contratantes actuando como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador.

6. La comisión de control del fondo de pensiones deberá ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes y beneficiarios, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo con relevancia cuantitativa y carácter estable, especialmente el derecho de participación y voto en las juntas generales.

Dichos derechos los ejercerá la comisión de control del fondo, directamente o a través de la entidad gestora, que seguirá las indicaciones de dicha comisión o lo dispuesto en las normas de funcionamiento del fondo.

En cualquier caso, en el informe de gestión anual del fondo de pensiones se deberá dejar constancia de la política de la comisión de control del fondo, o en su caso de la entidad gestora, con relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores integrados en el fondo de pensiones.

7. A efectos de lo dispuesto en el presente capítulo, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las sociedades que se encuentren en los supuestos contempla-

dos en el artículo 4RCL 1988/1644 de la Ley 24/1988, de 28 de junio (RCL 1988/1644 y RCL 1989, 1149, 1781), del Mercado de Valores.

8. Los activos que integran el patrimonio del fondo de pensiones corresponden colectiva y proporcionalmente a todos los planes adscritos al mismo y a todos los partícipes y beneficiarios de éstos, a excepción del supuesto previsto en el artículo 65, y los derivados del aseguramiento o garantía del plan o de sus prestaciones, y de las obligaciones y responsabilidades contractuales derivadas del mismo.

También se exceptúa de esta regla general la atribución de la rentabilidad pactada respecto de la amortización del déficit o de los fondos pendientes de trasvase en planes de reequilibrio formalizados al amparo de las disposiciones transitorias cuarta RCL 1988/1644 , quinta RCL 1988/1644 y sexta RCL 1988/1644 de la ley.

No obstante, el Ministro de Economía y Hacienda podrá regular las condiciones bajo las cuales podrá efectuarse la asignación específica de activos o carteras de un plan de pensiones de empleo a diferentes subplanes o colectivos integrados en éste.

Sin perjuicio de lo anterior, el Ministro de Economía y Hacienda podrá regular las condiciones en que podrán asignarse inversiones del patrimonio del fondo de pensiones de empleo con el fin de utilizar su tasa interna de rendimiento como tipo de interés técnico.

Artículo 70. Inversiones aptas de los fondos de pensiones

Son activos aptos para la inversión de los fondos de pensiones:

1. Valores e instrumentos financieros de renta fija y variable de cualquier tipo, incluidos los que puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, cuando habiendo sido admitidos a negociación en mercados regulados, sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

En todo caso, se entenderá que los referidos valores e instrumentos financieros son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, cuando se cumpla alguno de los siguientes requisitos:

- a) Cuando se trate de valores e instrumentos financieros de renta variable que se negocien electrónicamente o que formen parte del índice representativo del mercado en el que se negocien.

- b) Cuando se trate de valores e instrumentos financieros de renta fija respecto de los que sea posible obtener cotización en alguna de las tres últimas sesiones del mercado previas a la fecha de elaboración de los estados contables.
- c) Cuando se trate de valores e instrumentos financieros de renta fija respecto de los que, al menos, un agente financiero actuando por cuenta propia ofrezca públicamente precios con fines de negociación y cierre de operaciones que se ajusten a las condiciones vigentes en el mercado en cada momento. Los agentes financieros deberán cumplir los requisitos que a los efectos disponga el Ministerio de Economía y Hacienda.

Los valores e instrumentos financieros negociables de renta fija o variable de nueva emisión serán provisionalmente aptos en el caso de que la entidad emisora tuviera valores de la misma clase emitidos con anterioridad a que se negocien en tales mercados. La aptitud provisional cesará si en el plazo de un año desde su emisión no llegasen a cumplir los requisitos requeridos a tal efecto.

A dichos valores e instrumentos financieros se equiparán aquellos en cuyas condiciones de emisión conste el compromiso de solicitar la admisión a negociación, siempre que el plazo inicial para cumplir dicho compromiso sea inferior a seis meses. En el caso de que no se produzca su admisión a negociación en el plazo de seis meses desde que se solicite, o no se cumpla el compromiso de presentar en el plazo determinado la correspondiente solicitud de admisión, deberá reestructurarse la cartera en los dos meses siguientes al término de los plazos antes señalados.

- 2. Activos financieros estructurados. Se entenderá por activo financiero estructurado aquel activo compuesto por combinación de dos o más activos, instrumentos derivados o combinación de ambos que se instrumenten a través de un único negocio jurídico, en los términos y condiciones que se establezcan por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Los activos financieros estructurados, tal y como quedan delimitados en el presente Reglamento y en sus normas de desarrollo, sólo podrán ser considerados aptos para la inversión de los fondos de pensiones en aplicación de este apartado.

- 3. Las acciones y participaciones de las siguientes instituciones de inversión colectiva:
 - a) Instituciones de inversión colectiva establecidas en el Espacio Económico Europeo y sometidas a coordinación de conformidad con la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985 (LCEur 1985/1384).

- b) Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero que, no encontrándose incluidas en el apartado anterior, estén reguladas en la Ley 35/2003 (RCL 2003/2601), de Instituciones de Inversión Colectiva, y demás disposiciones de desarrollo.
- c) Instituciones de inversión colectiva inmobiliarias que tengan su sede o estén radicadas en un Estado del Espacio Económico Europeo siempre que la institución esté sujeta a autorización y supervisión por una autoridad de control.
- d) Instituciones de inversión colectiva distintas a las recogidas en las letras a), b) y c) del presente apartado siempre que sean de carácter financiero y cumplan los siguientes requisitos:
- 1º Sus acciones o participaciones no presenten ninguna limitación a su libre transmisión.
 - 2º Tengan su sede o estén radicadas en algún país miembro de la OCDE en el que no concurra el carácter de paraíso fiscal.
 - 3º Que sus estados financieros sean objeto de auditoría anual; tal auditoría será externa e independiente. En el momento de la inversión, deberá constar la opinión favorable del auditor respecto del último ejercicio de referencia.
 - 4º Que ni individualmente ni de manera conjunta con el resto de los fondos de pensiones gestionados por la misma entidad gestora, la inversión pueda suponer el ejercicio, en la práctica, del control sobre la institución en la que se invierte.
 - 5º La inversión no podrá tener lugar en instituciones cuyos socios, administradores o directivos o, en su caso, los socios, administradores o directivos de la sociedad gestora de la institución de inversión colectiva en la que se pretende invertir tengan, de manera individual o de forma conjunta, directamente o a través de personas interpuestas, una participación significativa en el grupo de la entidad gestora del fondo de pensiones inversor.
 - 6º La inversión no podrá tener lugar en instituciones en las que, bien la propia institución de inversión colectiva, bien su entidad gestora, formen parte del grupo económico de la entidad gestora del fondo de pensiones o de los promotores de los planes de pensiones integrados en los fondos gestionados.

Las acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva, tal y como quedan delimitadas en el presente Reglamento, sólo podrán ser consideradas aptas para la inversión de los fondos de pensiones en aplicación de este apartado.

A los efectos de la normativa de planes y fondos de pensiones tendrán la consideración de instituciones de inversión colectiva las siguientes:

- a) Las instituciones de inversión colectiva que tengan en España su domicilio en el caso de sociedades, o que se hayan constituido en España y cuya sociedad gestora esté domiciliada en España, en el caso de fondos.
- b) Cualquier otra institución, entidad, instrumento o vehículo de inversión que pueda ser considerado como institución de inversión colectiva de tipo abierto, entendiéndose por tal aquella cuyo objeto sea la inversión colectiva de los fondos captados entre el público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y cuyas unidades, a petición del tenedor, sean recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente con cargo a los activos de estas instituciones. Se equipara a estas recompras o reembolsos el hecho de que una Institución de inversión colectiva actúe a fin de que el valor de sus acciones o participaciones en un mercado secundario oficial o en cualquier otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea no se desvirtúe sensiblemente de su valor liquidativo.

No tendrán la consideración de instituciones de inversión colectiva aquellas entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto que, estando domiciliadas en un Estado miembro de la OCDE, ejerzan, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, las actividades típicas de las entidades de capital riesgo previstas en el artículo 2RCL 2005/2299 de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre (RCL 2005/2299), Reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras.

- 4. Depósitos en entidades de crédito que sean a la vista o a plazo, en cuyo caso tendrán un vencimiento no superior a doce meses y podrán hacerse líquidos en cualquier momento sin que el principal del depósito pueda verse comprometido en caso de liquidez anticipada. La entidad de crédito depositaria deberá tener su sede en un Estado miembro de la Unión Europea, y los depósitos deberán estar nominados en monedas que se negocien en mercados de divisas de la OCDE.
- 5. Bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios que reúnan los requisitos establecidos en el apartado 10 del artículo 50 RCL 1998/2760 del Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre (RCL 1998/2760).
- 6. Créditos hipotecarios, siempre que se trate de primera hipoteca y ésta esté constituida sobre inmuebles que reúnan los requisitos establecidos en el apartado anterior. Deberán cumplirse, además, todos los requisitos que resultaren exigibles por la legislación hipotecaria.

Créditos frente a la Hacienda Pública por retenciones a cuenta del Impuesto sobre Sociedades.

Créditos pignoraticios, siempre que el objeto de la garantía sea también un activo apto para la inversión de los fondos de pensiones.

