

**UTILIZACIÓN Y CONTABILIDAD
DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS
EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES**

Carlos J. Rodríguez García

Noviembre 2003

Dirección de Estudios
Comisión Nacional del Mercado de Valores
Monografías nº 4. 2003

Carlos J. Rodríguez García es técnico de la Dirección de Autorización y Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 84-87870-37-6

Depósito legal: M-52.385-2003

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición
Talisio, 9. 28027 Madrid

RESUMEN

El primer objetivo de esta monografía es identificar los principios básicos por los que se rige el sistema de información y contabilidad establecido en la normativa española para las operaciones en instrumentos financieros derivados de los Fondos de Inversión y contrastar la validez de estos principios para el control de las citadas operaciones.

Para poder controlar una determinadas operaciones es necesario conocer cómo se están utilizando en la práctica. Consecuentemente con lo anterior, el segundo objetivo de esta monografía, es aportar evidencia empírica sobre la operativa en instrumentos financieros derivados por parte de los Fondos de Inversión constituidos de acuerdo a la normativa española.

Como resultado del análisis se puede concluir, en primer lugar, que los principios generales del sistema de información y contabilidad establecido para las operaciones en instrumentos derivados de los Fondos de Inversión son válidos y en línea con los desarrollos más avanzados. Las limitaciones detectadas se circunscriben a cuestiones específicas que no perturban la validez global del sistema.

En segundo lugar, los datos aportados demuestran que la mayoría de los Fondos de Inversión españoles operan en derivados. Aunque a nivel global la operativa es poco significativa, existen Fondos de Inversión en los que la operativa en derivados es muy relevante.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN

2. EVIDENCIA EMPÍRICA: LA UTILIZACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS POR LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES

2.1. Caracterización de los Fondos de Inversión que operan en instrumentos derivados

2.2. Relevancia de la operativa: los Fondos estructurados de renta variable

3. INFORMACIÓN Y CONTABILIDAD

3.1. Normas contables para las operaciones en derivados de los Fondos de Inversión

3.2. Análisis comparado de la normativa contable

3.2.1. Comparación respecto a otra normativa nacional

3.2.2. Comparación respecto a la normativa internacional

4. MEDICIÓN Y CONTROL DE RIESGOS

4.1. Normativa española

4.2. Análisis comparado respecto a la legislación internacional

5. CONCLUSIONES

6. ANEXOS

7. BIBLIOGRAFÍA

1. INTRODUCCIÓN¹

El objetivo de esta monografía es identificar los principios básicos por los que se rige el sistema de información y contabilidad establecido en la normativa española para las operaciones en instrumentos financieros derivados de los Fondos de Inversión, y contrastar la validez de estos principios para el control de las citadas operaciones. Este análisis se centra en tres aspectos: el registro contable de las operaciones en instrumentos financieros derivados, los métodos de valoración establecidos para estas operaciones, y los procedimientos de medición y control de los riesgos inherentes a las mismas.

Por otra parte, para poder controlar una determinadas operaciones, es necesario conocer cómo se están utilizando en la práctica. Consecuentemente con lo anterior, el segundo objetivo de esta monografía, es aportar evidencia empírica sobre la operativa en instrumentos financieros derivados por parte de los Fondos de Inversión constituidos de acuerdo a la normativa española.

Respecto al ámbito de aplicación, se presta una especial atención a las normas emitidas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV), que es uno de los emisores nacionales de normas contables. Por otro lado, esta monografía se centra en los Fondos de Inversión, entre las diferentes entidades sujetas a supervisión por la CNMV.

Esta monografía consta de tres apartados. En el primer apartado, se aportan datos empíricos sobre la operativa de los Fondos de Inversión españoles en instrumentos financieros derivados. En el segundo apartado, se analiza el régimen de información y contabilidad para las operaciones en instrumentos derivados específico de los Fondos de Inversión españoles. Por último, en el tercer apartado, se estudian los procedimientos establecidos en la normativa española para la medición y el control de los riesgos derivados de estas operaciones.

En esta monografía se ha combinado la investigación conceptual y la empírica. El enfoque adoptado se justifica porque, analizando la bibliografía al respecto, se ha observado una falta de trabajos de investigación acerca de los Fondos de Inversión españoles que aborden su problemática desde una perspectiva económica, en particular contable, y desde un punto de vista cercano a la realidad de la industria.

2. EVIDENCIA EMPÍRICA: LA UTILIZACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS POR LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES

Esta monografía comienza con una serie de datos de elaboración propia sobre la operativa en instrumentos financieros derivados por parte de los Fondos de Inversión españoles. Concreta-

¹ En esta monografía se ha tomado como punto de partida las conclusiones recogidas por el autor en su tesis doctoral del mismo título dirigida por José Luis Sanchez-Fernández de Valderrama. La lectura de esta tesis doctoral tuvo lugar el 13 de noviembre de 2002 en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid y el tribunal le otorgó la calificación de “sobresaliente ‘cum laude’ por unanimidad”.

mente, se aportan datos sobre los Fondos que operan con instrumentos financieros derivados y sobre la importancia de estas operaciones².

La muestra comprende la totalidad de los Fondos de Inversión constituidos de acuerdo a la normativa española registrados en la CNMV.

2.1. Caracterización de los Fondos de Inversión que operan en instrumentos derivados

En primer lugar, los datos muestran que la mayoría de los Fondos de Inversión operan con instrumentos financieros derivados. En el Cuadro 1 del Anexo 2 se recoge la evolución del número de Fondos de Inversión que operan con instrumentos derivados y de su patrimonio.

Respecto al criterio seguido para discriminar entre Fondos que operan y los que no lo hacen, se considera que operan con instrumentos derivados aquellos Fondos de Inversión que durante el mes en cuestión han tenido abiertas posiciones en operaciones de riesgo y compromiso distintas de las compraventas a plazo de Deuda Pública. Se ha optado por no computar entre los Fondos que operan en derivados aquellos que únicamente realizan operaciones de compraventas a plazo de Deuda Pública porque no se dispone de una serie de datos homogénea y por la diferente percepción que tienen los gestores de estas operaciones³.

Con el propósito de apoyar la conclusión enunciada, conviene reseñar que el número de Fondos que operan en derivados es superior al número de los que no operan, en todos los trimestres a partir de septiembre de 1999. Asimismo, desde diciembre de 1998 el patrimonio de los Fondos que operan supera en todos los trimestres analizados al de los que no operan.

Por otra parte, también se observa que el porcentaje que supone el número de Fondos que operan sobre el total de Fondos es inferior al porcentaje que supone su patrimonio sobre el patrimonio total para todos los meses analizados. Por ejemplo, en diciembre de 2002, los Fondos que operaban suponían el 56,78% del número total. Sin embargo, su patrimonio representaba el 60,09% del patrimonio total.

A. Distribución por categorías

En el Cuadro 2 del Anexo 2 se recogen el número y el patrimonio de los Fondos de Inversión que operan en instrumentos derivados para cada una de las categorías de clasificación de Fondos de Inversión acordadas entre INVERCO⁴ y la CNMV⁵.

Para discriminar entre Fondos que operan y los que no lo hacen se ha seguido el criterio utilizado en el Cuadro 1. Por otra parte, se dejan fuera del cuadro los FIM que se declaran GRF y GRV porque, como se explicará más adelante, la consecución del objetivo garantizado

² Todos los datos incluidos en esta apartado se han elaborado a partir de información que está a disposición del público en general, sin que en ningún caso se haya utilizado para este estudio información remitida a la CNMV con carácter confidencial.

³ No obstante, no hay que olvidar que, de acuerdo con la OM 10/06/97, las compraventas a plazo de Deuda Pública son operaciones con instrumentos derivados bilaterales que computan para el cálculo del compromiso. Si bien, es cierto que para realizar estas operaciones no es necesario cumplir con los requisitos establecidos para realizar operaciones con instrumentos derivados no negociados mercados organizados.

⁴ Según su página web INVERCO es “*la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, y agrupa, en calidad de miembros asociados, a la práctica totalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva españolas (Fondos y Sociedades de Inversión), a los Fondos de Pensiones españoles, y a las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras registradas en la CNMV a efectos de su comercialización en España*”. INVERCO [WWW]. *¿Qué es Inverco?*. URL: http://www.inverco.es/web/contenido/quien_somos.html (acceso 30/06/03).

⁵ En el Anexo 3 se aporta información adicional sobre estas categorías.

descansa en estrategias de gestión pasiva en las que son fundamentales las operaciones en instrumentos derivados.

La categoría RVN es la que presenta, en el promedio de los meses analizados, una mayor proporción de Fondos de Inversión que operan en derivados. La media del porcentaje que supone el número de RVN que operan sobre número total de RVN se sitúa en el 78,84% y la media del porcentaje que supone el patrimonio de los RVN sobre el patrimonio total de los RVN alcanza el 91,05%. En todos los meses analizados, el número de RVN que operan se sitúa por encima del 73% de número total de RVN y su patrimonio por encima del 86% del patrimonio total de los RVN.

La categoría RFCP es la categoría de FIM⁶ que presenta, en el promedio de los meses analizados, una menor proporción de Fondos que operan en derivados sobre número total de Fondos adscritos a esa categoría (la media se sitúa en el 34,00%).

B. Relación operativa en derivados y volumen patrimonial

Otra conclusión que se puede extraer de los datos aportados es que cuanto mayor es el patrimonio de un FIM mayor es la probabilidad de que este Fondo opere en derivados.

En el Cuadro 1 del Anexo 2 se observa que el porcentaje que supone el número de Fondos que operan en derivados sobre el número total de Fondos de Inversión es siempre inferior al porcentaje que supone su patrimonio sobre el patrimonio total. Lo anterior lleva a pensar que en los Fondos de Inversión de mayor patrimonio la operativa en derivados es más frecuente.

Esta conclusión también se extrae del Cuadro 3 del Anexo 2 en el que se agrupan los FIM en cuartiles en función de su patrimonio y se indica, para cada uno de los cuartiles, el porcentaje de Fondos de Inversión que operan en derivados⁷.

