

# CUADERNOS

Previsión Social Complementaria

# DE

Glosario de términos

financieros, actuariales y contables  
más utilizados

# INFORMACION

# SINDICAL

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 y contables 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

Edita: Confederación Sindical de Comisiones Obreras

© Madrid, mayo 2005

Realiza: Paralelo Edición

Depósito legal: M-20347-2005

Impreso en papel reciclado



## 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;...), permiten 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 CC.OO., 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 CC.OO., 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 CC.OO. se les ha solicitado. Concretamente queremos mencionar a Rosa M<sup>a</sup> 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 Acción Sindical y Políticas Sectoriales*

# Índice

## PARTE I: GLOSARIO DE TÉRMINOS FINANCIEROS

<b>Capítulo I: Inversiones aptas de los fondos de pensiones</b> .....	7
<b>Capítulo II: Activos monetarios</b> .....	8
<b>Capítulo III: Renta fija</b> .....	9
1. Definición .....	9
2. Valoración.....	9
3. Gestión de renta fija .....	10
<b>Capítulo IV: Renta variable</b> .....	12
1. Definición .....	12
2. Clases de valores.....	13
3. Valoración.....	14
<b>Capítulo V: Derivados</b> .....	17
<b>Capítulo VI: Inversiones alternativas</b> .....	20
1. Inversiones inmobiliarias .....	20
2. Fondos cubiertos.....	20
3. Capital riesgo .....	21
<b>Capítulo VII: Estructurados</b> .....	22
<b>Capítulo VIII: Otros activos</b> .....	24
<b>Capítulo IX: Gestión de carteras</b> .....	25
<b>Capítulo X: Otros términos</b> .....	29

## PARTE II: GLOSARIO DE TÉRMINOS ACTUARIALES .....

<b>Capítulo I: Valoración de compromisos por pensiones</b> .....	33
1. Hipótesis .....	33
a) Tablas demográficas .....	33
b) Tablas de rotación .....	35
c) Hipótesis económico – financieras .....	35
2. Valoración .....	36
a) VAPF .....	36
b) Métodos de periodificación .....	37
3. Plan de reequilibrio .....	38

<b>Capítulo II: Revisión financiera del plan de pensiones</b> .....	39
1. Margen de solvencia .....	39
2. Provisiones matemáticas .....	40
<b>PARTE III: GLOSARIO DE TÉRMINOS CONTABLES. CUENTAS ANUALES</b> .....	43
<b>Capítulo I: Balance de la situación</b> .....	43
1. Activo .....	43
a) Inversiones financieras .....	44
b) Deudores .....	44
c) Tesorería .....	45
2. Pasivo .....	45
a) Cuenta de posición .....	45
b) Acreedores .....	45
<b>Capítulo II: Cuentas de pérdidas y ganancias</b> .....	46
1. Debe .....	46
a) Comisiones y otros gastos .....	46
b) Gastos de inversiones .....	46
2. Haber .....	47
a) Ingresos de las inversiones .....	47
<b>Capítulo III: Memoria</b> .....	48
1. Notas .....	48
2. Cuadro de financiación .....	50
3. Composición de la estructura de cartera .....	51
<b>Capítulo IV: Informe de Gestión</b> .....	52
<b>Capítulo V: Auditoría</b> .....	53
<b>ANEXO I: Regulación</b> .....	55
<b>ANEXO II: Índice analítico</b> .....	69

# PARTE I. Glosario de términos financieros

## CAPÍTULO 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), que se acompaña en el anexo de regulación.

La normativa define los activos en 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 principalmente en mercados no regulados.

A fin de facilitar la supervisión de la gestión de inversiones, se incluirá en nota al pie el artículo que actualmente regula los distintos activos.

## CAPÍTULO II

### Activos monetarios<sup>1</sup>

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

Así tenemos los siguientes:

- *Letra 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, representadas 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.
- *FIAMM*: Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario. Invierten su patrimonio en títulos del mercado monetario a corto plazo: letras del Tesoro, pagarés de empresa, bonos a corto plazo, etc.
- *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.

---

<sup>1</sup> Actualmente queda regulado en el apartado 1º del artículo 70 del Reglamento.

## CAPÍTULO III

### Renta fija<sup>2</sup>

#### 1. Definición

Se denomina así a la inversión en participaciones de empréstitos emitidos por entidades públicas (deuda pública) y 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 0).

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 pre-determinada 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 en la amortización (en el momento del vencimiento del bono) se paguen por él 170.

#### 2. 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

<sup>2</sup> Actualmente queda regulado en el apartado 1º del artículo 70 del Reglamento.

decrecientes, un ejemplo actual es la curva de tipos británica, 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, sea 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 con duración 6 años supone variación a la baja de 6 puntos porcentual en el valor del activo y viceversa.

### 3. Gestión de 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.

Agencias>	Fitch	Moody's	Standard&Poor's	Significado
<b>Inversión</b>	AAA	Aaa	AAA	Excepcional
	AA	Aa	AA	Excelente
	A	A	A	Buena
	BBB	Baa	BBB	Adecuada
<b>Especulación</b>	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 recomendado 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.