7. Instrumentos derivados en los términos y con los requisitos previstos en este Reglamento y en su normativa de desarrollo.
8. Las acciones y participaciones de las entidades de capital riesgo reguladas en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, Reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Sociedades Gestoras.
9. Valores e instrumentos financieros de renta fija y variable distintos de los previstos en el apartado 1 de este artículo, en los siguientes términos:

a) Valores e instrumentos financieros no cotizados en mercados regulados o que estando admitidos a negociación en mercados regulados, no sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

- 1º No podrán presentar ninguna limitación a su libre transmisión.
- 2º Deberán haber sido emitidos por entidades con sede social en algún país miembro de la OCDE en el que no concorra el carácter de paraíso fiscal.
- 3º La entidad emisora de los valores o instrumentos financieros deberá auditar sus estados financieros anualmente; tal auditoría será externa e independiente. En el momento de la inversión, deberá constar la opinión favorable del auditor respecto del último ejercicio de referencia.
- 4º Ni individualmente ni de manera conjunta con el resto de los fondos de pensiones gestionados por la misma entidad gestora, la inversión en valores e instrumentos financieros no contratados en mercados regulados podrá suponer el ejercicio, en la práctica, del control sobre la entidad en la que se invierte.
- 5º La inversión no podrá tener lugar en entidades cuyos socios, administradores o directivos tengan, de manera individual o de forma conjunta, directamente o a través de personas interpuestas, una participación significativa en el grupo de la entidad gestora. Tampoco se podrán realizar inversiones en valores emitidos por sociedades que hayan sido financiadas por el grupo económico de la entidad gestora o de los promotores de los planes integrados en los fondos gestionados y que vayan a destinar la financiación recibida de los fondos a amortizar directa o indirectamente los créditos otorgados por las empresas de los grupos citados.

A estos efectos, se entenderá que la operación se realiza por persona o entidad interpuesta cuando se ejecuta por persona unida por vínculo de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad, hasta el cuarto grado inclusive, por mandatarios o fiduciarios o por cualquier sociedad en que los citados consejeros, administradores, directores, entidades o integrantes

de la comisión de control tengan, directa o indirectamente, un porcentaje igual o superior al 25 por 100 del capital o ejerzan en ella funciones que impliquen el ejercicio del poder de decisión.

Queda prohibida la inversión de los fondos de pensiones en valores o instrumentos financieros no cotizados emitidos por el grupo económico de la gestora o de los promotores de los planes de pensiones integrados en los fondos gestionados.

b) Acciones y participaciones de entidades de capital riesgo distintas de las contempladas en el apartado 8 de este mismo artículo siempre que cumplan todos los requisitos previstos en la letra a) anterior de este mismo apartado con las siguientes especialidades:

1º No tendrán la consideración de limitaciones a la libre transmisión aquellas cláusulas o pactos expresos que establezcan un derecho de adquisición preferente ajustado a condiciones de mercado a favor de los accionistas o partícipes de la entidad de capital riesgo o que exijan una autorización previa de la transmisión por parte de la entidad gestora o del consejo de administración de la entidad de capital riesgo, siempre que en el contrato de adquisición o folleto informativo correspondiente se enumeren las causas objetivas de denegación y tales causas versen exclusivamente sobre las condiciones que deben reunir los potenciales adquirentes de la participación en la entidad de capital riesgo.

2º Sin perjuicio del deber de auditoría anual, externa e independiente de los estados financieros de la entidad de capital riesgo en la que se pretenda invertir, cuando dicha entidad de capital riesgo sea de nueva constitución, la entidad gestora de la misma deberá serlo de, al menos, otra entidad de capital riesgo ya existente que cumpla con el requisito anterior de auditoría anual, externa e independiente de los estados financieros, con opinión favorable del auditor respecto del último ejercicio completo concluido.

A los efectos de esta letra b), tendrán la consideración de entidades de capital riesgo aquellas entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, estando domiciliadas en un Estado miembro de la OCDE, ejerzan, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, las actividades típicas de las entidades de capital riesgo previstas en el artículo 2RCL 2005/2299 de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, Reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras.

c) Instrumentos del mercado monetario, siempre que sean líquidos y tengan un valor que pueda determinarse con precisión en todo momento, no negociados en un mercado regulado, siempre que se cumplan alguno de los siguientes requisitos:

1º Que estén emitidos o garantizados por el Estado, las Comunidades Autónomas, las entidades locales, el Banco de España, el Banco Central Europeo, la Unión Europea, el Banco Europeo de Inversiones, el banco central de alguno de los Estados miembros, cualquier Administración pública de un Estado miembro, o por un organismo público internacional al que pertenezcan uno o más Estado miembros.

2º Que estén emitidos por una empresa cuyos valores se negocien en un mercado regulado.

3º Que estén emitidos o garantizados por una entidad del ámbito de la OCDE sujeta a supervisión prudencial.

A los efectos de este párrafo 9.c), se considerarán instrumentos del mercado monetario aquellos activos de renta fija cuyo plazo de vencimiento sea inferior a 18 meses. Además se considerarán líquidos si existen mecanismos para realizarlos a su valor de mercado o si existe un compromiso de recompra por parte del emisor o de una entidad financiera.

10. Provisiones matemáticas en poder de entidades aseguradoras, en los casos en que el fondo de pensiones tenga integrados uno o varios planes de pensiones total o parcialmente asegurados.

11. Fondos de pensiones abiertos.

12. Deudas de promotores de los planes de pensiones integrados en el fondo de pensiones correspondientes a fondos pendientes de trasvase o a un déficit pendiente de amortizar en virtud de planes de reequilibrio.

13. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer las condiciones que hayan de reunir otros activos no enumerados anteriormente para su consideración como aptos para la inversión por parte de los fondos de pensiones.

Artículo 71. Operaciones con derivados

1. Los fondos de pensiones podrán operar, en los términos previstos en este Reglamento, con instrumentos derivados con alguna de las siguientes finalidades:

a) Asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera de instrumentos financieros o de los instrumentos derivados titularidad del fondo de pensiones.

b) Como inversión, adquiridos sin finalidad de cobertura.

2. Los fondos de pensiones deberán mantener en todo momento una política razonable de diversificación del riesgo de contraparte teniendo en cuenta para ello las situaciones de concentración de riesgos que pudieran plantearse en el futuro. En todo caso, las posiciones en derivados estarán sujetas, conjuntamente con los valores emitidos o avalados por una misma entidad o por las pertenecientes a un mismo grupo, a los límites establecidos en el artículo 72 RCL 2004/514 de este Reglamento.
3. Los fondos de pensiones deberán valorar diariamente a precios de mercado sus operaciones en derivados.
4. Las comisiones de control, las entidades promotoras o en su caso las entidades gestoras y depositarias extremarán la diligencia en lo referente a la contratación de instrumentos derivados, para lo que será preciso que establezcan los adecuados mecanismos de control interno que permitan verificar que dichas operaciones son apropiadas a sus objetivos y que disponen de los medios y experiencia necesarios para llevar a cabo tal actividad.
5. El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer las condiciones generales necesarias que hayan de reunir los instrumentos derivados para su consideración como aptos para la inversión por parte de los fondos de pensiones.

Artículo 71 bis. Instrumentos derivados contratados con finalidad de cobertura

A los efectos de lo dispuesto en el artículo 71 RCL 2004/514 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, se entenderá que un instrumento derivado ha sido contratado para asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera de activos o de otros instrumentos derivados titularidad del fondo de pensiones siempre que se cumplan simultáneamente las siguientes condiciones:

- a) Que existiendo elementos patrimoniales u otras operaciones que contribuyan a exponer al fondo de pensiones a un riesgo, aquellas operaciones tengan por objeto eliminar o reducir significativamente ese riesgo.
- b) Que los activos cubiertos y sus instrumentos de cobertura sean identificados explícitamente desde el nacimiento de la citada cobertura.
- c) Que el subyacente del derivado de cobertura sea el mismo que el correspondiente al riesgo de los elementos que se están cubriendo.

En caso contrario, deberá acreditarse la existencia, dentro de los márgenes generalmente aceptados para calificar como eficaz una operación de cobertura en la

legislación contable española, de una relación estadística válida y verificable en los dos últimos años entre el subyacente del derivado de cobertura y el instrumento cubierto.

Artículo 71 ter. Instrumentos derivados contratados como inversión

Los instrumentos derivados contratados como inversión, bien directamente o bien formando parte de un producto estructurado, no podrán exponer al fondo de pensiones a pérdidas potenciales o reales que superen el patrimonio neto del fondo de pensiones.

Por pérdidas potenciales habrá de entenderse la mayor pérdida que puede tener el fondo de pensiones en el peor de los escenarios probables. A estos efectos, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones establecerá los requisitos, hipótesis y condiciones que habrán de cumplir los modelos internos con los que deberá contar la entidad gestora para estimar el valor en riesgo en la utilización de instrumentos derivados contratados como inversión.

Como alternativa a los modelos internos de valor en riesgo exigibles a la entidad gestora en la utilización de instrumentos derivados contratados como inversión, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones podrá establecer una metodología estándar de cálculo de máxima pérdida potencial que incluirá las condiciones para la cobertura y compensación de posiciones, el reconocimiento de las garantías aportadas y el tipo de activos en los que deberá materializarse.