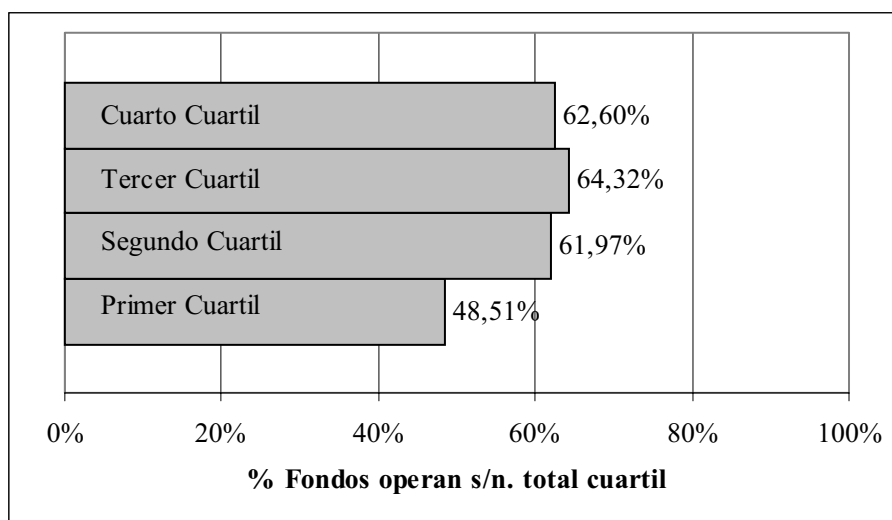
En el Cuadro 3 se puede observar que, para todos los meses analizados, el porcentaje de los Fondos de Inversión que operan supera al porcentaje de los que no lo hacen, únicamente en el caso de los Fondos de Inversión de menor patrimonio.

A modo de ejemplo, en el gráfico siguiente figuran los datos correspondientes a septiembre del 2003. En el mismo se puede observar que solamente en el primer cuartil el porcentaje de los Fondos de Inversión que operan supera al porcentaje de los que no lo hacen. Esta situación se repite en todos los meses analizados.

⁶ Teniendo no sólo los FIM sino también los FIAMM, la categoría con menor promedio es IFIAM. No obstante, como el número de máximo de Fondos adscritos a esta categoría es muy reducido en todos los meses analizados (el máximo es dos) este promedio resulta poco significativo.

⁷ Para discriminar entre Fondos que operan y los que no lo hacen se ha seguido el criterio utilizado en los Cuadros 1 y 2.

Gráfico 1. Relación operativa en derivados y volumen patrimonial septiembre 2003



2.2. Relevancia de la operativa: los Fondos estructurados de renta variable

Por otra parte, de los datos aportados se desprende que, aunque a nivel global el porcentaje que suponen los resultados anuales por operaciones de riesgo y compromiso sobre la variación patrimonial neta no es significativo, existen Fondos en los que la operativa en derivados es muy relevante (particularmente los Fondos que se declaran garantizados de renta variable).

Como señala Marcos, J. M. (1999, p.135), una forma de aproximación para estudiar la utilización que están haciendo los Fondos de Inversión de los instrumentos derivados puede ser observar los rendimientos obtenidos en estas operaciones. De acuerdo con el cuadro 1, se puede decir que, a nivel global, el uso de los derivados ha sido reducido, pues en los FIM los rendimientos anuales por operaciones de riesgo y compromiso nunca han superado el $\pm 2,11\%$ del patrimonio medio anual y en FIAMM los resultados han sido siempre marginales.

Cuadro 1. Resultados anuales derivados s/patrimonio medio diario

Ejercicio	FIM		FIAMM	
	Importe (miles de euros)	% s/patrimonio medio diario	Importe (miles de euros)	% s/patrimonio medio diario
1992	3.654	0,02	799	0,00
1993	-18.818	-0,08	-914	0,00
1994	-68.017	-0,18	-2.470	0,00
1995	-8.787	-0,03	-252	0,00
1996	40.821	0,10	10.626	0,02
1997	236.234	0,29	4.910	0,01
1998	670.297	0,51	7.380	0,01
1999	3.442.691	2,11	-3.578	-0,01
2000	-2.000.782	-1,23	-6.747	-0,02
2001	-1.937.040	-1,38	-933	0,00
2002	-2.519.361	-1,96	-9.782	-0,02

No obstante, aunque el porcentaje que suponen los resultados anuales por operaciones de riesgo y compromiso sobre el patrimonio medio es reducido, existen Fondos muy activos operando con estos productos.

En el Cuadro 4 del Anexo 2 los FIM se agrupan en función del porcentaje que suponen los resultados anuales por operaciones de riesgo y compromiso obtenidos por cada Fondo sobre la variación anual de su patrimonio, excluidas suscripciones netas⁸, tomando ambos importes en valor absoluto. Respecto a los criterios de ordenación, se considera que la operativa en derivados es relevante cuando los resultados por operaciones de riesgo y compromiso, en valor absoluto, suponen más del 100% de la variación patrimonial, excluidas suscripciones netas, también en valor absoluto. La operativa en derivados se considera muy relevante cuando los resultados suponen más del 200% de la variación patrimonial.

Adicionalmente, como la consecución del objetivo garantizado descansa en estrategias de gestión pasiva, en el cuadro figuran separadamente aquellos FIM cuya vocación inversora declarada a final de año era GRF ó GRV.

De acuerdo con los criterios de ordenación anteriores, los Fondos en los que la operativa en derivados no es relevante son mayoritarios: el 86,84% del patrimonio total el año 2002, el 82,74% en el año 2001, el 86,39% en el 2000 y el 82,65% en el 1999.

Sin embargo, existen Fondos en los que esta operativa es muy relevante. Así, en el año 2002 el patrimonio de los FIM en los que la operativa en derivados es muy relevante suponía el 8,71% del patrimonio total. Este 8,71% se correspondía con 161 FIM, de los cuales 130 se declaraban GRV. En el resto de los periodos analizados se repite la situación comentada, los Fondos en los que la operativa en derivados es muy relevante son en su gran mayoría GRV.

A la vista de los datos anteriores se puede concluir que los Fondos más activos operando en instrumentos derivados son mayoritariamente Fondos de Inversión que se declaran GRV. A continuación se analizan las estructuras utilizadas por estos Fondos.

Fondos estructurados de renta variable

En esta monografía, se denominan Fondos estructurados a los Fondos de Inversión que persiguen un objetivo concreto, garantizado o no. En una fecha dada, la principal diferencia entre el número de Fondos garantizados y el número de Fondos estructurados viene dada por aquellos Fondos que se declaran garantizados, pero que, a la fecha de referencia, el periodo de garantía no está vigente.

Dentro de los Fondos con objetivo concreto se pueden distinguir tres categorías: los estructurados de renta fija, los estructurados de renta variable y los denominados estructurados de segunda generación. A estos efectos, resulta indiferente si el objetivo a conseguir está o no garantizado por un tercero; no obstante, hasta la fecha, el número de Fondos de Inversión con objetivo concreto no garantizado siempre ha sido reducido.

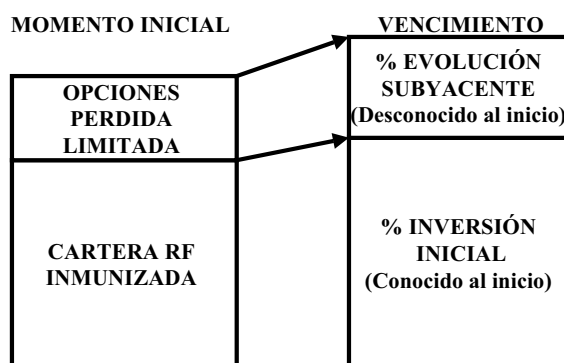
Los estructurados de renta fija persiguen un objetivo conocido: pagar una renta periódica o alcanzar un determinado incremento del principal invertido. En los estructurados de renta variable el objetivo a alcanzar depende de la evolución del subyacente de referencia. En los estructurados de renta fija o variable la gestión es pasiva, consiste en diseñar y mantener una estructura determinada.

⁸ Se denomina suscripciones netas a la diferencia entre el importe de las suscripciones y el de los reembolsos.

En los de segunda generación, se realiza una gestión discrecional de parte del patrimonio. Típicamente, los Fondos de segunda generación buscan la protección (total o parcial) del principal invertido y se estructuran invirtiendo una parte de su activo en renta fija mientras que se realiza una gestión discrecional con el resto. Los Fondos estructurados de renta fija y los de segunda generación recurren a carteras de renta fija inmunizadas⁹ para alcanzar su objetivo.

Los Fondos estructurados de renta variable combinan una cartera de renta fija inmunizada con operaciones en instrumentos derivados sobre un subyacente de renta variable. Independientemente de la estrategia escogida para la inmunización, la cartera de renta fija debe construirse teniendo en cuenta los límites a los coeficientes operativos establecidos para los Fondos de Inversión¹⁰. Normalmente, las operaciones en instrumentos derivados de estos fondos consisten en estrategias con opciones en las que la pérdida máxima está limitada. Esta estructura implica que, a vencimiento, la cartera de renta fija permitirá alcanzar el capital o la rentabilidad mínimos y que, también a vencimiento, las operaciones en opciones, en su conjunto, podrán tomar distintos valores, en función de la evolución del subyacente, pero nunca dar lugar a un flujo neto de caja negativo para el Fondo.

Gráfico 2. Estructura básica GRV



No obstante, es necesario tener presente que los estructurados de renta variable se pueden construir combinando inversiones de contado con otros instrumentos derivados, por ejemplo permutas financieras o futuros, que den lugar a un flujo de caja neto equivalente al generado por las estructuras que siguen el esquema anterior (cartera de renta fija inmunizada y estrategias de pérdida limitada con opciones). Así, por ejemplo, se construyen fondos estructurados utilizando operaciones de permuta financiera o replicando opciones mediante la combinación de posiciones en futuros sobre el subyacente y posiciones en el propio subyacente. Dada su mayor flexibilidad, los Fondos estructurados de renta variable utilizan mayoritariamente operaciones bilaterales.

Dentro del esquema hasta aquí definido (una cartera de renta fija inmunizada y estrategias de pérdida limitada con opciones bilaterales sobre renta variable) se pueden seguir distintas estrategias con opciones (simples, combinaciones y diferenciales). Asimismo, en estas estrategias, se pueden utilizar distintos tipos de opciones (*plain vanilla* o exóticas).

⁹ Una cartera de renta fija inmunizada es una cartera construida para obtener, con independencia de como evolucionen los tipos de interés, un valor mínimo al final de un periodo dado.

¹⁰ Véase Anexo 5.

Cuadro 2. Estrategias con opciones Fondos Estructurados RV

	COMPRADOR		VENDEDOR	
	Pérdida Potencial Máxima	Evolución Subyacente	Pérdida Potencial Máxima	Evolución Subyacente
Simple Opción de compra Opción de venta	LIMITADA LIMITADA	ALCISTA BAJISTA	ILIMITADA ILIMITADA	BAJISTA BAJISTA
Combinaciones Cono Cuna <i>Strip</i> <i>Strap</i>	LIMITADA LIMITADA LIMITADA LIMITADA	ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA	ILIMITADA ILIMITADA ILIMITADA ILIMITADA	ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA
Diferenciales Alcista Mariposa Condor	LIMITADA LIMITADA LIMITADA	ALCISTA ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA	LIMITADA LIMITADA LIMITADA	BAJISTA ALCISTA /BAJISTA ALCISTA /BAJISTA

A modo de ejemplo, en el cuadro 2 figuran una serie de estrategias con opciones¹¹. En el mismo se indica si la pérdida potencial máxima en la que se puede incurrir está o no limitada y bajo qué condiciones de mercado reportan beneficios¹².