## CAPÍTULO IV

### Renta variable<sup>3</sup>

#### 1. 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). 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 un doble riesgo comparado con los bonos: por un lado, los pagos periódicos no son fijos ni conocidos y, segundo, los accionistas son los últimos en cobrar en caso de liquidación, 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 predicibilidad de sus beneficios y su seguridad. Así, por ejemplo, sectores como las autopistas tienen una baja volatilidad, otros sin embargo tienen alta volatilidad. La volatilidad tiene dos orígenes en función de si es propia del título o del mercado. Así podemos diferenciar:

**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, convirtiéndose la acción en agresiva o defensiva.

**Riesgo no sistemático o específico:** mide el riesgo propio de la acción. Ejemplos son el cambio en la legislación sobre el tabaco para las empresas tabaqueras, un mayor posicionamiento en algún mercado (Iberoamérica), una especial sensibilidad al precio de alguna materia prima, tipo de interés...

Este riesgo es eliminable 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

<sup>3</sup> Actualmente queda regulado en el apartado 1º del artículo 70 del Reglamento.

títulos, ya que un amplio porcentaje del riesgo específico de los títulos es común entre valores del mismo sector; por ejemplo, BSCH y BBVA tienen riesgos específicos comunes por su posicionamiento en Iberoamérica.

Importantes estudios cifran en un número reducido de títulos, los necesarios para conseguir una óptima diversificación, cantidad que permite un buen control por parte de la Comisión de Control. Así, para el Ibex 35 o el Eurostoxx-50, el número estimado es entre 12 y 15.

## 2. 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 a 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 es más una obligación, y que tiene una retribución fija siempre y cuando el emisor logre obtener unos beneficios mínimos.
- 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, no caen tanto como la mayoría de las acciones cuando hay momentos de pánico, actuando como «valores refugio», pero a cambio tampoco se disparan cuando se vive un rally de la bolsa.

### 3. 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 determina qué industrias y, finalmente, qué compañías se pueden beneficiar de esas tendencias.
  - *Análisis «bottom-up» (de abajo a 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, es 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 la actualidad, suele fluctuar entre 15 y 25 veces, aunque a mediados de los noventa estaba más bajo, entre 10 y 20 veces. En cualquier caso, se debiera 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, autopistas presentan alta rentabilidad por dividendo frente a otros sectores como el de comunicaciones 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 han 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, estos 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, 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.

# CAPÍTULO V

## Derivados<sup>4</sup>

### 1. Definición y tipología

Son instrumentos financieros que permiten operar con activos o índices de referencia de los mercados (subyacente), 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.

### 2. Usos

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

- a) Nos permiten realizar un 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

<sup>4</sup> Queda regulado en el artículo 70.6 si están admitidos a negociación en un mercado organizado y en el artículo 70.7 en caso contrario y en el artículo 71 en ambos casos. Es importante señalar que no se puede contratar un derivado si su activo subyacente no es considerado apto para la inversión. Un ejemplo es el futuro sobre materias primas (ejemplo, futuro sobre el barril Brent de petróleo).

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:

Supongamos que tenemos 1.000.000 de acciones de Telefónica que cotizan a 10 euros. Observo que hay mucha incertidumbre así que la entidad gestora decide cubrir la posición, mediante la venta de un futuro. El futuro cotiza también a 10 \_\_, vendo 1.000.000 de contratos.

Tres meses después 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 \_\_ =  $(10-12) \times 1.000.000$ .

El resultado final es cero.

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 \_\_ =  $(10-8) \times 1.000.000$ .

El resultado final es igualmente cero.

La segunda alternativa es la compra de una opción 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 euros.

No ejerzo la opción, el saldo final de la inversión en opciones es el pago de la prima =  $0.50 \times 1.000.000 = -500.000$  \_\_.

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 adquiere 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 el riesgo a través de la liquidez. 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.

Es importante subrayar que la legislación limita los activos que pueden ser subyacentes. Así, no es posible invertir en derivados sobre materias primas, como el futuro del Brent (petróleo) o de oro, ni en derivados de crédito, es decir aquellos cuyo activo subyacente es deuda corporativa.

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. Además, debe quedar claro el método de valoración.

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

## CAPÍTULO 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»).

#### 1. Inversiones inmobiliarias<sup>5</sup>

Bajo este nombre se recogen inversiones en inmuebles, tanto si se realiza 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 ordenación y supervisión del seguro privado, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre.

#### 2. Fondos cubiertos («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.

<sup>5</sup> La inversión está regulada en el artículo 72 del Reglamento, estando limitada al 20% del patrimonio del fondo y el 5% en un solo inmueble.

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.
- Invirtiendo 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 enormemente en términos de:

- 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 exentas de riesgo.

### 3. Capital riesgo («Private equity»)<sup>6</sup>

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»).

<sup>6</sup> Queda regulado en el artículo 70.7.

## CAPÍTULO 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 2 años<sup>7</sup>.

*¿Cómo lo hace?*

Supongamos que la curva de tipos indica que la rentabilidad exigida a 2 años es el 4%.

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

Esto lo consigo adquiriendo un bono cupón cero con vencimiento a 2 años.

En principio, su precio es:

$\text{Precio} = 102 \times (1,04)^{-2} = 94,30$  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 permita 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 hubiesen crecido hasta el 5%, debido a la inflación por la subida del petróleo (Shock de oferta) y el Ibex 35 haya caído fuertemente.

<sup>7</sup> Se trata de un simple ejemplo, con datos absolutamente inventados, a fin de clarificar el concepto.

El precio del bono pasará a ser  $= 102 \times (1.06)^{-1} = 96,23$  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 considerado activos aptos, y no debe generar incumplimiento de límite alguno.

## CAPÍTULO VIII

### Otros activos

Además de los activos o estructuras de activos ya vistos, existen otros recogidos por la legislación. Actualmente se desarrollan en el artículo 70 del Reglamento.