Artículo 72. Criterios de diversificación, dispersión y congruencia de las inversiones

Las inversiones de los fondos de pensiones estarán, en todo momento, suficientemente diversificadas, de forma que se evite la dependencia excesiva de una de ellas, de un emisor determinado o de un grupo de empresas, y las acumulaciones de riesgo en el conjunto de la cartera, debiendo cumplir, en todo momento, las condiciones establecidas en los apartados siguientes:

- a) Al menos el 70 por 100 del activo del fondo de pensiones se invertirá en valores e instrumentos financieros susceptibles de tráfico generalizado e impersonal que estén admitidos a negociación en mercados regulados, en instrumentos derivados negociados en mercados organizados, en depósitos bancarios, en créditos con garantía hipotecaria, en inmuebles y en instituciones de inversión colectiva inmobiliarias. También se podrán incluir en el referido porcentaje las acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva sometidas a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre (RCL 2006/2123), de Instituciones de Inversión Colectiva o a la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985

(LCEur 1985/1384), siempre que, tratándose de fondos de inversión, sus participaciones o bien tengan la consideración de valores cotizados o bien estén admitidas a negociación en mercados regulados, y, tratándose de sociedades de inversión, sus acciones sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal y estén admitidas a negociación en mercados regulados.

No se incluirán en el citado porcentaje las acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva de inversión libre sometidas a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y su normativa de desarrollo.

b) La inversión en valores o instrumentos financieros emitidos por una misma entidad, más los créditos otorgados a ella o avalados o garantizados por la misma, no podrá exceder del 5 por 100 del activo del fondo de pensiones.

No obstante, el límite anterior será del 10 por 100 por cada entidad emisora, prestataria o garante, siempre que el fondo no invierta más del 40 por 100 del activo en entidades en las que se supere el 5 por 100 del activo del fondo.

El fondo podrá invertir en varias empresas de un mismo grupo, no pudiendo superar la inversión total en el grupo el 10 por 100 del activo del fondo.

Ningún fondo de pensiones podrá tener invertido más del 2 por 100 de su activo en valores o instrumentos financieros no admitidos a cotización en mercados regulados o en valores o instrumentos financieros que, estando admitidos a negociación en mercados regulados, no sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal, cuando estén emitidos o avalados por una misma entidad. El límite anterior será de un 4 por 100 para los citados valores o instrumentos financieros cuando estén emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

No estarán sometidos a los límites previstos en esta letra b) los depósitos en entidades de crédito, sin perjuicio de la aplicación del límite conjunto al que se refiere la letra f) de este artículo.

c) La inversión en instituciones de inversión colectiva de carácter financiero estará sujeta a los siguientes límites:

1º La inversión en una sola institución de inversión colectiva de las previstas en las letras a) y b) del artículo 70.3 RCL 2004/514 podrá llegar hasta el 20 por 100 del activo del fondo de pensiones siempre que, tratándose de fondos de inversión, sus participaciones o bien tengan la consideración de valores cotizados o bien estén admitidas a negociación en mercados regulados, y, tratándose de sociedades de inversión, sus acciones sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal y estén admitidas a negociación en mercados regulados.

2º La inversión en una sola institución de inversión colectiva de las previstas en las letras a) y b) del artículo 70.3 RCL 2004/514 cuando no cumplan los requisitos previstos en el párrafo anterior, o de las previstas en la letra d) del mismo artículo 70.3, o en una sola institución de inversión colectiva de inversión libre o institución de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre no podrá superar el 5 por 100 del activo del fondo de pensiones.

Los límites previstos en esta letra para la inversión en una misma institución de inversión colectiva serán, asimismo, aplicables para la inversión del fondo de pensiones en varias instituciones de inversión colectiva cuando éstas estén gestionadas por una misma entidad gestora de instituciones de inversión colectiva o por varias pertenecientes al mismo grupo.

d) Los instrumentos derivados estarán sometidos, en los términos previstos en la letra b) de este artículo, a los límites de dispersión por el riesgo de mercado asociado a la evolución del subyacente, salvo que éste consista en instituciones de inversión colectiva, en tipos de interés, en tipos de cambio o en índices de referencia que cumplan como mínimo las siguientes condiciones:

1ª Tener una composición suficientemente diversificada.

2ª Tener una difusión pública adecuada.

3ª Ser de uso generalizado en los mercados financieros.

Los instrumentos derivados cuyos subyacentes sean materias primas estarán sometidos por el riesgo de mercado a los límites previstos en los dos primeros párrafos de la letra b) de este mismo artículo. Para la aplicación de los límites de diversificación y dispersión asociados al riesgo de mercado, los instrumentos derivados que tengan la consideración de instrumentos de cobertura se considerarán atendiendo a la posición neta.

Asimismo, los instrumentos derivados no negociados en mercados regulados en los términos descritos en el último párrafo del artículo 69.5 RCL 2004/514 de este Reglamento estarán sometidos a los límites previstos en el penúltimo párrafo de la letra b) de este mismo artículo por el riesgo de contraparte asociado a la posición.

El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer normas específicas sobre la incidencia de los instrumentos derivados en el cómputo de los límites establecidos en este artículo, así como la aplicación de límites, condiciones y normas de valoración a las operaciones con dichos instrumentos.

e) Los límites previstos en las letras a) a d) anteriores no serán de aplicación cuando en la declaración comprensiva de los principios de la política de inversión del fondo de pensiones se establezca que éste tiene por objeto desarrollar una política de inversión que o bien replique o reproduzca, o bien tome como referencia un determinado índice bursátil o de renta fija representativo de uno o varios mercados radicados en un Estado miembro o en cualquier otro Estado, o de valores negociados en ellos.

El mercado o mercados donde coticen las acciones u obligaciones que componen el índice deberán reunir unas características similares a las exigidas en la legislación española para obtener la condición de mercado secundario oficial.

El índice deberá reunir, como mínimo, las siguientes condiciones:

1ª Tener una composición suficientemente diversificada.

2ª Resultar de fácil reproducción.

3ª Ser una referencia suficientemente adecuada para el mercado o conjunto de valores en cuestión.

4ª Tener una difusión pública adecuada.

En el caso de que la política de inversión consista en replicar o reproducir el índice, la inversión en acciones u obligaciones del mismo emisor o grupo de emisores podrá alcanzar el 20 por 100 del activo del fondo de pensiones. Este límite se podrá ampliar al 35 por 100 para un único emisor o grupo de emisores cuando concurren circunstancias excepcionales en el mercado que habrán de ser valoradas por las autoridades españolas de control financiero.

En el caso de que la política de inversión consista en tomar como referencia el índice, la inversión en acciones u obligaciones del mismo emisor o grupo de emisores podrá alcanzar el 10 por 100 del activo del fondo de pensiones. Asimismo, se podrá comprometer otro 10 por 100 adicional del activo del fondo de pensiones en tales valores siempre que se haga mediante la utilización de instrumentos financieros derivados negociados en mercados organizados de derivados.

La máxima desviación permitida respecto al índice que se replica o reproduce, o es tomado como referencia y su fórmula de cálculo será conforme a los criterios que a este respecto establezcan las autoridades españolas de control financiero.

f) La inversión en los valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por una misma entidad, las posiciones frente a ella en instrumentos derivados y los depó-

sitos que el fondo de pensiones tenga en dicha entidad no podrán superar el 20 por 100 del activo del fondo de pensiones. El citado límite también será aplicable a varias entidades que formen parte de un mismo grupo.

Para la aplicación del límite contenido en esta letra no se tendrán en cuenta las acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva ni las participaciones en fondos de pensiones abiertos cuando unas u otros estén gestionados por una misma entidad o grupo de ellas.

- g) Los fondos de pensiones no podrán invertir más del 5 por 100 de su activo en valores o instrumentos financieros emitidos por entidades del grupo al que pertenezca el promotor o promotores de los planes de empleo en él integrados.
- h) La inversión de los fondos de pensiones en valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por una misma Entidad no podrá exceder del 5 por 100, en valor nominal, del total de los valores e instrumentos financieros en circulación de aquella.

Este límite se elevará al 20 por 100 en los siguientes casos:

- 1º Para acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva de las previstas en las letras a) y b) del artículo 70.3 RCL 2004/514 siempre que, tratándose de fondos de inversión, sus participaciones o bien tengan la consideración de valores cotizados o bien estén admitidas a negociación en mercados regulados, y tratándose de sociedades de inversión, sus acciones estén admitidas a negociación en mercados regulados.
- 2º Para valores o participaciones emitidos por sociedades o fondos de capital riesgo autorizados a operar en España conforme a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre (RCL 2005/2299) .

Los límites establecidos en los párrafos anteriores no serán de aplicación a los valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por el Estado o sus organismos autónomos, por las Comunidades Autónomas, corporaciones locales o por Administraciones públicas equivalentes de Estados pertenecientes a la OCDE, o por las instituciones u organismos internacionales de los que España sea miembro y por aquellos otros que así resulte de compromisos internacionales que España pueda asumir, siempre que la inversión en valores de una misma emisión no supere el 10 por 100 del saldo nominal de ésta.