En primer lugar, figuran en negrita aquellas estrategias en las que pérdida potencial está limitada. Todas estas estrategias son susceptibles de utilización por los estructurados de renta variable. En segundo lugar, están en mayúscula aquellas estrategias que proporcionan resultados positivos ante revalorizaciones del subyacente.

3. INFORMACIÓN Y CONTABILIDAD

Las obligaciones de información de un Fondo de Inversión se pueden agrupar en: obligaciones de información a la CNMV y obligaciones de información al público y a los partícipes.

En primer lugar, los Fondos de Inversión deben remitir a la CNMV unos estados financieros de carácter reservado (en adelante estados reservados) distintos de los de carácter público.

En segundo lugar, en cumplimiento de las obligaciones generales de información, la gestora de un Fondo de Inversión deberá publicar los siguientes documentos: el folleto completo que

¹¹ En Díez de Castro, L. y Mascareñas Pérez-Iñigo, J. (1994) se puede encontrar una explicación de las distintas estrategias con opciones que se recogen en el cuadro.

¹² En este sentido, aclarar que cuando la pérdida potencial máxima es igual al precio de ejercicio se considera ilimitada.

contendrá el Reglamento de Gestión, el folleto simplificado, el informe anual que incluirá las conclusiones de la auditoría y los informes periódicos¹³. Además, en cumplimiento de las obligaciones complementarias, el Fondo de Inversión deberá difundir cualquier hecho relevante y publicar su valor liquidativo.

En este apartado, se explica el régimen contable para las operaciones en instrumentos derivados de los Fondos de Inversión según la normativa española y se compara con otras normas contables nacionales e internacionales.

3.1. Normas contables para las operaciones en derivados de los Fondos de Inversión

Las normas contables específicas de los Fondos de Inversión son las establecidas para la elaboración de los estados reservados. Estas normas se recogen en la Circular 7/1990, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de las Instituciones de Inversión Colectiva¹⁴. La norma básica respecto a la operativa en derivados de los Fondos de Inversión españoles, es la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados (en adelante OM 10/06/97). Esta norma se comentará en el apartado 4.1

Los registros contables deberán contener el detalle necesario para que pueda derivarse de ellos con claridad toda la información contenida en los estados reservados. Además, deben coincidir los datos de los estados públicos, los de los estados reservados y los que aparecen en los medios de comunicación.

A continuación, se van a identificar los principios básicos del régimen contable para las operaciones en instrumentos derivados (operaciones de riesgo y compromiso según la terminología utilizada en la Circular 7/1990) específico de los Fondos de Inversión.

En primer lugar, la apertura de posiciones se reflejará en cuentas de orden. En el caso de las opciones, como se recibe o entrega una prima, la apertura de posiciones, además de en cuentas de orden, también se reflejará en cuentas de cartera o de pasivo.

Por otra parte, se debe proceder al reconocimiento diario de las diferencias positivas y negativas derivadas de fluctuaciones en el valor estimado de realización de estas operaciones. Las diferencias positivas se registrarán en cuentas de ingresos y las diferencias negativas en cuentas de gastos; en uno y otro caso se utilizarán, según sea el saldo neto de la operación, como contrapartida cuentas de activo (la contraparte es deudora) o de pasivo (la contraparte es acreedora).

A modo de ejemplo, supongamos que una operación en derivados (por ejemplo un contrato de futuros vendido) ha generado diferencias positivas por importe de 520 miles de euros y diferencias negativas por 200 miles de euros. Según el procedimiento comentado para el reconocimiento de las fluctuaciones diarias, esta operación figurará en la cuenta de márgenes a liquidar del activo por importe de 320 miles de euros (la diferencia entre 520 – 200).

¹³ El pasado 5 de noviembre de 2003 se publicó en el BOE la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva que deroga la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Esta Ley 35/2003, que está pendiente de desarrollo reglamentario, entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el BOE. En relación a los informes periódicos, en la Ley 46/1984 se establece que deberán publicarse cuatro informes trimestrales; en la Ley 35/2003, se habla de informes trimestrales y semestrales.

¹⁴ En caso de lagunas serán aplicables el Código de Comercio, la Ley de Sociedades Anónimas, el Plan General de Contabilidad y los principios contables generalmente aceptados.

Si bien se utilizan cuentas de ingresos y gastos distintas, se puede afirmar que básicamente se establece un tratamiento contable único, independiente de la finalidad con la que se realice la operación, para el reconocimiento de las diferencias diarias, aplicable tanto a las operaciones de cobertura como a las de inversión. Igualmente, se establece el mismo tratamiento contable para las operaciones bilaterales¹⁵, las operaciones para las que no existe un mercado lo suficientemente líquido y las operaciones negociadas en mercados organizados de derivados.

En el caso de las permutas financieras (los *swaps*), hay que señalar que cuando se producen liquidaciones parciales, operaciones que figuran únicamente en el activo pueden dar lugar a flujos de caja negativos y operaciones que figuran únicamente en el pasivo pueden dar lugar a flujos de caja positivos.

Esto se produce porque cuando el saldo neto de una operación de permuta financiera es deudor, ésta lucirá únicamente en el activo por la diferencia entre los saldos deudores y los acreedores. Esto es, que una operación de permuta figure únicamente en el activo, no quiere decir necesariamente que los saldos acreedores sean iguales a cero; simplemente indica que los deudores son superiores a los acreedores. En consecuencia, si se produce una liquidación parcial de las obligaciones, esta operación que figura únicamente en el activo podría dar lugar a flujos de caja negativos para el Fondo de Inversión.

Las situaciones anómalas anteriores se producen como consecuencia de la obligación de compensar los saldos acreedores y deudores derivados de la misma operación. Esta heterodoxia contable tiene como objetivo facilitar el cálculo de los coeficientes operativos establecidos para los Fondos de Inversión¹⁶ y, por otra parte, no tiene repercusión alguna en la valoración del Fondo de Inversión.

En tercer lugar, de acuerdo con las normas generales específicas de los Fondos de Inversión, en las operaciones de riesgo y compromiso denominadas en divisas distintas del euro, se determinarán y contabilizarán diariamente las diferencias obtenidas por comparación entre el cambio medio oficial del mercado de divisas del día y el histórico¹⁷.

En la normativa no se hace referencia a los criterios para contabilizar estas diferencias. La práctica generalmente aceptada al respecto es llevar estas diferencias a la Cuenta de Resultados, utilizando las cuentas en las que se recogen las diferencias derivadas de fluctuaciones en el valor estimado de realización.

Las comisiones soportadas por operaciones de riesgo y compromiso se llevarán a la Cuenta de Resultados. Los colaterales recibidos para reducir el riesgo de contraparte se contabilizarán en cuentas de orden. El efectivo depositado en concepto de garantía tendrá la consideración de depósito cedido. Los intereses de estos depósitos de garantía deberán periodificarse diariamente.

Respecto a la constitución de garantías, con carácter general, los valores e instrumentos del Fondo no podrán pignorar ni constituirse en garantía de ninguna clase. No obstante, para esta regla general existen dos excepciones. La primera excepción la constituye la posibilidad de utilizarlos para servir de garantía a las operaciones realizadas en mercados secundarios oficiales (consecuentemente, los valores del Fondo no podrán servir de garantía para operaciones bilaterales). La segunda excepción la constituye la posibilidad de realizar determinadas operaciones de préstamo bursátil.

¹⁵ En esta monografía se utiliza el término operación bilateral para hacer referencia a las operaciones en derivados OTC (“*Over-The-Counter*”).

¹⁶ En el Anexo 5 se explica en qué consisten estos coeficientes, cómo se calculan, los límites fijados para los mismos y los plazos fijados para regularizar los excesos sobre estos límites.

¹⁷ Con carácter general, el coste histórico será aquel al que se encuentra reflejada la posición en el Balance.

La normativa no contempla el régimen contable aplicable para los valores pignorados como garantías por operaciones en mercados organizados de derivados. Al respecto, parece razonable seguir en estos casos el procedimiento establecido para registrar las cesiones de valores en préstamo. Así los valores pignorados en cada momento como garantías por operaciones en derivados, quedarán recogidos por su valor de mercado en cuentas de orden.

Por último, una precisión respecto a las normas contables específicas de los Fondos de Inversión para las operaciones de riesgo y compromiso. En la Circular 7/1990 se establece que se deben reflejar en cuentas de riesgo y compromiso aquellas operaciones en las que la fecha de vencimiento sea posterior a la fecha de contratación.

A estos efectos, en una operación de compraventa hay que distinguir tres fechas distintas: la fecha de contratación, la fecha de ejecución y la fecha de liquidación. La fecha de contratación es la fecha en la que se da la orden de compraventa en firme, la fecha de ejecución es la fecha en la que se produce el traspaso de la titularidad jurídica, y la fecha de liquidación es aquella en la que se produce el cobro o pago de la operación.

La fecha de liquidación es irrelevante a la hora de determinar si se trata de una operación de riesgo y compromiso o de una operación de contado. Aquellas operaciones en las que el cambio de titularidad (ejecución) se produce en una fecha posterior a la fecha en la que se da la orden en firme (contratación) se deberán contabilizar como operaciones de riesgo y compromiso. Aquellas operaciones en las que la ejecución se produce en la misma fecha que la contratación se tratarán como operaciones de contado.

En algunos mercados¹⁸ el cambio de titularidad (ejecución) de las operaciones de contado se produce dentro de un plazo establecido por la normativa o la práctica habitual; en estos casos, la ejecución de las operaciones de contado se realiza en fecha distinta de la de contratación. Estas operaciones, aunque se consideren de contado en el mercado en cuestión, de acuerdo con la normativa contable específica de los Fondos de Inversión, deben contabilizarse como operaciones de riesgo y compromiso, si bien en cuentas específicas que las identifican como operaciones de contado.

Debido a lo anterior, el régimen contable establecido para los futuros y las operaciones a plazo propiamente dichas, se aplica también a las operaciones de contado en las que no coinciden fecha de contratación y fecha de ejecución.