En tanto en cuanto no estén dentro de los considerados aptos, no se podrá invertir en ellos. Por tanto, no es posible, por ejemplo, comprar materias primas o derivados de éstas. Igualmente, no es posible invertir en objetos de arte, en objetos filatélicos o numismáticos.

## CAPÍTULO IX

### Gestión de carteras

#### 1. 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 permita 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», esto 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.

## 2. Medidas de «performance»

El termino «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	Real	Índice	Real
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)% x (18-12,8)%
R. fija	40%	60%	10%	-0,56 =(60-40)% x (10-12,8)%
A. monetarios	20%	10%	8%	+0,48 =(10-20)% x (8-12,8)
Rendimiento total	12,8 %	12,2%		

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 renta fija ha favorecido en 0,48 p.p.

– *Efecto selección:*

Activos	Asignación Real	Rentabilidad Índice	Rentabilidad Real	Efecto Asignación
R. variable	30%	18%	15%	-0,9 =30% x (15-18)%
R. fija	60%	10%	12%	+1,2 =60% x (12-10)%
A. monetarios	10%	8%	9%	+0,1 =10% x (9-8)
Rendimiento total	12,2%			

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.

*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 períodos suficientemente extensos, como mínimo tres años.

- **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 –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.

## CAPÍTULO X

### Otros términos financieros

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

**ADR's:** Los «American Depository Receipts» representan acciones de corporaciones extranjeras que se encuentran depositadas en bancos de EE.UU. en el extranjero. Permiten el comercio de acciones extranjeras en los EE.UU., 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 le son pagadas a los inversionistas en EE.UU. 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.

**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.

**«Blue chip»:** Con este término inglés se designa 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.

**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 nocional:** 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).

**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.

**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.

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

**Gestión activa:** Un 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 (bue-

nos 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.

**Inversión Socialmente Responsable (I.S.R):** 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.

**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.

**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.

**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).

**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.

S.R.I. (ver I.S.R)

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.

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).

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 económico que comprende actualmente 12 miembros de la UEM. Ellos son: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal.

## PARTE II. 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.

### CAPÍTULO I

#### Valoración de compromisos por pensiones

##### 1. Hipótesis

###### a) 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 PER-2000.

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 unos márgenes 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 supervivencias de hombres en función de la edad, mientras la PER-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%.

#### b) 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 CC.OO. 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.

#### c) 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:

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

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

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

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:

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

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%.

El salario a los 65 años sería:  $12.000 \times (1+2.5\%)^{(65-40)} = 22.247$  euros.

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

Los tres últimos conceptos (tipo de interés, incremento de precios e incremento salarial) forman un conjunto, siendo tan importante sus cuantías por separado como sus diferencias. 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.

## 2. Valoración

### a) 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.

<u>Antigüedad</u>	<u>Edad</u>	
<u>Años de servicio</u>	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 corresponderá 4 mensualidades. Suponiendo las hipótesis anteriormente recomendadas, los salarios crecerán al 2,5%, por lo que el capital a constituir será  
 Capital a constituir =  $4 \times 1.000 \times (1+2,5\%)^{(65-40)} = 7.416$  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 =  $0,375 \times 0,8331 = 0,3125$

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

## b) 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 ya 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:

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

Para nuestro trabajador =  $4/29 \times 2.318 = 320$  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 debe alcanzar el mismo punto como consecuencia, los costes normales irán creciendo a mayor ritmo que el método anterior.

### 3. 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.

## CAPÍTULO II

### Revisión financiera del plan de pensiones

El artículo 23 del RD recoge por un lado 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.

#### 1. Margen de solvencia

Para el caso de aquellos planes que cubran contingencias bajo la modalidad de prestación definida, salvo que lo asegure externamente, es 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 cuatro por ciento de las provisiones matemáticas.
- b) El cuatro 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.»

## **2. 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 completen.»

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?

Valor actual prestación futura:

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

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

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 III. Glosario de términos contables

### Cuentas anuales

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 tres elementos:

- Balance de situación.
- Cuenta de pérdidas y ganancias.
- Memoria.

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

## CAPÍTULO 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:

#### 1. 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 que existe es el inmovilizado financiero también llamado activo financiero o inversiones financieras:

a) Inversiones financieras

*Acciones y otras participaciones:* Recogen la cuantía total de valores de renta variable a precio de adquisición.

*Valores de renta fija:* Recogen la cuantía total de valores de renta fija a precio de adquisición.

*Intereses de valores de renta fija:* Recogen los intereses devengados, a cobrar, con vencimiento superior a un año, de valores de renta fija.

*Otras inversiones financieras:* Recogen otro tipo de inversiones.

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.

b) Deudores

*Deudores:* Esta partida recoge la cuantía total que le deben al fondo personas físicas o jurídicas distintas a las Administraciones Públicas.

*Administraciones Públicas:* Se tratan de las retenciones realizadas al fondo. El tipo de gravamen para los fondos de pensiones en el impuesto sobre sociedades es cero, por lo que el fondo tiene derecho a la devolución de las retenciones efectuadas.

*Provisiones:* Cuenta de compensación de deudores por las insolvencias latentes o esperadas.

*Ajustes por periodificación:* Gastos e intereses pagados en el ejercicio que se cierra y que corresponden al ejercicio siguiente (gastos e intereses pagados por anticipado).