- i) La inversión en inmuebles, créditos hipotecarios, derechos reales inmobiliarios, acciones y participaciones en instituciones de inversión colectiva inmobiliaria y en

aquellas participaciones en el capital social de sociedades que tengan como objeto social exclusivo la tenencia y gestión de inmuebles y cuyos valores no estén admitidos a cotización en mercados regulados no podrá exceder del 30 por 100 del activo del fondo de pensiones.

No se podrá invertir más del 10 por 100 del activo del fondo de pensiones en un solo inmueble, crédito hipotecario, derecho real inmobiliario o en acciones o participaciones del capital social de una sociedad o grupo de ellas que tenga como objeto social exclusivo la tenencia y gestión de inmuebles y cuyos valores no estén admitidos a cotización en mercados regulados. Este límite será aplicable, así mismo, sobre aquellos inmuebles, derechos reales inmobiliarios, créditos hipotecarios o sociedades lo suficientemente próximos y de similar naturaleza que puedan considerarse como una misma inversión.

La inversión en una sola institución de inversión colectiva inmobiliaria podrá llegar hasta el 20 por 100 del activo del fondo de pensiones. Este límite también será aplicable para la inversión del fondo de pensiones en varias instituciones de inversión colectiva inmobiliarias cuando éstas estén gestionadas por una misma entidad gestora de instituciones de inversión colectiva o por varias pertenecientes al mismo grupo.

A los efectos de este artículo, tendrán la consideración de sociedades que tengan como objeto social exclusivo la tenencia y gestión de inmuebles aquellas en las que al menos el 90 por 100 de su activo esté constituido por inmuebles. A esta categoría de activos no le resultará de aplicación lo establecido en la letra f) anterior.

- j) Cuando la inversión en cualquiera de los activos aptos, o contratación de instrumentos derivados aptos, tenga la consideración de obligación financiera principal garantizada en el marco de un acuerdo de garantía financiera en los términos descritos en el capítulo II del título IRCL 2005/503 del Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo (RCL 2005/503), de Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública, los límites de dispersión y diversificación por riesgo de contraparte correspondientes a la obligación financiera principal serán exigibles únicamente al saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones.

Sin perjuicio de lo anterior, el objeto de la garantía financiera deberá ser también un activo apto para la inversión de los fondos de pensiones y estará sujeto a los límites de dispersión y diversificación establecidos en este artículo conforme a su naturaleza.

- k) Para la verificación de los límites previstos en este artículo, el activo del fondo se determinará según los criterios de valoración establecidos en el artículo 75 RCL

2004/514, excluyendo del cómputo del activo las partidas derivadas del aseguramiento de los planes integrados en él, las participaciones en otros fondos de pensiones, las deudas que el promotor de planes de empleo tenga asumidas con los mismos por razón de planes de reequilibrio acogidos a la disposición transitoria cuarta RCL 2006/2123 de la ley, y la parte de la cuenta de posición canalizada a otro fondo de pensiones.

- l) En el caso de fondos de pensiones administrados por una misma entidad gestora o por distintas entidades gestoras pertenecientes a un mismo grupo de sociedades, las limitaciones establecidas en los números anteriores se calcularán, además, con relación al balance consolidado de dichos fondos.
- m) El Ministro de Economía y Hacienda podrá establecer condiciones y porcentajes conforme a la normativa comunitaria para establecer o concretar el cumplimiento de la congruencia monetaria.
- n) Cuando el grado de concentración de riesgo se estime elevado o pueda comprometerse el desenvolvimiento financiero de los planes integrados, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones podrá fijar condiciones especiales, adicionales a las enumeradas en el presente artículo, a las inversiones de los fondos de pensiones en activos u operaciones financieras que figuren en el pasivo de empresas promotoras de los planes de pensiones adscritos al fondo, de las gestoras o depositarias del fondo o de las empresas pertenecientes al mismo grupo de aquéllas.

Artículo 73. Liquidez de los fondos de pensiones

1. Los fondos de pensiones, en atención a las necesidades y características de los planes de pensiones adscritos, establecerán un coeficiente de liquidez según las previsiones de requerimientos de activos líquidos, las cuales, contrastadas con las prestaciones, definirán el adecuado nivel de cobertura por parte del correspondiente fondo de pensiones.

Tal exigencia de liquidez deberá mantenerse en depósitos a la vista y en activos del mercado monetario con vencimiento no superior a tres meses.

2. Los fondos de pensiones no podrán contraer préstamos o hacer de garantes por cuenta de terceros. No obstante, podrán contraer deudas de manera excepcional y transitoria, con el único objeto de obtener liquidez para el pago de las prestaciones, previa comunicación a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y en los términos a que se hace referencia en el apartado anterior.

Artículo 74. Condiciones generales de las operaciones

1. Con carácter general, por los fondos de pensiones se realizarán las operaciones sobre activos financieros admitidos a negociación en mercados regulados, conforme a los precios resultantes en dichos mercados, salvo que la operación pueda realizarse en condiciones más favorables para el fondo que de las resultantes del mercado.
2. Por los fondos de pensiones se realizarán las operaciones sobre activos financieros admitidos a cotización en mercados regulados u organizados de los citados en el apartado 4 del artículo 69 RCL 2004/514, de forma que incidan de manera efectiva en los precios con la concurrencia de ofertas y demandas plurales, salvo que la operación pueda realizarse en condiciones más favorables para el fondo que de las resultantes del mercado.

Sin perjuicio de lo señalado en el apartado 1 del artículo 17 RCL 2004/514, el fondo de pensiones deberá tener en todo momento la titularidad y la libre disposición sobre los activos en que se materialice la inversión de su patrimonio. Los activos deberán hallarse situados en el Espacio Económico Europeo. A estos efectos, el lugar de situación de los activos se determinará de acuerdo a los siguientes criterios:

- a) Valores: el domicilio de su depositario. Si se tratase de valores representados mediante anotaciones en cuenta, el de la entidad encargada de su registro contable. Cuando necesiten estar garantizados por establecimiento de crédito o de entidad aseguradora, será el lugar donde se sitúe el establecimiento garante.
- b) Participaciones en fondos de inversión: el domicilio del depositario.
- c) Depósitos: el lugar donde esté situado el establecimiento en que se hayan constituido.
- d) Bienes inmuebles: el lugar donde se encuentren ubicados.
- e) Créditos: el domicilio del deudor. Si se trata de créditos con garantía real, el lugar donde la garantía pueda ejecutarse.
- f) Otros derechos negociables: el domicilio del emisor.

En todo caso, los valores negociables deberán estar depositados en intermediarios financieros autorizados para operar por medio de establecimiento en algún Estado miembro del Espacio Económico Europeo o, si se trata de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, deberán respetarse sus normas específicas. Las anotaciones en cuenta con registro contable fuera del Espacio Económico Europeo y dentro del ámbito de la OCDE deberán estar garantizadas o

avaladas por entidad de crédito autorizada para operar por medio de establecimiento en algún Estado miembro del Espacio Económico Europeo.

3. Las entidades gestora y depositaria de un fondo de pensiones, así como sus consejeros y administradores, y los miembros de la comisión de control, no podrán comprar ni vender para sí elementos de los activos del fondo directamente ni por persona o entidad interpuestas. Análoga restricción se aplicará a la contratación de créditos. A estos efectos, se entenderá que la operación se realiza por persona o entidad interpuesta cuando se ejecuta por persona unida por vínculo de parentesco en línea directa o colateral, consanguínea o por afinidad, hasta el cuarto grado inclusive, por mandatarios o fiduciarios o por cualquier sociedad en que los citados consejeros, administradores, directores, entidades o integrantes de la comisión de control tengan, directa o indirectamente, un porcentaje igual o superior al 25 por 100 del capital o ejerzan en ella funciones que impliquen el ejercicio del poder de decisión.

No se considerarán incluidas en el párrafo anterior aquellas operaciones de cesión y adquisición de activos por parte de las entidades depositarias que formen parte de sus operaciones habituales.

4. Los bienes de los fondos de pensiones sólo podrán ser objeto de garantía para asegurar el cumplimiento de las obligaciones del fondo.

Las obligaciones frente a terceros no podrán exceder en ningún caso del cinco por ciento del activo del fondo. No se tendrán en cuenta a estos efectos los débitos contraídos en la adquisición de elementos patrimoniales en el período que transcurra hasta la liquidación total de la correspondiente operación, ni los existentes frente a los beneficiarios hasta el momento del pago de las correspondientes prestaciones, ni las correspondientes a los derechos consolidados de los partícipes.

5. Cuando el exceso sobre cualquiera de los límites máximos de inversión indicados en este Reglamento se deba exclusivamente al ejercicio de derechos incorporados a los títulos que formen parte de la cartera, a la variación del valor de títulos que fueron adquiridos con sujeción a las normas legales, a una reducción de activo del propio fondo de pensiones por movilización de cuentas de posición o liquidación de planes, o cuando la pertenencia a un mismo grupo sea una circunstancia sobrevenida con posterioridad a la inversión, el fondo dispondrá del plazo de un año a contar desde el momento en que el exceso se produjo, para proceder a su regularización.