3.2. Análisis comparado de la normativa contable

Una vez expuestas las normas contables aplicables a las operaciones en instrumentos derivados de los Fondos de Inversión españoles, se pasa a comparar esta normativa con otros regímenes contables nacionales (el de las entidades de crédito y el de Sociedades y Agencias de Valores) e internacionales. A continuación se enumeran las normas más importantes relativas al registro contable de los instrumentos derivados.

A nivel nacional, las normas contables aplicables a las operaciones en instrumentos derivados, específicas de determinadas entidades están recogidas en las siguientes Circulares del Banco de España y la CNMV:

- ✓ Banco de España. Circular 4/1991, de 14 junio, de las entidades de crédito, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros.

¹⁸ Por ejemplo, habitualmente en los mercados de renta fija.

- ✓ CNMV. Circular 5/1990, de 28 de noviembre, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, y cuentas anuales de carácter público de las sociedades y agencias de valores.
- ✓ CNMV. Circular 7/1990, de 27 de diciembre, sobre normas contables y estados reservados de las IIC.

El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) publicó un borrador de normas para contabilización de las operaciones con futuros que todavía no se ha transformado en definitivo. Este borrador se titula “Informe del grupo de trabajo creado para la elaboración de normas sobre el tratamiento contable de las operaciones de futuros” y se publicó en el “Boletín Oficial del ICAC” de abril de 1995.

A nivel internacional, el *Financial Accounting Standards Board* (en adelante *FASB*)¹⁹ puso en marcha un proyecto global sobre instrumentos financieros en el que se encuadraban todos los instrumentos derivados. Este proyecto estaba dividido en dos fases, la fase de información y la fase de registro y valoración. Esta segunda fase llevó a la publicación en 1998 de “*Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*”, la *Statement of Financial Accounting Standards* N°. 133 (SFAS 133).

El *International Accounting Standard Board* (en adelante *IASB*)²⁰, de forma similar al *FASB*, dividió su proyecto sobre instrumentos financieros en dos fases, la fase de información y la fase de registro y valoración.

La primera fase culminó con la publicación en 1995 del *International Accounting Standards* N°. 32 (abreviado *IAS 32*) o Norma Internacional de Contabilidad N°. 32 (NIC 32) “*Financial Instruments: Disclosure and Presentation*”. La segunda fase dio lugar a la emisión en el año 1999 de la Norma Internacional de Contabilidad N°. 39 (NIC 39) “*Financial Instruments: Recognition and Measurement*”.

Para Pacter (2000), las normas recogidas en la NIC 39 son similares a las emitidas por el *FASB*, en particular en lo relativo a los instrumentos financieros que deben registrarse en el Balance, cómo se valoran estos instrumentos, cuándo se dan de baja, cuándo se registra un deterioro sobrevenido y bajo qué condiciones son (y no son) de aplicación los sistemas de contabilidad de cobertura.

3.2.1 Normativa nacional sobre operaciones en derivados

Como se ha señalado, las normas contables específicas de las entidades de crédito se recogen en la Circular 4/1991 del Banco de España. Por otra parte, las normas contables específicas de las Sociedades y Agencias de Valores (SAV) se recogen en la Circular 5/1990 de la CNMV. Los principios generales que orientan las normas contables aplicables a las operaciones en instrumentos derivados específicas de las SAV son similares a los que orientan las normas contables específicas de las entidades de crédito.

¹⁹ El *Financial Accounting Standards Board* (*FASB*) es el organismo independiente encargado de fijar las normas contables en los Estados Unidos.

²⁰ El *International Accounting Standards Board* (*IASB*) es un organismo independiente encargado de fijar normas contables, tiene su sede en Londres; el 1 de abril del 2001, el *IASB* asumió la responsabilidad de su predecesor el *International Accounting Standards Committee* (*IASC*). *IASB* [WWW]. *IASB* > About us > The *IASB*: Who we are. URL: <http://www.iasc.org.uk> (acceso 23/10/01).

Cuadro 3. Resumen comparativo de la normativa española

	Entidades de crédito, SAV	IIC
<i>Contabilidad operaciones en derivados</i>		
Método de valoración	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Operaciones mercados organizados de derivados: Valor estimado de realización ✓ Operaciones bilaterales: Precio de adquisición (provisionado) 	Valor estimado de realización
Diferencias valoración	Cuenta de Pérdidas y Ganancias	Cuenta de Pérdidas y Ganancias
<i>Contabilidad operaciones de cobertura</i>		
Método de valoración	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Operaciones mercados organizados de derivados: Valor estimado de realización ✓ Operaciones bilaterales: Precio de adquisición 	Valor estimado de realización
Diferencias valoración	Cuenta transitoria para su imputación de forma simétrica a las de la operación cubierta	Cuenta de Pérdidas y Ganancias

En las normas contables de las entidades de crédito y de las SAV se establece que únicamente se contabilizarán a valor estimado de realización las operaciones en mercados organizados de derivados. Las operaciones realizadas fuera de estos mercados se contabilizarán a precio de adquisición, dotando, en su caso, la correspondiente provisión.

En el caso de los Fondos de Inversión, las operaciones en derivados se contabilizarán a valor estimado de realización con independencia de que se trate de operaciones en mercados organizados de derivados o no.

En todos los casos, las diferencias procedentes de las operaciones en derivados contabilizadas a valor estimado de realización se llevarán a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Los sistemas de contabilidad de cobertura, recogidos en las normas contables del Banco de España y la CNMV determinan que las operaciones cubiertas y de cobertura²¹ se contabilizarán según los métodos de valoración aplicables con carácter general. No obstante, para las operaciones bilaterales que no son de cobertura, las entidades de crédito y las SAV, tienen que realizar cierres teóricos para determinar si es necesario dotar provisiones y, en el caso de las operaciones bilaterales de cobertura, no es necesario realizar estos cierres teóricos.

Respecto a la imputación de resultados, en el caso de las entidades de crédito y las SAV, los sistemas de contabilidad de cobertura difieren de los correspondientes regímenes generales, en que las diferencias derivadas de las operaciones de cobertura se imputarán a resultados de forma simétrica a las de la operación cubierta²². En el caso de las IIC, las diferencias derivadas de las operaciones de cobertura se imputarán a directamente a resultados.

²¹ Excepción hecha, para las entidades de crédito, de las operaciones a plazo con divisas.

²² Adicionalmente, en el caso de las entidades de crédito, cuando la operación de cobertura sea patrimonial y la cubierta una operación en derivados, serán las diferencias de la operación cubierta las que se imputarán de forma simétrica a las de la cobertura

En los sistemas de contabilidad de cobertura establecidos para las entidades de crédito y las SAV, los resultados generados por el instrumento cubierto y los generados por el instrumento de cobertura (que compensan, total o parcialmente, los anteriores) no se imputan por separado, sino conjuntamente. En el sistema de contabilidad de cobertura establecido para los Fondos de Inversión unos y otros se imputan por separado.

3.2.2 Normativa internacional

A. NIC 39 “Instrumentos financieros: reconocimiento y valoración”

Conscientes de la necesidad de contar con un conjunto de normas contables aceptadas a nivel internacional, en su Declaración del 30 de octubre de 1998, los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-7 solicitaron al Comité de Basilea²³, a IOSCO²⁴ y a IAIS²⁵ que realizaran una revisión de las NIC para determinar su validez para servir como marco de referencia.

El Comité de Basilea realizó la revisión de las NIC desde la perspectiva de la supervisión bancaria y limitó su revisión a las 15 NIC que son relevantes para los bancos. En el informe donde se recogen los resultados y conclusiones de esta revisión, se respaldan las normas emitidas por el IASB; no obstante, se ponen de manifiesto una serie de discrepancias con el contenido de la NIC 30 “Información a incluir en los estados financieros de bancos e instituciones financieras similares”²⁶ y la 39 “Instrumentos financieros: reconocimiento y valoración”²⁷. Con base en el informe anterior, en abril del 2000, el Comité de Basilea expresó su apoyo, en general, a los esfuerzos para armonizar la práctica contable internacional y, en particular, a las NIC del IASB²⁸.

Por su parte, el Comité Técnico de IOSCO evaluó 30 NIC y emitió un informe que resumía el trabajo realizado. De acuerdo a este informe, IOSCO recomendó, en mayo del 2000, la adopción de las NIC en materia de ofertas y admisiones a cotización transfronterizas²⁹.

Según la NIC 39, todos los instrumentos derivados se contabilizarán a valor razonable, con la excepción de aquellos derivados sobre renta variable que tengan como subyacente valores no cotizados que no se puedan valorar de forma fiable y que se liquiden mediante la entrega del subyacente. Las fluctuaciones en el valor razonable³⁰ se llevarán a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias o al neto patrimonial cuando se trate de una operación de cobertura de flujos de caja.

Para su comparación con la NIC 39, conviene recordar que según la Circular 7/1990 de la CNMV, las operaciones en instrumentos financieros se contabilizarán a valor estimado de realización y las fluctuaciones en el valor estimado de realización, independientemente de que se consideren o no operaciones de cobertura, se reflejarán diariamente en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

²³ El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea) está formado por representantes de los supervisores de entidades de crédito y de los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Reino Unido, Suecia y Suiza; este Comité se reúne normalmente en la sede del BIS (*Bank for International Settlements* o Banco de Pagos Internacionales) en Basilea. BASEL COMMITTEE 39/1998 *Introduction*.

²⁴ *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) es la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

²⁵ *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) es la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros.

²⁶ *IAS 30 Disclosures in the Financial Statements of Banks and Similar Financial Institutions*.

²⁷ *IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement*.

²⁸ BIS, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2000). *Basel Committee review of international accounting standards*. Nota de prensa, 7 de abril de 2000.

²⁹ IOSCO: PRESIDENTS' COMMITTEE (2000). *A Resolution on IASC Standards*. Mayo de 2000.

³⁰ Para mayor detalle sobre el contenido de la NIC 39, véase Anexo 4.

Al respecto, se puede afirmar que las normas contables específicas de los Fondos de Inversión españoles recogen las líneas generales establecidas en la NIC 39 para las operaciones en derivados. Las principales diferencias entre una y otra norma residen en los sistemas de contabilidad de cobertura. En este sentido, hay que señalar que los sistemas de contabilidad de cobertura establecidos en la NIC 39 están siendo objeto de debate.

En la NIC 39 se exige como requisito para sea de aplicación la contabilidad de cobertura, que la relación de cobertura esté claramente definida: la operación cubierta y la de cobertura deben estar identificadas explícitamente desde el inicio de la relación de cobertura. Esta definición no permite designar una operación como de cobertura de una posición neta y utilizar de una forma dinámica las coberturas para ajustar la exposición al riesgo total (“macro-coberturas”). Por lo anterior, las condiciones establecidas en la NIC 39 para que exista una relación de cobertura están siendo objeto de crítica y prosigue la reflexión en torno a propuestas para tratar de que esta norma sea más consistente con las prácticas habituales de gestión del riesgo³¹.