*Deudores varios:* Esta partida recoge la cuantía total que le deben al fondo terceros distintos a las Administraciones Públicas.

c) Tesorería

*Bancos e instituciones de crédito:* Recoge el saldo de libre disposición de la cuenta corriente en el banco.

*Activos del mercado monetario:* Se trata del saldo en activos de renta fija con plazo de vencimiento de menos de 18 meses y repos.

## 2. Pasivo

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

a) 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.

b) Acreedores

*Entidad gestora:* Cuantía que se le debe a la entidad gestora por sus servicios. Es la factura por los servicios de diciembre.

*Administraciones Públicas:* Cuantía que se le debe a las Administraciones Públicas.

*Otras deudas:* Cuantía que el fondo de pensiones debe a terceros distintos de los anteriores.

*Ajustes por periodificación:* Ingresos e intereses cobrados por el fondo que corresponden al ejercicio siguiente (ingresos e intereses cobrados por anticipado).

El activo y el pasivo deben coincidir necesariamente, siendo los fondos propios (la cuentas de posiciones de los planes) lo que equilibra ambas partes del balance, es decir la parte del activo que no responde ante ninguna deuda de un tercero.

## CAPÍTULO 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 acuerdo con el principio de prudencia, esta cuenta sólo recoge las plusvalías realizadas (esto es, cuando se ha realizado el activo), en cambio recoge tanto las minusvalías realizadas como las latentes.

#### 1. Debe

En este lado se cargarán todos los gastos y pérdidas en que haya incurrido el fondo durante el ejercicio contable.

##### a) Comisiones y otros gastos

*Comisiones de la Entidad Gestora:* Remuneraciones pagadas a la entidad gestora por gestionar el fondo (administrar el patrimonio y llevar la contabilidad).

*Comisiones de la Entidad Depositaria:* Remuneraciones pagadas a la entidad depositaria por mantener en depósito los activos integrados en el fondo.

*Servicios exteriores:* Cuantía que se ha abonado a auditores y a otros terceros.

*Otros gastos:* Gastos de la comisión de control y otros gastos distintos.

##### b) Gastos de las inversiones

Recogen gastos de las inversiones financieras.

*Variación de las provisiones de inversiones financieras:* En el caso de que la partida del activo «provisiones de inversiones financieras» (aparece restando el valor de los activos financieros) sea inferior a la del ejercicio anterior, la diferencia o variación se reflejará en el debe, en caso contrario se reflejará en el haber.

*Pérdidas por realización de inversiones financieras:* Pérdidas en ventas de activos financieros.

*Diferencias negativas de cambio:* La conversión a moneda nacional de los activos finan-

cieros en moneda extranjera se hará aplicando a la divisa el tipo de cambio medio del Banco Central Europeo en la fecha de valoración (al cierre del ejercicio).

Si las diferencias de este cambio medio con respecto al cambio histórico son negativas las pérdidas potenciales se registrarán en la cuenta «diferencias negativas de cambio» ya procedan de la cartera de valores o de cuentas de tesorería o de compraventa de divisa a plazos.

## 2. Haber

En este lado de la cuenta de pérdidas y ganancias se recogen los ingresos y beneficios del fondo de pensiones obtenidos en el ejercicio contable.

### a) Ingresos de las inversiones

*Ingresos de inversiones financieras:* Intereses derivados de activos de renta fija y de activos de mercados monetarios e ingresos por dividendos de acciones y otras participaciones a favor del fondo.

*Beneficios en realización de inversiones financieras:* Beneficios obtenidos por la venta de activos financieros.

*Diferencias positivas de cambio:* La conversión a moneda nacional de los activos financieros en moneda extranjera se hará aplicando a la divisa el tipo de cambio medio del Banco Central Europeo en la fecha de valoración (al cierre del ejercicio).

Si las diferencias de este cambio medio con respecto al cambio histórico son positivas, las plusvalías potenciales se registrarán en la cuenta «diferencias positivas de cambio», ya procedan de la cartera de valores o de cuentas de tesorería o de compraventa de divisa a plazos.

Ambos lados de la cuenta de pérdidas y ganancias deben coincidir, sirviendo como cuenta de cuadro el resultado del ejercicio cuyo saldo es la diferencia entre ambos lados (los ingresos y los gastos) colocándose éste en el lado que suma menos. Así si hay ingresos y beneficios por valor de 150 u.m. y gastos y pérdidas por importe de 200 u.m., la cuenta «Resultados del ejercicio» se colocará en el haber con importe de 50 u.m. y significará un resultado negativo de 50 u.m.

No obstante, hay que recordar que eso no significará que la rentabilidad del fondo haya sido necesariamente negativa.

## CAPÍTULO III

### 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.

#### 1. Notas

Los puntos básicos de la memoria son las siguientes:

- 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.

- 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.

- 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.

- 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 período en que se devengan con independencia de cuando se produce su cobro o su pago respectivo.

- 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.

- 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 han devengado. Igualmente, qué retribución ha recibido la entidad depositaria por sus servicios.

- 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.

Se ha de imputar por planes.

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

- 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.

- Administraciones Públicas

Recoge 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, y las retenciones a cuenta del IRPF efectuadas por el fondo por el pago de prestaciones.

- 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.