Artículo 75. Criterios de valoración de inversiones

1. Los valores e instrumentos financieros negociables, sean de renta fija o variable, pertenecientes a los fondos de pensiones se valorarán por su valor de realización, conforme a los siguientes criterios:

a) Para aquellos valores e instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, se entenderá por valor de realización el de su cotización al cierre del día a que se refiera su estimación o, en su defecto, al último publicado o al cambio medio ponderado si no existiera precio oficial de cierre.

Cuando se haya negociado en más de un mercado, se tomará la cotización o precio correspondiente a aquel en que se haya producido el mayor volumen de negociación.

b) En el caso de valores o instrumentos financieros de renta fija no admitidos a negociación en un mercado regulado o, cuando admitidos a negociación, su cotización o precio no sean suficientemente representativos, el valor de realización se determinará actualizando sus flujos financieros futuros, incluido el valor de reembolso, a los tipos de interés de mercado en cada momento de la Deuda Pública asimilable por sus características a dichos valores, incrementado en una prima o margen que sea representativo del grado de liquidez de los valores o instrumentos financieros en cuestión, de las condiciones concretas de la emisión, de la solvencia del emisor, del riesgo país o de cualquier otro riesgo inherente al valor o instrumento financiero.

c) Cuando se trate de otros valores o instrumentos financieros, distintos de los señalados en las letras anteriores, se entenderá por valor de realización el que resulte de aplicar criterios racionales valorativos aceptados en la práctica, teniendo en cuenta, en su caso, los criterios que establezca el Ministro de Economía y Hacienda bajo el principio de máxima prudencia.

2. Los inmuebles se computarán por su valor de tasación.

Con periodicidad al menos anual, los inmuebles del fondo deberán ser tasados. Las tasaciones deberán efectuarse por una entidad tasadora autorizada para la valoración de bienes en el mercado hipotecario, con arreglo a las normas específicas para la valoración de inmuebles aprobadas por el Ministro de Economía y Hacienda. La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones podrá comprobar y revisar de oficio, a través de sus servicios técnicos, los valores atribuidos a los inmuebles.

En el caso de inmuebles hipotecados o adquiridos con pago aplazado se deducirá del valor de tasación el importe de la responsabilidad hipotecaria pendiente o el valor actual de la parte aplazada del precio que se halle pendiente de pago. Se utilizará para su actualización la tasa de interés de la Deuda del Estado de duración más próxima a la residual de la respectiva obligación.

Cuando se trate de inmuebles en construcción o en rehabilitación, la entidad podrá incorporar a la valoración inicial el importe de las certificaciones de obras en la medida en que se vayan abonando y respondan a una efectiva realización de las mismas.

3. Los créditos se valorarán por su valor actual, con el límite del valor de la garantía, utilizando para su actualización los tipos de interés de mercado en cada momento de la Deuda Pública de duración más próxima a la residual del crédito, incrementado en una prima o margen que sea representativo de las condiciones concretas de la contratación, de la solvencia del emisor, del riesgo país, o de cualquier otro riesgo inherente al crédito.
4. Los fondos de pensiones calcularán diariamente el valor de la cuenta de posición de los planes integrados en él.

La cuantificación de la cuenta de posición de cada plan integrado en el fondo se derivará de la aplicación de los criterios de valoración de inversiones anteriormente indicados y, supletoriamente, de las normas de valoración contable generales o, en su caso, de las que se establezcan para su aplicación específica a fondos de pensiones.

La movilización de la cuenta de posición de un plan de pensiones podrá implicar una penalización a favor del fondo de pensiones, de acuerdo con las previsiones de las normas de funcionamiento de éste.

Las referidas normas de funcionamiento podrán prever que la movilización de una cuenta de posición se haga mediante la transmisión a otro fondo de pensiones de los activos que proporcionalmente correspondan a aquella cuenta de posición.

5. A efectos de la realización de aportaciones a planes de pensiones, movilización de derechos consolidados, reconocimiento de prestaciones y liquidez de derechos consolidados en supuestos excepcionales, se utilizará el valor diariamente fijado de la cuenta de posición del plan, aplicándose el correspondiente a la fecha en que se haga efectiva la aportación, la movilización, la liquidez o el pago de la prestación.

No obstante, las normas de funcionamiento del fondo podrán referir la valoración de los derechos consolidados y prestaciones a la correspondiente al día hábil anterior al señalado en el párrafo anterior, y en el caso de las aportaciones podrán referirlas al día hábil siguiente.

Para la valoración de los pagos a efectuar por prestaciones de cuantía no garantizada, que se hayan de satisfacer en forma de capital diferido o renta con cargo al fondo de capitalización, se utilizará igualmente el valor de la cuenta de posición en la fecha o fechas de sus vencimientos, si bien las normas de funcionamiento del fondo podrán referir la valoración a los cambios bursátiles o similares correspondientes al día hábil siguiente al del vencimiento.

Lo dispuesto en este apartado se entiende sin perjuicio de la validez y los efectos jurídicos de la fecha de la aportación o de la solicitud de movilización, liquidez o reconocimiento de la prestación.

A efectos de lo previsto en este Reglamento, por fecha de solicitud se entenderá la de recepción por la gestora o depositaria, el promotor del plan o la comisión de control del plan, de la petición formulada por escrito por el partícipe o beneficiario, o por un tercero actuando en su representación, conteniendo la totalidad de la documentación necesaria. El receptor estará obligado a facilitar al solicitante constancia de su recepción.

Las entidades gestoras serán responsables de los retrasos que se produzcan en exceso sobre los plazos previstos en este Reglamento para tramitar y hacer efectivas las solicitudes de los partícipes o beneficiarios, sin perjuicio de la posibilidad de la entidad gestora de repetir contra aquel que hubiera causado el retraso.

6. A efectos de cobertura de provisiones técnicas y de fondos de capitalización con garantía de interés, se aplicarán los criterios de valoración de activos señalados en los apartados anteriores, netos de las deudas contraídas para la adquisición de los activos, y de las correcciones valorativas que proceda efectuar.

No obstante, se podrán establecer para los fondos de pensiones de empleo, por parte del Ministro de Economía, métodos especiales de valoración de títulos de renta fija en atención a su permanencia en el balance del fondo de pensiones o de la utilización de su tasa interna de rendimiento como tipo de interés técnico.

Se habilita al Ministro de Economía para dictar normas específicas sobre activos aptos para la inversión de los fondos de pensiones y para la cobertura de provisiones técnicas y fondos de capitalización con garantía de interés.

Artículo 76. Inversión de un fondo de pensiones en fondos de pensiones abiertos

La comisión de control de un fondo de pensiones de empleo o personal podrá acordar la inversión en fondos de pensiones, de la misma categoría, autorizados para operar como abiertos en las siguientes condiciones:

- a) El fondo de pensiones inversor mantendrá una cuenta de participación en el fondo abierto que podrá ser movilizable a otro fondo de pensiones abierto. Un mismo fondo podrá mantener cuenta de participación en más de un fondo abierto.

Corresponde a la comisión de control del fondo abierto aceptar la apertura de dicha cuenta, pudiendo delegar tal facultad en una subcomisión o en la gestora del fondo.

- b) La participación en el fondo abierto no podrá asignarse a un plan o planes determinados de los adscritos al fondo inversor, sino que se considerará un activo del fondo de pensiones inversor, asignado colectiva y proporcionalmente a todos los planes adscritos a aquél.

En el activo del fondo de pensiones inversor, a la cuenta de participación en un fondo abierto no le serán de aplicación los límites de diversificación de inversiones de los fondos de pensiones previstos en este Reglamento, en relación con el patrimonio del fondo inversor. En lo relativo a las comisiones de gestión y depósito imputables a dicha cuenta, se aplicará lo previsto al efecto en el artículo 84 RCL 2004/514.

El fondo abierto no podrá garantizar una rentabilidad mínima por la participación de fondos de pensiones inversores.

- c) En el fondo inversor se instrumentará el cobro de aportaciones y pago de prestaciones de los planes adscritos al fondo, correspondiendo a su gestora la certificación y movilización de los derechos consolidados, el reconocimiento y abono de las prestaciones y la cuantificación de las cuentas de posición de los planes adscritos.
- d) La comisión de control del fondo inversor podrá designar representantes entre sus miembros para asistir, con voz y sin voto, a las reuniones de la comisión de control del fondo abierto, en su caso.

En todo caso, la gestora del fondo abierto deberá informar a la comisión de control del fondo inversor de los cambios en las normas de funcionamiento y en la política de inversión del fondo abierto, y con la periodicidad que se pacte, que será como mínimo anual, informará a dicha comisión sobre el estado y movimientos de la cuenta de participación y sobre las inversiones del fondo de pensiones abierto.

Asimismo, la gestora del fondo abierto facilitará diariamente la referida información a la gestora del fondo inversor.

Régimen de Inversiones de los Fondos de Pensiones⁸

...

Artículo 10. Requisitos que deben cumplir los agentes financieros

A efectos de lo dispuesto en el artículo 70.1 del Reglamento de planes y fondos de pensiones, los agentes financieros deberán ser entidades de crédito o sociedades de valores del ámbito de la OCDE sujetas a supervisión prudencial de la autoridad de control de los respectivos Estados, dedicadas de forma habitual y profesional a la realización de operaciones de este tipo y que tengan solvencia suficiente. A estos efectos, se presumirá que la solvencia es suficiente cuando cuente con calificación crediticia favorable de una agencia especializada de reconocido prestigio y se incluya entre los tres primeros grupos de más alta calificación crediticia a que se refiere el artículo 17 de la presente Orden.