Cuadro 4. Resumen comparación NIC 39 y Circular 7/1990

	NIC 39, IASC	Circular 7/1990, CNMV
<i>Contabilidad operaciones en derivados</i>		
Método de valoración	Valor estimado de realización	Valor estimado de realización
Diferencias valoración	Cuenta de Pérdidas y Ganancias	Cuenta de Pérdidas y Ganancias
<i>Contabilidad operaciones de cobertura</i>		
Método de valoración	Valor estimado de realización	Valor estimado de realización
Diferencias valoración	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Coberturas sobre el valor estimado de realización: Cuenta de Pérdidas y Ganancias ✓ Coberturas sobre flujos de caja (Cobertura de la inversión neta en una entidad extranjera): Neto patrimonial 	Cuenta de Pérdidas y Ganancias

B. Directiva 2001/65/CE de contabilidad a valor razonable

La Comisión Europea emitió, en junio del 2000, una Comunicación titulada “La estrategia de la UE en materia de información financiera: el camino a seguir”. En esta Comunicación se establecen como objetivos la armonización de la información contable y la alineación con las mejores prácticas internacionales. Así, en la misma se dice que es fundamental asegurar que la negociación de valores en los mercados de la UE se realice a partir de estados financieros elaborados de acuerdo a un único grupo de normas sobre información contable. También, se establece que es crucial, para facilitar la obtención de financiación fuera de la UE, que este único grupo de normas contables refleje las mejores prácticas internacionales.

³¹ Al respecto, el IASB ha publicado un borrador en el que se proponen modificaciones a la NIC 39. Este borrador está en fase de consulta. Las modificaciones propuestas persiguen modificar los supuestos en los que son aplicables los sistemas de contabilidad de cobertura.

Con los objetivos recogidos en el párrafo anterior, en primer lugar, en el Reglamento de la UE 1606/2002, de 18 de julio de 2003, se requiere a todas las sociedades de la UE que coticen en Bolsa que, a partir de 2005, elaboren sus estados financieros consolidados de acuerdo a un único grupo de normas contables, concretamente las NIC. Además, se establece que los Estados miembros de la UE podrán requerir o permitir la aplicación de las NIC a las empresas que no coticen en bolsa y a las cuentas anuales individuales³².

Para la aplicación de las NIC por las sociedades de la UE a partir del 2005, es necesaria la adopción (*endorsement*) de las NIC en vigor por parte de la Comisión Europea y la actualización de las Directivas contables.

El primero de los puntos anteriores se ha producido recientemente, concretamente el pasado 29 de septiembre de 2003, la Comisión Europea suscribió la adopción de todas las NIC en vigor con excepción de las NIC 32³³ y 39 (que serán adoptadas un vez estén disponibles las nuevas versiones de las mismas)³⁴. Por otra parte, la Directiva 2001/65/CE, de 27 de septiembre de 2001, modificó las Directivas contables³⁵, permitiendo la valoración a valor razonable, con el propósito, entre otros, de que las empresas de la UE puedan aplicar la NIC 39.

Asimismo, con la Directiva 2003/65/CE, de 18 de junio de 2003, se modificaron las Directivas contables³⁶. Esta Directiva tiene como propósito actualizar las Directivas contables de forma que proporcionen un marco consistente con las prácticas contables más avanzadas. Con las modificaciones realizadas se persigue, entre otros objetivos, permitir que en los estados miembros que no apliquen las NIC a todas las compañías, se puedan establecer niveles similares de calidad en la información financiera y eliminar los conflictos que existen, en determinadas cuestiones puntuales, entre las Directivas contables y las NIC.

De acuerdo con lo establecido en la Directiva 2001/65/CE, los estados miembros de la UE podrán permitir o exigir la contabilidad a valor razonable de determinados instrumentos financieros. En todo caso, si se opta por la contabilidad a valor razonable, este método se aplicará a la totalidad de los instrumentos derivados³⁷.

El valor razonable de un instrumento financiero vendrá determinado por su valor de mercado o, en el caso de aquellos instrumentos para los que no existe un mercado fiable, un valor obtenido mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración generalmente aceptados³⁸. Cuando un instrumento financiero se contabilice a valor razonable, toda fluctuación en el mismo se consignará en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias³⁹.

No obstante lo anterior, la Directiva, autoriza a reconocer en el neto patrimonial, y no en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, la totalidad o parte de las fluctuaciones en el valor razonable

³² En el marco de este proceso, a nivel nacional, en el Proyecto de Ley de acompañamiento de los Presupuestos Generales para el año 2004 se contemplan cambios en la normativa contable española para permitir la aplicación de las NIC a partir de 2005.

³³ IAS 32 *Financial Instruments: Disclosure and Presentation*.

³⁴ Comisión Europea (2003). *Financial reporting: Commission adopts Regulation endorsing International Accounting Standards*. Nota de prensa, 29 de septiembre de 2003.

³⁵ La normativa contable básica de la UE se recoge en las siguientes Directivas (Directivas contables): la Cuarta Directiva 78/660/CEE, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad; la Séptima Directiva 83/349/CEE, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas, la Directiva 86/635/CEE, de 8 de diciembre de 1986, relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras y la Directiva 91/674/CEE, de 19 de diciembre de 1991, relativa a las cuentas anuales y las cuentas consolidadas de las compañías de seguros. Con la Directiva 2001/65/CE se modificaron la Cuarta Directiva 78/660/CEE, la Séptima Directiva 83/349/CEE y la Directiva 86/635/CEE.

³⁶ Con la Directiva 2003/51/CE se modificaron la Cuarta Directiva 78/660/CEE, la Séptima Directiva 83/349/CEE, la Directiva 86/635/CEE y la Directiva 91/674/CEE.

³⁷ Artículo 42a de la Directiva 78/600/CEE, introducido por la Directiva 2001/65/CE.

³⁸ Artículo 42b de la Directiva 78/600/CEE, introducido por la Directiva 2001/65/CE.

³⁹ Artículo 42c de la Directiva 78/600/CEE, introducido por la Directiva 2001/65/CE.

de los instrumentos de cobertura contabilizados con arreglo a un sistema de contabilidad de cobertura que así lo permita⁴⁰. Asimismo, también se establece que los instrumentos cubiertos contabilizados con arreglo a un sistema de contabilidad de cobertura basado en el valor razonable se podrán valorar, total o parcialmente, al importe que se exija con arreglo a dicho sistema⁴¹.

En resumen, según las modificaciones introducidas por la Directiva 2001/65, la totalidad de los instrumentos derivados se podrán contabilizar a valor razonable y, salvo que sea de aplicación un sistema de contabilidad de cobertura que determine otro procedimiento, las variaciones del mismo se consignarán directamente en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Para comparar el régimen contable introducido por la Directiva 2001/65/CE con el establecido en la Circular 7/1990 de la CNMV para la operaciones en derivados conviene recordar que, según esta última norma, las fluctuaciones en el valor estimado de realización de las operaciones en derivados de los Fondos de Inversión, independientemente de que se consideren o no operaciones de cobertura, se reflejarán diariamente en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

En consecuencia, se puede concluir que el régimen contable establecido para las operaciones en derivados de los Fondos de Inversión es compatible con el introducido por la Directiva 2001/65.

4. MEDICIÓN Y CONTROL DE RIESGOS

4.1. Normativa española

En relación a la operativa en derivados de los Fondos de Inversión españoles, la norma básica es la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados (OM 10/06/97).

La OM 10/06/97 encara la regulación de las operaciones en derivados de estas instituciones con las siguientes pautas:

- a) En primer lugar, se concretan los instrumentos derivados susceptible de utilización así como las finalidades que se pueden perseguir con esta operativa.
- b) En segundo lugar, se estipulan límites a la utilización de estos instrumentos tanto por riesgo de mercado como por riesgo de contraparte.
- c) En tercer lugar, los límites por riesgo de contraparte se completan con una serie de previsiones específicas para las operaciones con instrumentos no negociados en mercados organizados de derivados.
- d) Además, la norma establece un conjunto de obligaciones de control interno que deben cumplir la gestoras cuyas IIC operen con derivados.
- e) Finalmente, se completan las disposiciones anteriores con una serie de normas para facilitar la supervisión (se establecen obligaciones de información a la CNMV) y asegurar la transparencia (obligaciones de información a los inversores).

⁴⁰ Artículo 42c de la Directiva 78/600/CEE, introducido por la Directiva 2001/65/CE.

⁴¹ Artículo 42c de la Directiva 78/600/CEE, introducido por la Directiva 2001/65/CE.

4.1.1. Instrumentos derivados susceptibles de utilización

La OM 10/06/97 establece tres finalidades para la operativa en derivados de las IIC: cobertura de los riesgos asumidos, inversión para gestionar de modo más eficaz la cartera, y en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto. En el caso de los FIAMM, Fondos que tienen que invertir en activos de menor volatilidad, la OM limita su operativa en instrumentos derivados a la finalidad de cobertura.

La OM 10/06/97 enumera los instrumentos financieros derivados que pueden utilizar las IIC. No obstante, deja abierta la posibilidad de utilizar otros instrumentos derivados siempre que la CNMV haya aprobado previamente su utilización. Los instrumentos derivados susceptibles de utilización por las IIC son:

- ✓ Futuros negociados en mercados organizados de derivados sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles.
- ✓ Compraventas a plazo no negociadas en mercados organizados de derivados sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles. Se consideran incluidos en esta categoría, los acuerdos a plazo sobre tipo de interés (*FRA*) y las compraventas de plazo de valores de renta fija⁴².
- ✓ Opciones negociadas en mercados organizados de derivados sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles.
- ✓ Opciones no negociadas en mercados organizados de derivados sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles. Se consideran incluidas en esta categoría, los warrants y las opciones con límite tanto al alza (*caps*) como a la baja (*floors*).
- ✓ Operaciones de permuta financiera (*swaps*) sobre tipos de interés, tipos de cambio, acciones, dividendos o índices bursátiles registradas y liquidadas o no en mercados organizados de derivados.
- ✓ Operaciones estructuradas⁴³, negociadas o no en mercados organizados de derivados.
- ✓ Cualquier otro instrumento cuyo precio dependa de un activo subyacente de carácter financiero siempre que la CNMV haya aprobado su utilización, con carácter general o particular.