## 2. Cuadro de financiación (EOAF: estado de origen y aplicación de fondos)

Tiene una doble vertiente:

- a) En primer lugar se observa de dónde vienen los fondos (orígenes), que pueden aparecer por:
  - Beneficio del ejercicio (de pérdidas y ganancias).
  - Revalorización de inversiones financieras: el dato se obtiene de la diferencia entre el saldo al final del ejercicio presente y el pasado de la cuenta «revalorización de inversiones financieras» del balance.
  - Prestaciones a cargo de aseguradores.
  - Variaciones de las provisiones.
  - Aportaciones y traspasos recibidos.
- b) En segundo lugar en qué se han empleado (aplicaciones):
  - Prestaciones pagadas y traspasos emitidos.
  - Primas de seguros.
  - Gastos propios del plan.
  - Inversiones financieras.

La diferencia entre el origen de fondos y la aplicación de fondos se recoge en el concepto de aumento y disminución del capital circulante. Si el origen de los fondos es mayor que la aplicación de éstos, esto es, entra más dinero en el fondo del que sale, aumentará el capital circulante; en caso contrario disminuirá el mismo.

Adicionalmente se muestra qué partidas del capital circulante han aumentado o disminuido. Estas partidas son:

- Deudores.
- Tesorería.
- Acreedores.

### 3. 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 (inversiones financieras) y cuenta de pérdidas y ganancias.

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 objetiva ligada a un riesgo asumible mediante la diversificación.

## CAPÍTULO IV

### 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 han desarrollado su actividad y qué medidas han tomado, haciendo previsiones para el nuevo año sobre 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.

## CAPÍTULO V

### 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 –párrafo de opinión– dan su opinión.

Existen cuatro tipos de opiniones:

- *Opinión favorable*: Es el más positivo que pueden recibir unas cuentas anuales. Significa que el auditor está de acuerdo en el cumplimiento de los principios contables y de como 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 en 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 puede ser ampliada.

## ANEXO I. Regulación

### Régimen de inversiones de los fondos de pensiones

#### 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. 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.
3. 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 a que se refiere el artículo 23.
4. Los activos de los fondos de pensiones se invertirán mayoritariamente 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 los efectos de este título, 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 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, 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.

5. El activo de los fondos de pensiones estará invertido de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación, dispersión, liquidez, congruencia monetaria y de plazos adecuados a sus finalidades, de acuerdo a lo previsto en este reglamento.
6. La comisión de control del fondo de pensiones o la entidad gestora, siguiendo las indicaciones de la comisión de control del fondo correspondiente o de acuerdo con lo dispuesto en las normas de funcionamiento del fondo, deberá ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo con relevancia cuantitativa y carácter estable, en beneficio exclusivo de los partícipes y beneficiarios, especialmente el derecho de asistencia y voto en las juntas generales.
7. A efectos de lo dispuesto en este capítulo, se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las sociedades que se encuentren en los supuestos contemplados en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de junio, del Mercado de Valores.
8. La utilización de instrumentos derivados estará sometida al cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 71 de este reglamento y a las normas que, en su desarrollo, pueda dictar el ministro de Economía.
9. Los activos que integran el patrimonio del fondo de pensiones corresponden colectiva y proporcionalmente a todos los planes adscritos al fondo 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 de aquél. 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, quinta y sexta del texto refundido de la ley.

No obstante, el ministro de Economía 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 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 y derechos de renta fija y variable admitidos a negociación en mercados regulados, incluidos aquellos que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllos. Los valores 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 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. Acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, o en la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, siempre que el reglamento de los fondos o los estatutos de las sociedades cuyas participaciones o acciones se prevea adquirir no autoricen a invertir más de un 10 por ciento del activo de la institución en acciones o participaciones de otras instituciones de inversión colectiva.
3. Depósitos en entidades de crédito que sean a la vista, siempre que la entidad de crédito tenga su sede en un Estado miembro de la Unión Europea, y siempre que estén nominados en monedas que se negocien en mercados de divisas de la OCDE.
4. Bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios que reúnan los requisitos establecidos en el apartado 10 del artículo 50 del Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre.
5. 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 pignoratícios, siempre que el objeto de la garantía sea también un activo apto para la inversión de los fondos de pensiones.

6. Instrumentos financieros derivados admitidos a negociación en un mercado organizado de derivados sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles, que cumplan los requisitos establecidos en el artículo 71.
7. Valores, títulos de renta fija e instrumentos financieros derivados, no admitidos a negociación en mercados regulados. Para que estas categorías puedan ser aptas para la inversión de los fondos de pensiones, deberán cumplir los siguientes requisitos:

a) Valores no negociados en mercados regulados.

Para que puedan ser considerados como inversiones aptas de los fondos de pensiones deberán cumplir los siguientes requisitos:

- 1º No podrán presentar ninguna limitación a su libre transmisión. En el caso de valores o participaciones emitidos por sociedades o fondos de capital riesgo autorizados para operar en España conforme a la Ley 1/1999, de 5 de enero, cuando por configuración y estructura se encuentre limitada la libre transmisión o aumentos de capital a los socios o partícipes de la entidad de capital riesgo, este requisito se entenderá acreditado cuando incorporen una cláusula o pacto expreso de recompra de los valores o participaciones de la entidad de capital riesgo al fondo de pensiones.
- 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 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 activos no negociados 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, tanto en el grupo de la entidad gestora como en la entidad en la que se invierta. 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 ciento 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 no negociados emitidos por el grupo económico de la gestora o de los promotores de los planes de pensiones integrados en los fondos gestionados.