⁸ Orden EHA/407/2008, que desarrolla la normativa de planes.

Artículo 11. Instrumentos derivados no negociados en mercados regulados

Los instrumentos derivados no negociados en mercados regulados adquiridos por los fondos de pensiones deberán cumplir los requisitos siguientes:

- a) Las contrapartes deberán ser entidades financieras domiciliadas en los Estados miembros de la OCDE sujetas a supervisión prudencial de esos Estados u organismos supranacionales de los que España sea miembro, dedicadas de forma habitual y profesional a la realización de operaciones de este tipo y que tengan solvencia suficiente. A estos efectos, se presumirá que la contraparte tiene solvencia suficiente cuando cuente con calificación crediticia favorable de una agencia especializada y se incluya entre los tres primeros grupos de más alta calificación crediticia a que se refiere el artículo 17 de la presente Orden.
- b) Las operaciones podrán quedar sin efecto en cualquier momento a petición del fondo de pensiones, de modo que las cláusulas contractuales de cada operación deberán permitir en todo momento su liquidación o cesión a un tercero. Para asegurar el cumplimiento de este requisito, bien la contraparte o bien el intermediario financiero que hubiera asumido este compromiso y reúna los requisitos establecidos en el apartado a) anterior, estarán obligados a ofrecer cotizaciones de compra y venta en cualquier momento a petición del fondo de pensiones. La diferencia máxima de oscilación entre ambos tipos de cotizaciones deberá haberse fijado en cada contrato así como en los documentos informativos periódicos de la entidad elaborados con posterioridad a la firma del mismo. En el caso de cesión a un tercero, éste deberá subrogarse en la posición, como mínimo al precio que haya facilitado la contraparte o el intermediario financiero mencionados anteriormente para deshacer la operación en la misma fecha.

El cumplimiento de este requisito por el fondo de pensiones también podrá quedar acreditado con la existencia de al menos un agente financiero que, cumpliendo los requisitos establecidos en la letra a) anterior, ofrezca precios en firme de compra y venta, que se ajusten a las condiciones vigentes en el mercado en cada momento, de forma que permita al fondo de pensiones realizar sus inversiones o cerrar posiciones al citado precio.
- c) Las cláusulas contractuales de las operaciones deberán incorporar documentación precisa acerca del método de valoración conforme al cual se vayan a determinar las cotizaciones señaladas en la letra anterior.
- d) Cuando la contraparte pertenezca al mismo grupo que la entidad gestora del fondo de pensiones, deberá poderse probar que la operación se realiza a precios de mercado. Se presumirá que se ha realizado a precios de mercado cuando la contraparte haya llevado a cabo otras operaciones en esas mismas condiciones con entidades no pertenecientes al grupo, o cuando el fondo de pensiones haya cerrado opera-

ciones en esas condiciones con otra contraparte ajena al grupo al que pertenece la entidad gestora.

- e) No resultará admisible la liquidación de posiciones en instrumentos derivados con subyacentes no financieros mediante la entrega física de los subyacentes.

Artículo 12. Instrumentos derivados negociados en mercados regulados

Los instrumentos derivados adquiridos en mercados regulados del ámbito de la OCDE en los términos previstos en el artículo 69.5 del Reglamento de planes y fondos de pensiones deberán garantizar la liquidez de las posiciones, no resultando admisible su liquidación, cuando cuenten con subyacentes no financieros, mediante la entrega física de los subyacentes. La liquidez de las posiciones se entenderá acreditada cuando el mercado cuente con una cámara de compensación.

Artículo 13. Activos financieros estructurados

1. A los efectos de lo dispuesto en el artículo 70.2 del Reglamento de planes y fondos de pensiones se entenderá por activo financiero estructurado aquel activo compuesto por combinación de dos o más activos, instrumentos derivados o combinación de ambos que se instrumenten a través de un único negocio jurídico, en los que el valor de mercado del activo financiero estructurado venga determinado por el valor de los instrumentos que lo integran, denominados colaterales, o bien que el riesgo de crédito del activo estructurado dependa del riesgo de crédito de los colaterales, o que el activo financiero estructurado contenga instrumentos derivados cuyo subyacente se referencie a una calificación, índice o evento de crédito.
2. A estos efectos no tendrán la consideración de activos financieros estructurados los siguientes bienes y derechos:
 - a) Las acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva y de entidades de capital riesgo.
 - b) Los activos y derechos del mercado hipotecario, incluidas las titulizaciones hipotecarias, emitidos por sociedades establecidas en el Espacio Económico Europeo y negociados en mercados regulados.
 - c) Los activos financieros, distintos de los activos financieros estructurados no negociables, en los que la cuantía y fecha de todos sus flujos sea determinada o determinable mediante un método objetivo al emitirse el activo, y que incorporen instrumentos derivados, distintos de los derivados de crédito, que puedan afec-

tar al importe de cualesquiera de sus flujos o a la fecha de cobro o vencimiento, siempre que se garantice a la fecha de vencimiento del activo el importe total satisfecho o a satisfacer en la suscripción sin considerar los gastos inherentes a la operación. Si el activo fuese adquirido en un momento posterior conforme a las condiciones existentes en el mercado, se atenderá a las condiciones de la emisión para su calificación como estructurado o no.

Artículo 14. Clases de activos financieros estructurados

Los activos financieros estructurados se clasificarán en:

1. Activos financieros estructurados negociables, que son aquellos que, habiendo sido admitidos a negociación en mercados regulados, son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

En todo caso, se entenderá que los activos financieros estructurados son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, cuando se cumpla alguno de los siguientes requisitos:

- a) Cuando se trate de valores y derechos de renta variable que se negocien electrónicamente o que formen parte de un índice representativo del mercado en el que se negocie.
- b) Cuando se trate de bienes y derechos de renta fija respecto de los que sea posible obtener cotización en alguna de las tres últimas sesiones del mercado previas a la fecha de la elaboración de los estados contables.
- c) Cuando se trate de bienes y derechos de renta fija respecto de los que, al menos, un agente financiero actuando por cuenta propia ofrezca públicamente precios con fines de negociación y cierre de operaciones que se ajusten a las condiciones vigentes en el mercado en cada momento. Los agentes financieros deberán ser entidades de crédito o sociedades de valores del ámbito de la OCDE en los términos descritos en el artículo 10 de esta Orden.

2. Activos financieros estructurados no negociables, que son aquellos que no reúnen ninguna de las condiciones anteriores.

Artículo 15. Requisitos de los activos financieros estructurados negociables

1. Para su consideración como inversión apta para los fondos de pensiones, los activos financieros estructurados definidos en el apartado 1 del artículo 14

anterior, instrumentados en valores negociables, deberán disponer de una calificación crediticia, actualizada anualmente, emitida por una agencia de calificación de reconocido prestigio de, al menos, A, salvo que se trate de activos financieros estructurados negociables en los que el riesgo de crédito del activo estructurado dependa del riesgo de crédito de los colaterales, o que el activo financiero estructurado contenga instrumentos derivados cuyo subyacente se referencie a una calificación, índice o evento de crédito en cuyo caso la calificación exigida será de, al menos, AA.

2. Además de los principios contenidos en el artículo 69 del Reglamento de planes y fondos de pensiones, los valores representativos de los activos financieros estructurados negociables contemplados en este artículo deberán cumplir las reglas de titularidad, situación y valoración de las inversiones a las que se refieren los artículos 74 y 75 de dicho Reglamento y los límites de diversificación y dispersión a los que se refiere el artículo 72 para los activos financieros admitidos a negociación en mercados regulados.
3. Cuando un activo financiero estructurado no pueda considerarse negociable o no alcance o pierda el requisito de seguridad previsto en el apartado 1 de este artículo, el activo estructurado deberá cumplir las normas previstas para los activos estructurados no negociables recogidas en el artículo 16 de esta Orden para poder ser calificado como activo apto de un fondo de pensiones.

Artículo 16. Requisitos de los activos financieros estructurados no negociables

Para su consideración como inversión apta de los fondos de pensiones los activos financieros estructurados no negociables estarán sujetos al cumplimiento de los artículos 69 y siguientes del Reglamento de planes y fondos de pensiones teniendo en cuenta las siguientes particularidades:

- a) Al activo financiero estructurado no negociable le resultará de aplicación los requisitos generales previstos para los valores no negociados contenidos en el apartado 9.a) del artículo 70 del Reglamento de planes y fondos de pensiones.
- b) Los valores representativos de los activos financieros estructurados no negociables deberán cumplir las reglas de titularidad, situación y valoración de las inversiones a las que se refieren los artículos 74 y 75 del Reglamento de planes y fondos de pensiones
- c) Deberán cumplir con el requisito de liquidez previsto en el apartado b) del artículo 11 de la presente Orden.

- d) Todos los activos colaterales integrantes de la estructura deben estar identificados y pertenecer a algunas de las categorías previstas en el artículo 70 del Reglamento de planes y fondos de pensiones y, asimismo, estar depositados en una entidad financiera del Espacio Económico Europeo en los términos previstos en el artículo 74 de dicho Reglamento.
- e) Los límites de diversificación y dispersión a los que se refiere el artículo 72 del Reglamento de planes y fondos de pensiones se aplicarán con referencia tanto al activo estructurado como a cada uno de los componentes de la estructura.