En el artículo 30 de la nueva Ley de IIC (Ley 35/2003) se establece que los subyacentes de los instrumentos derivados podrán ser: activos o instrumentos mencionados en el mismo, índices financieros, tipos de interés, tipos de cambio o divisas. Los activos o instrumentos mencionados en este artículo son los siguientes: valores e instrumentos financieros negociados en mercados o sistemas de negociación adecuados, acciones o participaciones de otras IIC, depósitos, instrumentos del mercado monetario y otros activos e instrumentos financieros. Por lo tanto, con la entrada en vigor de esta Ley, se ampliará la gama de subyacentes de las operaciones en derivados. Además, en este artículo 30 se dice expresamente que los subyacentes de las operaciones en derivados deben ser activos e instrumentos en los que el Fondo de Inversión pueda invertir de acuerdo con su política de inversión declarada en el folleto.

Consecuencia de lo anterior, se puede concluir que la normativa española permite a las IIC operar con una amplia gama de instrumentos financieros derivados.

⁴² Por otra parte, se establece que las operaciones de adquisición temporal de activos y las operaciones simultáneas de compra al contado y venta a plazo sobre Deuda Pública anotada no se considerarán instrumentos financieros derivados.

⁴³ Se entiende por operación estructurada la combinación de dos o más de los instrumentos derivados anteriores y la combinación de instrumentos derivados con algún valor apto para la inversión. Los bonos convertibles o canjeables por acciones, así como los que incorporen una opción de amortización anticipada no se considerarán operaciones estructuradas.

Los Fondos de Inversión que han suscrito convenios con el Tesoro o las administraciones autonómicas⁴⁴ están sometidos a limitaciones adicionales a las impuestas por la normativa general; esto lleva a que, en particular, sus posibilidades para la operativa en derivados sean más restringidas.

4.1.2. Límites a la operativa en instrumentos derivados

En la OM 10/06/97 se establecen límites a la utilización de instrumentos financieros derivados por riesgo de mercado (un límite general y otro aplicable a las primas pagadas por opciones compradas) y por riesgo de contraparte.

En primer lugar, el límite general por riesgo de mercado determina que los compromisos por el conjunto de operaciones en derivados no podrán superar, en ningún momento, el valor del patrimonio de la IIC.

En segundo lugar, se establece que las primas pagadas por opciones compradas no podrán superar el 10% del patrimonio. Este límite a las primas pagadas por opciones compradas solamente será objeto de revisión cuando se produzca una nueva compra. Lo anterior implica que, si en una fecha concreta, como consecuencia de un descenso del patrimonio, el importe de las primas pagadas excede el 10% sin que se hayan adquirido opciones en esa fecha, el Fondo de Inversión no se verá obligado a deshacer posiciones.

En tercer lugar, las limitaciones por riesgo de contraparte determinan que las posiciones en derivados no negociados en mercados organizados de derivados estarán sujetas, conjuntamente con los valores de contado, a los límites establecidos para los coeficientes de concentración por emisor y grupo⁴⁵.

El riesgo de contraparte se medirá por las cantidades que le adeudan al Fondo de Inversión cada una de las contrapartes. Del importe anterior serán deducibles los depósitos en efectivo y los valores de Deuda Pública recibidos para reducir el riesgo de contraparte.

Para el cálculo de los coeficientes de concentración, como regla general, cuando existan saldos deudores y acreedores originados por distintas operaciones con una misma contraparte, únicamente se tendrán en cuenta los saldos deudores. No obstante, se podrá admitir la compensación de saldos deudores y acreedores originados por distintas operaciones con instrumentos derivados con una misma contraparte cuando exista un acuerdo de compensación (*netting*) en el que concurran determinados requisitos.

El procedimiento establecido determina que las operaciones bilaterales computen para el cálculo de los coeficientes de concentración en función de la contraparte de la operación, con independencia de quien sea el emisor del subyacente. Por ejemplo, la compra de un *warrant* cuyo subyacente son las acciones de una empresa de telecomunicaciones emitido por un banco de inversión, computa para los coeficientes de concentración con el banco de inversión, pero no se tiene en cuenta para calcular la concentración en la compañía de telecomunicaciones.

Se entiende que en las operaciones realizadas en mercados organizados de derivados no existe riesgo de contraparte y, en consecuencia, estas operaciones no tienen reflejo alguno en los

⁴⁴ Con el propósito de contribuir a la difusión y colocación de la Deuda Pública, la OM de 7 de junio de 1990, sobre convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado, abrió la posibilidad a las SGIIC de suscribir convenios con el Ministerio de Economía y Hacienda para la creación de Fondos de Inversión con la denominación genérica de Fondtesoro. Esta OM ha venido seguida por una serie de disposiciones que regulan convenios entre las SGIIC y el Estado o las administraciones autonómicas (bajo las denominaciones genéricas de Fondvalencia, Fontresor Catalunya, Eurocanarias y Fondandalucía).

⁴⁵ En el Anexo 5 se explica en qué consisten estos coeficientes.

coeficientes de concentración. La razón estriba en que cuando se opera en mercados organizados de derivados existe una cámara de compensación que se interpone entre las partes actuando como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador. Además, estos mercados se dotan de sistemas de depósitos de garantía actualizables diariamente o de ajuste diario de pérdidas y ganancias.

Como debilidad del procedimiento establecido para el cálculo de los límites por riesgo de contraparte, hay que señalar que al tener en cuenta únicamente los saldos deudores, condiciona, como se ha dicho en el apartado 3.1, el tratamiento contable de las operaciones de permuta financiera.

Más trascendente que lo anterior, resulta el hecho de que, al no computarse los subyacentes de las operaciones en derivados en los coeficientes de concentración, se pueden alcanzar, como se explica más adelante, exposiciones importantes a las variaciones del valor de mercado de determinados subyacentes.

Los límites por riesgo de contraparte fijados en la OM 10/07/97 tienen únicamente en cuenta la exposición actual y no consideran la exposición potencial. Esto es, las limitaciones establecidas se centran en el valor de la posición en un momento dado sin tener en cuenta su potencial de cambio durante el tiempo que resta hasta su vencimiento. No obstante, debido a las dificultades asociadas a la medición de la exposición potencial, este enfoque parece apropiado.

Cuando se superen los límites a la utilización de instrumentos financieros derivados, la gestora tendrá la obligación de regularizar la situación, eliminando el exceso en un plazo de quince días a contar desde la fecha en la que comenzó a producirse.

En el caso de que se superen los límites establecidos a los coeficientes de diversificación, debido a la suma de posiciones en derivados y posiciones de contado, se plantea un problema a la hora de determinar el plazo de regularización⁴⁶ aplicable, puesto que el plazo establecido con carácter general supera al establecido para los instrumentos derivados. En este caso, habría que analizar el origen del exceso y, en función de su procedencia, aplicar el plazo de regularización correspondiente. Si lo anterior no fuera posible, o resultara muy complicado determinar cuál es el origen del exceso, debería aplicarse el plazo de regularización que fuera más favorable para la IIC.

4.1.3. Previsiones específicas para las operaciones no negociadas en mercados organizados de derivados

En la OM 10/06/97 se establecen una serie de requisitos para poder operar en instrumentos derivados no negociados en mercados organizados de derivados. Estos requisitos son los siguientes:

- ✓ Finalidad: La cobertura de los riesgos asumidos o la consecución de un objetivo concreto.
- ✓ Aptitud de las Contrapartes: Organismos supranacionales de los que España sea miembro o entidades financieras domiciliadas en la OCDE, sujetas a supervisión prudencial y con solvencia suficiente (calificación crediticia favorable).
- ✓ Liquidez: Las operaciones deben poder quedar sin efecto en cualquier momento a petición de la IIC, de modo que las cláusulas contractuales de cada operación deberán permitir en todo momento su liquidación o cesión a un tercero. Para asegurar lo anterior, la contraparte, o bien un intermediario financiero, deberá ofrecer diariamente y en firme cotizaciones de compra y venta.

⁴⁶ En el Anexo 5 figuran los plazos para regularizar los excesos sobre los coeficientes de concentración.

- ✓ Valoración: Las cláusulas contractuales deberán incorporar la información precisa sobre el método de valoración mediante el cual se van a determinar las cotizaciones diarias.

No obstante lo anterior, podrán utilizarse con la finalidad de inversión, las operaciones estructuradas mediante la combinación de un valor, admitido a negociación en un mercado de los del art. 17 del RIIC⁴⁷, que incorpore el compromiso de devolución íntegra de la inversión inicial y algún instrumento derivado.

No se entenderán sometidas a los requisitos exigidos para operar en instrumentos no negociados en mercados organizados de derivados las compraventas a plazo de Deuda Pública realizadas en mercados del art. 17 del RIIC, las compras de warrants no emitidos singularmente y objeto de tráfico generalizado e impersonal en uno de los mercados anteriores y las operaciones estructuradas que garantizan el principal no emitidas singularmente.

Respecto a la valoración, como principio general, los Fondos de Inversión deberán valorar diariamente a precios de mercado sus operaciones en derivados⁴⁸. En particular, en aquellos instrumentos para los que no exista un mercado lo suficientemente líquido, la gestora y el depositario deben acordar el método de valoración a utilizar⁴⁹. En el caso de las operaciones bilaterales, además de todo lo anterior, debe existir una entidad financiera que dé liquidez diaria⁵⁰. En ambos casos, la normativa se encuentra con algunas limitaciones.

En primer lugar, existen múltiples referencias a los métodos de valoración a utilizar cuando no exista un mercado lo suficientemente líquido, sin embargo, no hay referencias a los factores o variables exógenas a utilizar en la valoración. En la práctica, resulta tan importante determinar los métodos de valoración como precisar las variables exógenas a utilizar en la misma.

En segundo lugar, a la hora de valorar una operación bilateral, pueden encontrarse diferencias apreciables entre la valoración basada en la cotización facilitada por la entidad que da liquidez y el valor teórico calculado a partir de los métodos de valoración alternativos.

La cotización facilitada por la entidad que da liquidez es el único precio al que pueden abrirse o deshacerse posiciones con lo que utilización de un precio distinto de esta cotización podría dar lugar a situaciones de falta de equidad.

Sin embargo, la cotización ofrecida no tiene porque ser el precio justo de la posición y la entidad que da liquidez puede ofrecer cotizaciones más o menos alejadas de aquel. En principio, podría pensarse que la obligación de ofrecer precios de compra y de venta en firme lleva a que las cotizaciones ofertadas estén cercanas al valor teórico ya que, en caso contrario, el Fondo de Inversión abriría o cerraría posiciones. Sin embargo, en la práctica lo anterior no se verifica; como consecuencia de las finalidades para las que se pueden realizar operaciones bilaterales, cobertura o consecución de un objetivo concreto, la mayoría de los Fondos que contratan estas operaciones son Fondos estructurados de gestión pasiva que apenas mueven sus posiciones.