- b) Instrumentos del mercado monetario y valores de renta fija con vencimiento inferior a 18 meses no negociados en un mercado regulado, siempre que se cumplan alguno de los siguientes requisitos:
- 1º Que estén emitidos o garantizados por el Estado o sus organismos autónomos, las comunidades autónomas, las corporaciones locales, las sociedades estatales, entidades públicas del Espacio Económico Europeo, los organismos financieros internacionales de los que España sea miembro y por aquellos otros que así resulte de compromisos internacionales que España pueda asumir.
  - 2º Que estén emitidos por una empresa cuyos valores se negocien en un mercado regulado.
- c) Instrumentos financieros derivados no negociados en un mercado organizado de derivados sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles, siempre que cumplan los siguientes requisitos:
- 1º Que las contrapartes sean entidades domiciliadas en 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.
  - 2º Que las operaciones puedan 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, bien el intermediario financiero que hubiera asumido este compromiso y reúna los requisitos establecidos en el guión anterior estarán obligados a ofrecer cotizaciones diarias de compra y venta. La diferencia máxima en que oscilarán ambos tipos de cotizaciones deberá haberse fijado en cada contrato realizado y en los documentos informativos periódicos de la entidad elaborados con posterioridad a la firma de cada contrato. En el caso de cesión a un tercero, éste deberá subrogarse en la posición, como mínimo, al precio fijado para ese día por la contraparte o el intermediario financiero mencionados anteriormente.
  - 3º Que las cláusulas contractuales incorporen documentación precisa acerca del método de valoración conforme al cual se vayan a determinar las cotizaciones diarias señaladas en el guión anterior.
  - 4º Cuando la contraparte pertenezca al mismo grupo que la entidad gestora de fondos de pensiones, deberá poderse probar que la operación se realiza a precios de mercado. Se presumirá que se ha realizado a precio de mercado cuando la contraparte haya llevado a cabo otras operaciones en esas mismas condiciones con entidades no pertenecientes al grupo.

- 5° Que cumplan los restantes requisitos establecidos en el artículo 71.
8. El ministro de Economía 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 invertir en productos financieros derivados con la finalidad de asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera, como inversión para gestionar de modo más eficaz la cartera, o en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad. En el caso de instrumentos financieros derivados no negociados en mercados organizados de derivados, su finalidad únicamente podrá ser la cobertura de los riesgos asumidos por el fondo de pensiones o la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad.
2. Los fondos de pensiones no podrán utilizar ningún derivado distinto de los señalados en el apartado siguiente, bien sea contratado aisladamente bien incorporado en una operación estructurada en combinación con otros instrumentos, valores o depósitos.
3. Los fondos de pensiones podrán utilizar los siguientes instrumentos financieros derivados: futuros, opciones, compraventas a plazo, operaciones de permuta financiera y operaciones estructuradas resultantes de la combinación de dos o más instrumentos o activos en los términos que pueda establecer el ministro de Economía.  
En el caso de las operaciones estructuradas, cada uno de los elementos que las compongan deberá ser apto según lo establecido en este capítulo.
4. 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.
5. Los fondos de pensiones deberán valorar diariamente a precios de mercado sus operaciones en derivados.
6. Las comisiones de control, las entidades promotoras o en su caso las entidades gestoras y depositarias extremarán la diligencia en lo referente a la inversión en productos financieros derivados, para lo que será preciso que establezcan los adecuados mecanismos de control interno que permitan verificar que dichas operaciones son apro-

piadas a sus objetivos y que disponen de los medios y experiencia necesarios para llevar a cabo tal actividad.

## **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 párrafos siguientes:

- a) Al menos el 70 por ciento del activo del fondo de pensiones se invertirá en activos financieros admitidos a negociación en mercados regulados, en depósitos bancarios, en créditos con garantía hipotecaria y en inmuebles. También se podrán incluir en el referido porcentaje las participaciones en fondos de inversión sometidos a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, o a la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, cuyas participaciones tengan la consideración de valores cotizados.

La posición en los instrumentos y la inversión en los activos señalados en el apartado 7 del artículo 70 no podrán exceder, en su conjunto, del 30 por ciento del activo del fondo de pensiones. El ministro de Economía podrá establecer normas específicas sobre la incidencia de los instrumentos financieros 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.

- b) La inversión en títulos o valores emitidos por una misma entidad, más los créditos otorgados a ella o avalados o garantizados por ella, no podrá exceder del 5 por ciento del activo del fondo de pensiones. No obstante, el límite anterior será del 10 por ciento por cada entidad emisora, prestataria o garante, siempre que el fondo no invierta más del 40 por ciento del activo en entidades en las que se supere el 5 por ciento 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 ciento del activo del fondo.

Ningún fondo de pensiones podrá tener invertido más del 2 por ciento de su activo en valores o activos no admitidos a negociación en mercados regulados emitidos o avalados por una misma entidad. Ningún fondo de pensiones podrá tener más del cuatro por ciento de su activo en valores o activos no negociados en mercados regulados emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

La inversión en un mismo fondo de inversión cuyas participaciones tengan la consideración de valores cotizados podrá llegar hasta el 20 por ciento del activo del fondo.

- c) Los fondos de pensiones no podrán invertir más del 0,3 por ciento de su activo en títu-

los o valores emitidos por entidades del grupo al que pertenezca el promotor o promotores de los planes de empleo en él integrados.

- d) La inversión de los fondos de pensiones en títulos o valores emitidos o avalados por una misma entidad no podrá exceder del 5 por ciento, en valor nominal, del total de los títulos o valores en circulación de aquélla. En el caso de valores o participaciones emitidos por sociedades o fondos de capital riesgo autorizados a operar en España conforme a la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, este límite se elevará al 20 por ciento.