Artículo 17. Calificaciones crediticias

A los efectos de lo dispuesto en esta Orden con relación a las calificaciones crediticias exigibles al emisor o a las condiciones de emisión, se establece la siguiente clasificación:

Grupo 1: AAA y AA o calificación similar.

Grupo 2: A o calificación similar.

Grupo 3: BBB o calificación similar.

Grupo 4: BB o calificación similar.

La existencia de subdivisiones realizadas por las diferentes agencias de calificación no afectará a la asignación realizada en el anterior cuadro.

En caso de que el emisor o la emisión tuvieran dos o más calificaciones, la prima de homogeneización a aplicar será la media aritmética de las correspondientes a cada una de las calificaciones.

...

Anexo II: Criterios de diversificación, dispersión y congruencia de las inversiones*

Límites de inversión respecto del activo del fondo de pensiones	
70% (mínimo) - 100%	0% - 30% (máximo)
Valores e instrumentos financieros en mercados regulados, tráfico generalizado e impersonal	Valores e instrumentos financieros no admitidos a cotización en mercados regulados o que estando admitidos no sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal
Derivados en mercados organizados Depósitos bancarios Créditos con garantía hipotecaria	Derivados en mercados no organizados
Inmuebles	Valores o participaciones emitidos por sociedades de <i>capital riesgo</i> o fondos de capital riesgo autorizados a actuar en España conforme a la Ley 25/2005
IIC Inmobiliarias	Acciones y participaciones de IIC de inversión libre y de IIC de inversión libre (Ley 35/2003), <i>hedge funds</i>
Acciones y participaciones de IIC (Ley 35/2003 o Directiva 85/611/CEE): <i>Fondos de inversión</i> : valores cotizados o admitidos a negociación en mercados organizados. <i>Sociedades de inversión</i> : acciones susceptibles de tráfico generalizado e impersonal y admitidas a negociación en mercados regulados	Acciones y participaciones de IIC (Ley 35/2003 o Directiva 85/611/CEE) que no cumplan los criterios del apartado anterior. Acciones y participaciones de IIC distintas de las dos anteriores (libre transmisión de acciones, sede en OCDE, auditoría con opinión favorable, no hay control sobre la IIC, no es del grupo de la gestora, ni del promotor).

* Cuadros resumen de la legislación vigente en octubre de 2009.

Límites de inversión respecto del activo del fondo de pensiones (inversión en inmuebles)		
Máximo 30%	Máximo 10%	Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (IICI)
Inmuebles	En un solo inmueble	20% del activo del fondo de pensiones en una o varias IICI
Créditos hipotecarios	En un solo crédito hipotecario	
Derechos reales inmobiliarios	En un solo derecho real inmobiliario	
Acciones y participaciones en IIC Inmobiliarias	Acciones o participaciones de una sociedad o grupo de ellas; objeto social exclusivo: tenencia y gestión de inmuebles (no cotizadas en mercados regulados)	Objeto social exclusivo: tenencia y gestión de inmuebles
Participación en sociedades; objeto social: tenencia y gestión de inmuebles (no cotizadas en mercados regulados)	Límite aplicable a inmuebles, derechos reales inmobiliarios, créditos hipotecarios o sociedades que puedan considerarse una sola inversión (suficientemente próximos)	90% del activo de la sociedad: inmuebles

Límites de inversión en IIC e IICI respecto del activo del fondo de pensiones
Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)
20% del activo del fondo de pensiones en una misma IIC (Ley 35/2003 y Directiva 85/611/CEE; mercados regulados, tráfico generalizado)
5% del activo del fondo de pensiones en una misma IIC (Ley 35/2003 y Directiva 85/611/CEE; no cumple los requisitos del caso anterior)
5% del activo del fondo de pensiones en una misma IIC distinta de las dos anteriores (libre transmisión de acciones, sede en OCDE, auditoría con opinión favorable, no hay control sobre la IIC, no es del grupo de la gestora, ni del promotor)
5% activo fondo pensiones de una misma IIC de inversión libre o en IIC de IIC de inversión libre (<i>hedge funds</i>)

Límites de diversificación y dispersión de riesgo de mercado respecto del activo del fondo de pensiones		
A)	Máximo 5%	Valores o instrumentos financieros emitidos por una misma entidad, más los créditos otorgados a ella, avalados o garantizados por la misma
B)	Máximo 10%	Por cada entidad emisora, prestataria o garante, siempre que no se supere el 40% del activo del fondo de pensiones en entidades en las que se supere el 5% del activo del fondo
C)	Máximo 10%	En empresas del grupo (caso A)
D)	Máximo 2%	Valores o instrumentos financieros no cotizados en mercados regulados; no son de tráfico generalizado e impersonal en mercados regulados
E)	Máximo 4%	En entidades de grupo (caso D)
Excluidos		Depósitos en entidades de crédito (sí sometidos a límite conjunto)

Límites de diversificación y dispersión de riesgo de mercado respecto del activo del fondo de pensiones (derivados)	
Límites de diversificación y dispersión de riesgo de mercado asociado a la evolución del subyacente (para subyacentes de los casos A, B, C, D, E)	
Subyacente	
Materias primas	Límites A y B
Derivados para cobertura	Límites de diversificación y dispersión de riesgo de mercado atendiendo a la posición neta (A, B, C, D, E)
Instrumentos derivados no negociados en mercados regulados	Límites D y E
IIC, tipos de interés, tipos de cambio, índices de referencia	No incluidos en los límites anteriores

Límites de inversión respecto del activo del fondo de pensiones	
En índices de referencia	
Réplica o reproducción	Referencia
20% en acciones u obligaciones del mismo emisor o grupo de emisores	10% en acciones u obligaciones del mismo emisor o grupo de emisores
35% cuando concurren circunstancias excepcionales en el mercado (valoración de autoridades españolas de control financiero)	10% adicional si se compromete mediante la utilización de instrumentos financieros derivados negociados en mercados organizados de derivados
En obligación financiera principal garantizada en el marco de un acuerdo de garantía financiera (capítulo II RD 5/2005, de 11 de marzo)	
Préstamos de valores	Límites de dispersión y diversificación por riesgo de contraparte correspondientes a la obligación financiera principal exigibles únicamente al saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones
Operaciones financieras realizadas sobre los instrumentos financieros (Ley 24/1988)	
Instrumentos derivados Ley 1/2005	
Cesiones temporales	La garantía financiera deberá ser un activo apto para la inversión de los fondos de pensiones
Operaciones dobles o con pacto de recompra	
Etcétera.	

Límite conjunto en una entidad		Límite en entidades del promotor
20% del activo del fondo de pensiones (límite válido para entidades del grupo)	Valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por la misma entidad	5% del activo del fondo de pensiones en valores o instrumentos financieros emitidos por entidades del grupo del promotor o promotores de los planes de empleo en él integrados
	Posiciones frente a ella en derivados	
	Depósitos del fondo en esa entidad	
Excluidos del límite	Acciones o participaciones de IIC	
	Participaciones en fondos de pensiones abiertos gestionados por una misma entidad	

Límite del valor nominal			
Total de los valores e instrumentos financieros en circulación de una entidad		Administraciones Públicas	
5%		Estado u organismos autónomos	
20%	Acciones y participaciones de IIC (Ley 35/2003 o Directiva 85/611/CEE)	10% del saldo nominal de la emisión	Comunidades autónomas
	Valores o participaciones emitidos por sociedades o fondos de capital riesgo (Ley 25/2005)		Corporaciones locales
			Administraciones Públicas equivalentes a Estados de la OCDE
			Instituciones y organismos de los que España sea miembro
Fondos de pensiones administrados por una misma gestora o por distintas del mismo grupo			
Las limitaciones establecidas anteriormente se aplicarán al balance consolidado de dichos fondos			

Anexo III: Índice términos actuariales, contables financieros e ISR⁹

ABS (*Asset Backed Securities*) (f) (página 31)

Acción ordinaria (f) (página 16)

Acción preferente (f) (página 16)

Acciones y cuotas participativas (c) (página 52)

Acreedores (c) (página 55)

Activo (c) (página 52)

Activo del mercado monetario (c) (página 54)

Activo monetario (f) (página 11)

Administraciones Públicas (c) (página 55)

ADR's (*American Depository Receipts*) (f) (página 31)

AENOR (r) (página 75)

Agencias de calificación (f) (página 32)

Agencias de valores (f) (página 32)

Alfa (f) (página 32)

Alfa de Jensen (f) (página 30)

⁹ (f), (a) (c) o (r): se refiere a que el término es financiero, actuarial, contable o de responsabilidad social respectivamente.

Alto directivo (r) (página 76)

Amortización (f) (página 12)

Análisis Bottom-Up (f) (página 17)

Análisis cuantitativo (f) (página 17).

Análisis fundamental (f) (página 17).