En ambos casos, la solución estaría en intentar que las cotizaciones ofertadas se aproximen lo más posible al valor teórico de las posiciones. Para lo anterior, sería conveniente buscar el

⁴⁷ Véase Anexo 5.

⁴⁸ OM 10/06/97 Norma 5ª.

⁴⁹ OM 10/06/97 Norma 5ª.

⁵⁰ OM 10/06/97 Norma 4ª.

acuerdo no sólo en los métodos de valoración sino también en la elección de los factores o variables exógenas que alimentan el proceso de valoración. En consecuencia, las gestoras deberían intentar que en las cláusulas contractuales de las operaciones bilaterales no figure únicamente el método de valoración sino que también queden claramente determinadas las variables exógenas.

4.1.4. Obligaciones de control interno

Como se ha señalado, en la normativa española se establece un estricto régimen de administración de control interno para las IIC que operen en derivados. Como principios básicos, este régimen estricto obliga a las IIC a evaluar y administrar los niveles de compromisos y riesgos potenciales que se derivan de sus operaciones en instrumentos derivados, implica al consejo de administración en el diseño y seguimiento del sistema de control de riesgos, y obliga a la independencia de la función de control.

A. Cálculo del compromiso

La OM 10/06/07 obliga a las gestoras a mantener un estado de posiciones en derivados diariamente actualizado, y a evaluar los niveles de compromisos y riesgos potenciales que se derivan de estas posiciones en relación con los riesgos generales de la cartera del Fondo de Inversión.

El modo de cálculo del compromiso para el límite general por riesgo de mercado se desarrolla en la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, sobre operaciones en instrumentos derivados de las Instituciones de Inversión Colectiva. En esta Circular 3/1998, se permite a las IIC computar el compromiso para el límite general por riesgo de mercado aplicando el método estándar o, previa verificación de la CNMV, el método libre.

En el método estándar, el cálculo del compromiso debe realizarse siguiendo una metodología concreta, recogida en la citada Circular 3/1998. El método libre permite a las IIC calcular el compromiso utilizando sus propios modelos internos.

Tanto el método estándar como el método libre se basan en la estimación de la pérdida potencial máxima que, en un determinado periodo de tiempo, pueden experimentar los instrumentos derivados. Aunque puedan exponer a la IIC a riesgos de parecida o igual naturaleza, el resto de elementos patrimoniales únicamente se contemplan a efectos de compensar los riesgos creados por la operativa en derivados.

El cálculo del límite general por riesgo de mercado exige definir: compensación, cobertura y compromiso.

En primer lugar, según la Circular 3/1998 se entiende compensar como calcular la diferencia entre posiciones largas y cortas.

Se considerarán posiciones largas todas aquellas que puedan dar lugar a la adquisición real o teórica de un instrumento financiero; serán posiciones largas: los activos financieros cubiertos, las compras a plazo, los futuros comprados (incluidos los *FRA* vendidos), las opciones de compra adquiridas, las opciones de venta emitidas. Dentro de las posiciones cortas, se englobarán aquellas operaciones que puedan dar lugar a la enajenación real o teórica de un instrumento financiero.

En segundo lugar, se considerarán como de cobertura aquellos instrumentos derivados cuya incorporación elimine o reduzca la exposición al riesgo de mercado. En este sentido, se

entenderá que uno o varios instrumentos derivados reducen el riesgo cuando se cumplan simultáneamente los dos requisitos siguientes:

- ✓ El compromiso resultante de compensar los instrumentos financieros a cubrir con los instrumentos derivados de cobertura debe ser inferior al compromiso de los instrumentos financieros a cubrir.
- ✓ El compromiso de los instrumentos derivados de cobertura no debe ser superior, en valor absoluto, al de los instrumentos financieros a cubrir.

El concepto anterior de cobertura determina que, operando en mercados organizados de derivados, sean factibles las cuatro estructuras que se recogen a continuación, y cualquier otra situación en la que el compromiso por operaciones en derivados se sitúe en un nivel intermedio entre los correspondientes a dos de las estructuras contempladas.

Sin embargo, utilizando exclusivamente operaciones bilaterales que no estén destinadas a la consecución de un objetivo concreto, solamente se podrá recurrir a la segunda estructura, a la tercera y a situaciones en las que el compromiso por derivados se sitúe en un nivel de intermedio entre ambas. En el resto de situaciones no se cumpliría el segundo de los requisitos establecidos para que exista cobertura

Cuadro 5. Compromisos por operaciones en derivados

	Compromisos Instrumentos Financieros	Compromisos Instrumentos Derivados	Compromiso Total
Estructura 1	+100%	-200%	-100%
Estructura 2	+100%	-100%	0
Estructura 3	+100%	0	+100%
Estructura 4	+100%	+100%	+200%

Para aclarar el contenido de cuadro anterior, conviene recordar, en primer lugar, que para el cálculo del límite general por riesgo de mercado las operaciones de contado únicamente se contemplan para compensar los compromisos de las operaciones en derivados y, en segundo lugar, que la finalidad de la operativa en derivados no negociados en mercados organizados de derivados esta limitada a la cobertura de riesgos o la consecución de un objetivo concreto.

En la primera estructura las posiciones de contado permiten compensar parte de las posiciones en derivados por lo que, a los efectos del límite general por riesgo de mercado, el compromiso se sitúa dentro del límite. En la segunda estructura, las posiciones de contado permiten compensar la totalidad las posiciones en derivados. En la tercera estructura, los riesgos proceden exclusivamente de la cartera de contado.

En la cuarta estructura, las operaciones de contado no se pueden utilizar para compensar posiciones en derivados (ambas son posiciones largas). Ahora bien, en este caso para el límite general por riesgo de mercado solamente computan los compromisos por operaciones en derivados y, en consecuencia, no se estaría excediendo el máximo establecido.

Por otra parte, en la primera estructura y en la cuarta estructura se están realizando operaciones en derivados que no tienen la finalidad de cobertura⁵¹. En consecuencia, si no se persigue un objetivo concreto, estas estructuras solamente serían factibles cuando se opera en mercados organizados de derivados.

En tercer lugar, se entenderá por compromiso cualquier obligación actual o potencial consecuencia de la utilización de instrumentos derivados. Para el cómputo del compromiso se deben seguir los siguientes pasos sucesivos:

- ✓ Determinar las Posiciones Netas Primarias realizando los desgloses establecidos. La Posición Neta Primaria es la resultante de compensar en un mismo instrumento financiero.
- ✓ Determinar las Posiciones Netas Secundarias aplicando las compensaciones admisibles entre PNP. La Posición Neta Secundaria es la resultante de compensar entre distintos instrumentos financieros.
- ✓ Por categorías (renta fija, renta variable y divisas), compensar, si es admisible, las Posiciones Netas Secundarias entre sí y calcular la Posición Neta Final.
- ✓ Suma de los importes de compromiso obtenidos por categoría para determinar el compromiso total.

Las definiciones anteriores de compensación, cobertura y compromiso se aplican tanto para el método estándar como para el método libre.

Centrándonos en el método estándar, como criterios generales:

- ✓ Para determinar las Posiciones Netas Primarias se traducen posiciones en derivados a posiciones en su subyacente.
- ✓ A la hora de determinar las Posiciones Netas Secundarias, las ventas de opciones sólo pueden compensarse, en el marco de las condiciones generales de compensación, con compras de opciones.
- ✓ Para ponderar las posiciones y para calcular la Posición Neta Final, se aplican coeficientes predeterminados.
- ✓ Para el cálculo del compromiso de cada una de las categorías, se aplica un factor de ajuste predeterminado a la correspondiente Posición Neta Final.

Una limitación del método estándar es que permite que se puedan alcanzar concentraciones importantes en determinados subyacentes de renta variable. Al calcular el importe comprometido sobre renta variable, es necesario multiplicar por 0,98 las posiciones ponderadas no compensadas. Estas últimas se calculan aplicando unos coeficientes predeterminados a las posiciones no compensadas. En el caso de las acciones componentes de índices diversificados de la OCDE este coeficiente es del 150%. Al respecto, hay que recordar que el límite general por riesgo de mercado es el 100% del patrimonio del Fondo.

Consecuencia de lo todo anterior, como figura en la fórmula 1, en ausencia de otras posiciones sobre renta variable, la exposición máxima en derivados negociados en mercados organizados de derivados sobre uno de los valores componentes de los índices anteriores (por ejemplo, el IBEX-35) puede llegar a alcanzar el 68% del patrimonio del Fondo ($100\%/0,98 \times 150\%$). Esta excesiva exposición parece contraria a una de las características de las IIC, la diversificación.

⁵¹ Esto se verifica asimismo en aquellas situaciones en las que el compromiso por derivados se sitúa en un nivel de intermedio entre el correspondiente a la tercera estructura y el correspondiente a la cuarta, y en aquellas otras en las que el compromiso por derivados se sitúa entre el de la segunda y el de la primera.

Fórmula 1. Exposición máxima derivados miembro IBEX-35

$$100\% = 0,98 \cdot 150\% \cdot \text{Max. INDITEX}$$
$$\text{Max. INDITEX} = \frac{100\%}{0,98 \cdot 150\%} = 68\%$$

La CNMV podrá permitir a las IIC la aplicación del método libre para la determinación de su compromiso. Bajo este método, las IIC estimarán la pérdida potencial máxima mediante sus propios modelos internos⁵².

Con la incorporación del método libre, siguiendo las directrices del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, se están reconociendo los costes asociados a la remisión a los supervisores de información y, en consecuencia, se busca una mayor consistencia entre la información a remitir a los organismos supervisores y la información elaborada para uso interno al objeto de limitar las cargas que supone la supervisión.

Para poder aplicar el método libre para el cálculo del compromiso, es necesario contar con la autorización explícita de la CNMV. Hasta la fecha ninguna gestora ha solicitado autorización para utilizar el método libre.

B. Implicación del Consejo de Administración

La gestora es responsable de la operativa de los Fondos de Inversión en instrumentos derivados⁵³. Por lo tanto, se puede afirmar que esta responsabilidad recae, en última instancia, sobre el Consejo de Administración de la gestora. En este sentido, no cabe exigir al Consejo de Administración que gestione, en todos sus detalles, cada una de las operaciones en derivados realizadas, sino que realicen una supervisión cualificada de estas operaciones.