Los límites establecidos en los párrafos anteriores no serán de aplicación a los activos 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 ciento del saldo nominal de ésta.

- e) La inversión en inmuebles, créditos hipotecarios y derechos reales inmobiliarios no podrá exceder del 20 por ciento del activo del fondo de pensiones. No se podrá invertir más del 5 por ciento del activo del fondo de pensiones en un solo inmueble. Estos límites serán aplicables asimismo sobre aquellos inmuebles y derechos reales inmobiliarios lo suficientemente próximos y de similar naturaleza como para que puedan considerarse como una misma inversión.

A los efectos de la aplicación de los límites previstos en este artículo, se considerarán asimiladas a los inmuebles las participaciones en el capital social de sociedades cuyos títulos no estén admitidos a negociación en mercados regulados, que tengan como objeto social exclusivo la tenencia y gestión de inmuebles, y en las que al menos el 90 por ciento de su activo esté constituido por inmuebles. A esta categoría de activos no le resultará de aplicación lo establecido en el párrafo d) anterior.

- f) 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, 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 aquéllos por razón de planes de reequilibrio acogidos a la disposición transitoria cuarta del texto refundido de la ley, y la parte de la cuenta de posición canalizada a otro fondo de pensiones.

En el caso de operaciones estructuradas, estos límites se aplicarán además sobre cada uno de los elementos que componen la operación.

- g) 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 párrafos anteriores se calcularán, además, con relación al balance consolidado de dichos fondos.

- h) El ministro de Economía podrá establecer condiciones y porcentajes conforme a la normativa comunitaria para establecer o concretar el cumplimiento de la congruencia monetaria.
- i) 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 este 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, 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, 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 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 ciento 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 5 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 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 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 aquél en que se haya producido el mayor volumen de negociación.

Como excepción a lo indicado en el párrafo anterior, los valores de renta fija con vencimiento inferior o igual a seis meses se valorarán al precio de adquisición incrementado en los intereses devengados correspondientes, que se calcularán de acuerdo a la tasa interna de rentabilidad de estas inversiones, y nunca aplicando un método lineal de periodificación. En el caso de inversiones en renta fija con vencimiento superior a seis meses, se comenzará a aplicar el método de valoración indicado en el párrafo anterior el día en que resten justamente seis meses para el vencimiento, considerando como precio de adquisición el que en ese día iguale el rendimiento interno de la inversión al tipo de interés de mercado.
  - b) En el caso de títulos 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 unas tasas equivalentes a la media del último mes resultantes del mercado de deuda pública anotada del Banco de España con idéntico plazo de vencimiento, aplicando, en su caso, las homogeneizaciones oportunas según la calidad del emisor que se prevean en la normativa contable.
  - c) Cuando se trate de otros valores, distintos de los señalados en los párrafos anteriores, se entenderá por valor de realización el que resulte de aplicar criterios racionales.

les valorativos aceptados en la práctica, teniendo en cuenta, en su caso, los criterios que establezca el ministro de Economía 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 podrán efectuarse por los servicios técnicos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones o por 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. 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 éstas.
3. Los créditos se valorarán por su valor actual, con el límite del valor de la garantía, utilizando para su actualización la tasa de interés de la Deuda del Estado de duración más próxima a la residual del 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 siguiente al señalado.  
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, que contenga la totalidad de la documentación necesaria; el receptor estará obligado a facilitar al solicitante constancia de su recepción.

Será responsable la entidad gestora de los retrasos que se produzcan en exceso sobre los plazos previstos en este reglamento entre la fecha de recepción de la solicitud con la documentación correspondiente y la de orden efectiva de pago o movilización de la operación, 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.

## ANEXO II. Índice analítico

Acción preferente (f) (página 13)  
Acciones y otras participaciones (c) (página 44)  
Acreedores (c) (página 45)  
Activo (c) (página 43)  
Activo del mercado monetario (c) (página 45)  
Activo monetario (f) (página 8)  
Administraciones Públicas (c) (página 44 y 45)  
ADR's (f) (página 29)  
Agencias de calificación (f) (página 10 y 29)  
Agencias de valores (f) (página 29)  
Alfa de Jensen (f) (página 28)  
Amortización (f) (página 9)  
Análisis Bottom-Up (f) (página 14)  
Análisis cuantitativo (f) (página 14).  
Análisis Fundamental (f) (página 14).  
Análisis Técnico o gráfico (f) (página 14)  
Análisis Top-Down (f) (página 14)  
Apalancamiento (f) (página 29)  
Auditoría (c) (Página 53)  
Balance de situación (c) (página 43)  
Benchmark (f) (página 25): Ver Índice de referencia  
Beta (f) (página 12)  
Blue Chip (f) (página 29)  
Bono canjeable (f) (página 29)  
Bono convertible (f) (página 29)  
Bono cupón cero (f) (página 9).  
Bono nocional (f) (página 30)  
Bono segregable (f) (página 30)  
Calidad crediticia (f) (pagina 10)  
Capital riesgo (f) (página 21)  
Chartismo (f) (página 14):Ver Análisis técnico  
Cíclicos (valores) (f) (página 13)  
Cobertura (f) (página 17)  
Colocación estratégica de activos (f) (página 25)  
Colocación táctica de activos (f) (página 25)  
Comisiones y otros gastos (c) (página 46)  
Crecimiento (Acciones o valores) (f) (página 13).  
Crédito unitario (a) (página 38)  
Cuadro de atribución de resultados (f) (página 26)  
Cuadro de financiación (c) (página 50)