Análisis técnico o gráfico (f) (página 17)

Análisis Top-Down (f) (página 16)

Apalancamiento (f) (página 32)

Auditoría (c) (página 62)

ASG (r) (página 72)

Balance de situación (c) (página 51)

Benchmark: ver Índice de referencia (f) (página 27)

Beta (f) (página 15)

Blue Chip (f) (página 32)

Bono canjeable (f) (página 32)

Bono convertible (f) (página 32)

Bono cupón cero (f) (página 12)

Bono nocional (f) (página 32)

Bono segregable (f) (página 32)

Calidad crediticia (f) (página 13)

Capital riesgo (f) (página 23)

Carbon Disclosure Project CDP (r) (página 73)

- CBO (*Collateralized Bond Obligation*) (f) (página 33)
- CDO (*Collateralized Debt Obligation*) (f) (página 33)
- Chartismo: ver Análisis técnico (f) (página 17)
- Cíclicos (valores) (f) (página 16)
- CLO (*Collateralized Loan Obligation*) (f) (página 33)
- CMO (*Collateralized Mortgage Obligation*) (f) (página 33)
- Cobertura (f) (página 20)
- Código Unificado de Buen Gobierno (r) (página 76)
- Colaterales, Collateral (f) (página 33)
- Colocación estratégica de activos (f) (página 26)
- Colocación táctica de activos (f) (página 27)
- Comisión de nombramientos y retribuciones (r) (página 77)
- Comisiones de supervisión y control (página 77)
- Comité de auditoría (página 77)
- Comité sobre el Capital de los Trabajadores (CWC) (r) (página 74)
- Commodity: ver Materias primas (f) (página 24)
- Consejero dominical (r) (página 77)
- Consejero ejecutivo (r) (página 76)
- Consejero independiente (r) (página 77)
- Consejo Estatal de la RSE (CERSE) (r) (página 75)
- Crecimiento (Acciones o valores) (f) (página 16).
- Crédito unitario (a) (página 44)

Criterios ASG/ESG (r) (página 72)

Cuadro de atribución de resultados (f) (página 27)

Cuantitativo (Análisis) (f) (página 17)

Cuenta de pérdidas y ganancias (c) (página 55)

Cuenta de posición (c) (página 57)

Cuentas anuales (c) (página 51)

Cupón (f) (página 12)

Curva de tipos (f) (página 13)

Defensivas (acciones o valores) (f) (página 16)

Deflación (f) (página 33)

Depósitos en bancos y entidades de depósito (c) (página 53)

Derecho preferente de suscripción (f) (página 14)

Derechos de reembolso derivados de contrato de seguros en poder de aseguradores (c) (página 53)

Derivados (f) (c) (páginas 20, 53 y 54)

Desdoblamiento de acciones (f) (página 33)

Desembolsos pendientes (c) (página 53)

Deudores (c) (página 54)

Diferencias de cambio (c) (página 56)

Diversificación (f) (página 15)

Duración (f) (página 13)

Edad de entrada (a) (página 44)

Efecto asignación (f) (página 28)

Efecto selección (f) (página 28)

Eonia (f) (página 34)

Estado de flujo de efectivo (c) (página 58)

Estanflación (f) (página 33)

Estructurados (productos) (f) (página 25)

EURESACTIV´ Network of Responsible Investment (r) (página 74)

Euribor (f) (página 33)

EuroSIF (página 74)

Ex cupón (f) (página 33)

Factor de descuento actuarial (a) (página 43)

FED (f) (página 34)

Floating Rate Note (FRN'S) (f) (página 36): ver Tipos de interés flotante

Fondo abierto (f) (página 34)

Fondo inversor (f) (página 34)

Fondos de inversión libre (f) (página 23)

Fondos de dinero (f) (página 12)

Fondos propios (c) (página 54)

Futuro (f) (página 20)

Garantizado (f) (página 25)

Gastos del fondo (c) (página 56)

Gestión activa (f) (página 34)

Gestión pasiva (f) (páginas 27 y 34)

GK-95 (a) (página 40): Tabla de mortalidad

GR-95 (a) (página 40): Tabla de supervivencia

Grado de inversión (f) (página 14)

Grado de especulación (f) (página 14)

Growth (f) (página 16): ver Crecimiento

Hedge funds (f) (página 23): ver Fondos de Inversión Libre

Horizonte temporal (f) (página 26)

IAS. Ver NIC (c) (página 64)

IFO (f) (página 19)

Indexados (f) (página 12)

Indicadores (f) (páginas 19 y 34)

Índice de fuerza relativa (f) (página 36)

Índice de referencia (f) (página 27)

Índice de información (f) (página 31)

Índice de Sharpe (f) (página 29)

Índice de Sortino (f) (página 30)

Índice de Treynor (f) (página 30)

Inflación (f) (página 34)

Informe de gestión (c) (página 62)

Ingresos de las inversiones (c) (página 55)

Intereses de valores representativos de deuda (c) (página 52)

Instituto EURESA (r) (página 74)

Instrumentos de patrimonio (c) (página 52)

Inversiones alternativas (f) (página 23)

Inversiones financieras (c) (página 52)

Inversiones inmobiliarias (f) (página 23)

Inversiones socialmente responsables (ISR) (r) (página 72)

Investment grade: ver Grado de inversión (f) (página 14)

IPC (a) (página 42): Índice de Precios al Consumo

IRS (a) (página 42): Incremento salarial

ISM (f) (página 19)

ISR (r) (página 72)

Junta de accionistas (r) (página 75)

Letra del Tesoro (f) (página 11)

Libor (f) (página 34)

Low grade: ver Grado de especulación (f) (página 14)

Margen de solvencia (a) (página 47)

Materias primas (f) (página 24)

Media móvil (f) (página 34)

Memoria (c) (página 58)

Métodos de periodificación (a) (página 44)

Minusvalías de inversiones (c) (página 53)

Multiadscripción (f) (página 35)

Multigestión (f) (página 35)

NAPM ver ISM (f) (página 19)

Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) (c) (página 63)

Obligaciones (c) (página 52)

OPA (f) (página 35)

OPV (f) (página 35)

Opción Call (f) (página 20)

Opción Put (f) (página 20)

OM-77 (a) (página 43). Tabla de invalidez

Oscilador (f) (página 36)

OTC (*Over the counter*) (f) (página 35)

Otros gastos (c) (página 56)

Otros ingresos (c) (página 55)

Pagaré de empresa (f) (página 11)

Participaciones significativas (r) (página 76)

Pasivo (c) (página 54)

Pasivos financieros (c) (página 54)

Performance (f) (página 27)

PER (f) (página 17)

PER 2000 C/P (a) (página 40)

Plain Vanilla (ver Vanilla) (f) (página 36)

Plan de reequilibrio (a) (página 45)

Posición corta (f) (página 36)

Posición larga (f) (página 36)

Precio de ejercicio (f) (página 20)

Principios de Inversión Socialmente Responsable de Naciones Unidas (r) (página 72)

Private Equity (f) (página 24): ver Capital riesgo

Provisiones matemáticas (a) (página 48)

Punto básico (f) (página 36)

Punto porcentual (f) (página 36)

Ratio de...: ver Índice de... (f) (páginas 29-31)

Renta fija (f) (página 12)

Renta variable (f) (página 14)

Rentabilidad por dividendo (f) (página 18)

Repos (f) (página 12)

Resistencia (f) (página 36)

Responsabilidad Social Corporativa (RSC) (r) (página 71)

Responsabilidad Social Empresarial (RSE) (r) (página 71)

Resultados por enajenación de inversiones financieras (c) (página 56)

Revalorización de inversiones financieras (c) (página 53)

Revisión del plan de pensiones (a) (página 45)

Riesgo de crédito (f) (página 13)

Riesgo no sistemático o específico (página 15)

Riesgo sistemático (f) (página 15)

RSI: ver Índice de Fuerza Relativa (f) (página 36)

Soporte (f) (página 36)

SpainSIF (r) (página 75)

Split: ver Desdoblamiento de acciones (f) (página 33)

S.R.I.: ver I.S.R (r) (página 72)

SS-90. Tabla de invalidez (a) (página 41)

Strategic Asset Allocation: ver Colocación estratégica de activos (f) (página 26)

Strike (precio de ejercicio) (f) (página 20)

Strips: ver Bonos segregables (f) (página 32)

Tablas demográficas (a) (página 39)

Tablas de invalidez (a) (página 40)

Tablas de rotación (a) (página 41)

Tablas de supervivencia y mortalidad (a) (página 39)

Tactical Asset Allocation: ver Colocación táctica de activos (f) (página 27)

Tesorería (c) (página 54)

Tipo de interés flotante (f) (página 36)

Tipo de interés técnico (f) (página 41)

TIR (f) (página 13)

Traking error (f) (página 36)

Unit Credit: ver Crédito unitario (a) (página 44)

Unión Europea (f) (página 36)

Valor (acción de) (f) (página 16)

Valor actual de prestaciones futuras (f) (página 43)

Valor contable de un título (f) (página 37)

Valores representativos de deuda (c) (página 52)

Value: ver Valor (f) (página 16)

Vanilla (f) (página 37)

VaR (f) (página 37)

Variación del valor razonable de inversiones financieras (c) (página 56)

Volatilidad (f) (página 37)

Warrant (f) (página 37)

Yield ratio (Rentabilidad por dividendo) (f) (página 18)

Zona Euro (f) (página 37)