Cuantitativo (Análisis) (f) (página 14)  
Cuenta de pérdidas y ganancias (c) (página 46)  
Cuenta de posición (c) (página 45)  
Cupón (f).(página 9)  
Curva de tipos (f) (página 9)  
Debe (c) (página 46)  
Defensivas (acciones o valores) (f) (página 13)  
Deflación (f) (página 30)  
Derecho preferente de suscripción (f) (página 12)  
Desdoblamiento de acciones (f) (página 30)  
Deudores (c) (página 44)  
Diversificación (f) (página 12).  
Duración (f) (página 10).  
Edad de entrada (a) (página 38)  
Efecto asignación (f) (página 26)  
Efecto selección (f) (página 27)  
Estañflación (f) (página 30)  
Estructurados (productos) (f) (página 22)  
Ex cupón (f) (página 30)  
Factor de descuento actuarial (a) (página 37)  
Fed (f) (página 30)  
FIAMM (f) (página 8)  
Floating Rate Note (FRN'S) (f) (página 32). Ver Tipos de interés flotante  
Fondos Cubiertos (f) (página 20)  
Fondos de dinero (f) (página 8)  
Fondos propios (c) (página 45)  
Futuro (f) (página 17).  
Garantizado (f) (página 22)  
Gastos de las inversiones (c) (página 46)  
Gestión activo (f) (página 30)  
Gestión pasiva (f) (página 25 y 30)  
GK-95 (a) (página 34). Tabla de mortalidad  
GR-95 (a) (página 33). Tabla de supervivencia  
Growth (f) (página 13). Ver crecimiento  
Haber (c) (página 47)  
Hedge funds (f) (página 20). Ver Fondos cubiertos  
Horizonte temporal (f) (página 25)  
IFO (f) (página 16)  
Indexados (f) (página 9).  
Indicadores (f) (páginas 16 y 31)  
Índice de fuerza relativa (f) (página 32)  
Índice de referencia (f) (página 25)  
Índice de Sharpe (f) (página 27)

Índice de Treynor (f) (página 27)  
Inflación (f) (página 31)  
Informe de gestión (c) (página 52)  
Ingresos de las inversiones (c) (página 47)  
Inversiones alternativas (f) (página 20)  
Inversiones financieras (c) (página 44)  
Inversiones inmobiliarias (f) (página 20)  
Inversiones socialmente responsable (ISR) (f) (página 31)  
IPC (a) (página 36): Índice de Precios al Consumo  
IRS (a) (página 36): Incremento salarial  
ISM (f) (página 16)  
Letra del Tesoro (f) (página 8)  
Libor (f) (página 31)  
Margen de solvencia (a) (página 39)  
Media móvil (f) (página 31)  
Memoria (c) (página 48)  
Métodos de periodificación (a) (página 37)  
NAPM: (ver ISM) (f) (página 16)  
OPA (f) (página 31)  
OPV (f) (página 31)  
Opción Call (f) (página 17)  
Opción Put (f) (página 17)  
OM-77 (a) (página 34). Tabla de invalidez  
Oscilador (f) (página 31)  
OTC (f) (página 31)  
Pagaré de empresa (f) (página 8)  
Pasivo (c) (página 45)  
Performance (f) (página 26).  
PER (f) (página 14).  
PER 2000 C/P (a) (página 34)  
Plan de reequilibrio (a) (página 38)  
Posición corta (f) (página 31)  
Posición larga (f) (página 32)  
Precio de ejercicio (f) (página 17)  
Private Equity (f) (página 21) ver Capital riesgo  
Provisiones (c) (página 44)  
Provisiones matemáticas (a) (página 40)  
Punto básico (f) (página 32)  
Punto porcentual (f) (página 32)  
Ratio de información (f) (página 28)  
Rentabilidad por dividendo (f) (página 15)  
Repos (f) (página 8).  
Resistencia (f) (página 32)

Revalorización de inversiones financieras (c) (página 44)  
Revisión del plan de pensiones (a) (página 39)  
Riesgo de crédito (f) (página 10)  
Riesgo no sistemático o específico (página 12)  
Riesgo sistemático: (f) (página 12)  
RSI (f) (página 32) Ver Índice de Fuerza Relativa  
Soporte (f) (página 32)  
Split (f) (página 30). Ver desdoblamiento de acciones  
S.R.I. (f) (página 32) Ver Inversiones Socialmente Responsable (I.S.R)  
SS-90 (a) (página 34). Tabla de invalidez  
Strategical Asset Allocation (f) (página 25). Ver colocación estratégica de activos  
Strike (precio de ejercicio) (f) (página 17)  
Strips (f) (página 30). Ver Bonos segregables  
Tablas demográficas (a) (página 33)  
Tablas de invalidez (a) (página 34)  
Tablas de rotación (a) (página 35)  
Tactical Asset Allocation (f) (página 25). Ver Colocación táctica de activos  
Tesorería (c) (página 45)  
Tipo de interés flotante (f) (página 32)  
Tipo de interés técnico (a) (página 35)  
TIR: (f)(página 10)  
Unit Credit (a) (página 38). Ver Crédito unitario  
Valor (acción de) (f) (página 13)  
Valor actual de prestaciones futuras (a) (página 36)  
Valor contable de un título (f) (página 32)  
Valores de renta fija (c) (página 44)  
Value (ver Valor) (f) (página 13)  
Warrant (f) (página 32)  
Yield ratio (Rentabilidad por dividendo) (f) (página 15)  
Zona Euro (f) (página 32)