Esta supervisión cualificada requiere que los miembros del Consejo [ICI (1994, p.4)]:

- ✓ Se aseguren de que el gestor tiene la capacidad operativa y la cualificación necesarios para operar con instrumentos derivados y para seguir los riesgos asociados a estas operaciones.
- ✓ Comprendan los tipos de instrumentos derivados en los que el Fondo puede invertir, los riesgos asociados a estos instrumentos y los objetivos de estas inversiones.
- ✓ Revisen periódicamente la política de inversión del gestor en productos derivados.
- ✓ Tengan permanentemente actualizados el folleto informativo en todo lo relacionado con la operativa en derivados. Asimismo, deberán asegurarse de que el resto de información elaborada recoge adecuadamente el impacto de las operaciones en instrumentos derivados.
- ✓ Revisen los procedimientos establecidos para valorar las operaciones bilaterales.

En línea con lo anterior, en la OM 10/07/97 se establece que, para poder realizar operaciones con instrumentos derivados, las gestoras deberán constatar que dichas operaciones son apropiadas a los objetivos del Fondo de Inversión, disponer de los medios y experiencia necesarios para realizar estas operaciones y valorar los riesgos en los que están incurriendo. Concretamente, se establece que para poder realizar operaciones con instrumentos derivados se deberán cumplir los siguientes requisitos:

⁵² Circular 3/1998 Norma 13ª.

⁵³ Circular 3/1997 Norma 6ª.

- ✓ Contar con expertos en la materia o contratar asesores independientes.
- ✓ Tener un conocimiento profesional cualificado.
- ✓ Elaborar un plan de inversión y reunir la información necesaria para la toma de decisiones de inversión.
- ✓ Disponer de documentación detallada sobre las operaciones realizadas.
- ✓ Llevar a cabo un seguimiento permanente de los compromisos adquiridos por la IIC como consecuencia de las operaciones en instrumentos derivados. A tal efecto mantendrán a disposición de la CNMV un estado de posiciones diariamente actualizado y evaluarán los niveles de compromisos y riesgos potenciales que se derivan de aquellas. Tanto los estados como los sistemas de evaluación de riesgos deberán ser revisados al menos semanalmente por personas distintas a aquéllas que participan en su elaboración.
- ✓ Constatar la coherencia de las operaciones con la política de inversiones informada a los partícipes.
- ✓ Adicionalmente, en la Disposición V de la OM 10/06/97, se establece que para las operaciones con derivados para las que no exista un mercado lo suficientemente líquido, el método de valoración a utilizar deberá contar con la aprobación del Consejo de Administración de la gestora.

Las gestoras que pretendan utilizar instrumentos financieros derivados en las IIC que gestionan deberán aportar a la CNMV una memoria descriptiva de su capacidad para cumplir con los requisitos anteriores⁵⁴.

Al cierre de cada ejercicio económico, junto con las cuentas anuales, las gestoras deberán elaborar un informe sobre el grado de cumplimiento de su memoria de medios de control interno. Este informe deberá ser aprobado por el Consejo de Administración de la gestora⁵⁵.

En el Anexo III de la Circular 3/1997 se recoge el esquema al que deberá ajustarse la memoria sobre el cumplimiento de los requisitos de control interno. No todas las gestoras necesitarán tener el mismo número de controles y procedimientos ni desarrollarlos con el mismo grado de profundidad. En consecuencia, por un lado, no será necesario cumplimentar los apartados del esquema de la memoria de medios que la gestora entienda que no son significativos en su caso y, por otro lado, deberá incluirse en la memoria cualquier información relevante no recogida en el esquema. Según el esquema citado, la memoria de medios debe constar de los siguientes capítulos:

- ✓ Capítulo I. Régimen de información a los órganos responsables de la entidad.
- ✓ Capítulo II. Medios materiales y humanos.
- ✓ Capítulo III. Límites operativos y de riesgo.
- ✓ Capítulo IV. Sistemas de control, seguimiento y evaluación de riesgos.
- ✓ Capítulo V. Unidad de control.

C. Independencia de la función de control

La Circular 3/1997 de la CNMV impone a las gestoras la obligación de crear dentro de la organización una unidad de control que se responsabilice de revisar los procedimientos y sistemas de control interno establecidos⁵⁶.

Esta unidad de control deberá estar formada por al menos una persona no implicada en las funciones de gestión, administración, liquidación o cobros y pagos. La unidad de control se

⁵⁴ Circular 3/1997 Norma 6ª.

⁵⁵ Circular 3/1997 Norma 6ª.

⁵⁶ Circular 3/1997 Norma 6ª.

responsabilizará de la revisión permanente de los procedimientos y sistemas de control interno para evaluar el cumplimiento de las medidas de control establecidas y verificar su validez, proponiendo las modificaciones necesarias, denunciando las insuficiencias observadas e informando al Consejo de Administración.

4.1.5. Obligaciones de información a la CNMV y a los partícipes

La mayor flexibilidad operativa y el aumento en las posibilidades de gestión que posibilita la OM 10/06/97 lleva aparejado un aumento de los riesgos potenciales asumidos por los Fondos de Inversión. Por todo ello, lo anterior se complementa con un estricto régimen de obligaciones de información a la CNMV y a los partícipes.

Respecto al régimen de obligaciones de información a la CNMV, los Fondos de Inversión deberán remitir periódicamente a la CNMV información detallada sobre las operaciones en instrumentos derivados. Además, las gestoras deben mantener a disposición de la CNMV un estado de posiciones en derivados diariamente actualizado y evaluar los compromisos y riesgos potenciales que se derivan de estas operaciones.

De acuerdo con lo anterior, los Fondos de Inversión deben remitir a la CNMV, con periodicidad mensual, la siguiente información reservada⁵⁷:

- ✓ Un estado de operaciones de riesgo y compromiso donde se recoge información acerca de las posiciones abiertas el último día del mes de referencia así como los movimientos que se han producido en estas posiciones durante el periodo.
- ✓ Un estado de resultados por operaciones de riesgo y compromiso. En este estado se recogen, asimismo, los ingresos por intereses de los depósitos de garantías y los gastos por comisiones derivados de estas operaciones.

Además, aquellas IIC que utilicen el método estándar deberán remitir, igualmente con periodicidad mensual, los siguientes estados reservados:

- ✓ Un estado donde se recoge información diaria sobre el cumplimiento de los límites a la utilización de instrumentos financieros derivados por riesgo de mercado (el límite general y el aplicable a las primas pagadas por opciones compradas).
- ✓ Unos estados en los que se recoge el cálculo del importe comprometido en posiciones sobre renta fija para el último día del mes.
- ✓ Un estado en los que se recoge el cálculo del importe comprometido en posiciones sobre renta variable para el último día del mes.
- ✓ Unos estados en los que se recoge el cálculo del importe comprometido en posiciones sobre divisas correspondiente el último día del mes de referencia.

Alternativamente, cuando el cálculo del compromiso se realice por el método libre, con la misma periodicidad mensual, las IIC deberán remitir unos estados reservados específicos distintos de los anteriores.

Respecto al régimen de obligaciones de información a partícipes, se debe señalar, en primer lugar, que los Fondos de Inversión podrán operar en instrumentos financieros derivados, conforme a los objetivos de gestión previstos en el Reglamento de Gestión y en el folleto.

⁵⁷ Los modelos de estados reservados figuran en como anexo a la Circular 3/1998.

Si se optara por la posibilidad de realizar operaciones en instrumentos financieros derivados, se deberá especificar en el Reglamento de Gestión del Fondo al menos la finalidad estas operaciones.

Respecto al folleto completo, la información sobre la operativa en instrumentos financieros se recoge en el apartado IV “Política de inversiones”. Este apartado forma parte del folleto simplificado. La CNMV exige a los Fondos de Inversión que incluyan en este apartado IV las advertencias que correspondan en función de la operativa en derivados desarrollada por el Fondo de Inversión.

Por otra parte, deberá incluirse en los informes trimestrales y en el informe anual una amplia información, ajustada a lo que establezca la CNMV, sobre las operaciones en derivados realizadas durante los periodos correspondientes. Como la CNMV no ha desarrollado el contenido del informe anual, a continuación se va a resumir la información sobre las operaciones en derivados a incluir en los informes trimestrales.

El contenido y los modelos a los que deben ajustarse los informes trimestrales completos se recogen en el Anexo I de la Circular 3/1997. En la OM 10/07/97 se señalan expresamente una serie de aspectos sobre los que deberá informarse en los informes de contenido económico. A continuación, se enumeran estos aspectos y el apartado del informe trimestral completo donde se informa sobre cada uno de ellos (entre corchetes):

- ✓ Las ganancias o pérdidas generadas por la operaciones con derivados. [2.7 “Estado de variación patrimonial”].
- ✓ En las operaciones de cobertura se informará del resultado conjunto y del desglose del mismo, informando del resultado de la operación patrimonial y del de la operación de cobertura. [2.6 “Política de gestión del riesgo”].
- ✓ Información sobre las operaciones bilaterales en las que las contraparte pertenezca al mismo grupo que la gestora o el depositario. Está información deberá ser suficiente para probar que la operación se ha realizado a precios de mercado. [4] “Hechos relevantes”].
- ✓ La calificación crediticia de las contrapartes en las operaciones bilaterales. [2.8 “Riesgo de contraparte”].

Además de lo anterior, dentro del apartado 1) “Identificación del fondo” se informa de la finalidad de las operaciones con instrumentos financieros derivados. En el apartado 2.5 “Posiciones abiertas en instrumentos derivados” se recoge información sobre las posiciones para el último día natural del trimestre de referencia. Por otro lado, aquellos Fondos de Inversión que hayan operado en derivados con finalidad distinta de la cobertura, deben incluir en el apartado 2.9 “Riesgo de mercado” información sobre este riesgo.

El apartado 3) “Informe de gestión” debe explicar la información sobre operaciones en instrumentos derivados incluida en el resto del apartados. Además, se deben incluir los criterios y métodos de valoración aplicados para cada instrumento derivado. En el caso de instrumentos para los que no exista un mercado lo suficientemente líquido, se precisará el método de valoración acordado entre la gestora y el depositario. Asimismo, para las operaciones bilaterales, se precisará el intervalo máximo en que han oscilado las cotizaciones diarias de compra y venta.

El contenido y los modelos a los que se deben ajustar los informes trimestrales simplificados de los Fondos de Inversión se recoge en el Anexo IV de la Circular 1/1999 de la CNMV. En el informe trimestral simplificado se recoge información sobre operaciones en instrumentos financieros derivados en el apartado “Estado de variación patrimonial”, en el apartado “Composición del patrimonio” y el en apartado de “Hechos relevantes”.

En el “Estado de variación patrimonial”, que es prácticamente idéntico al que se recoge en el informe trimestral completo, se deben incluir los resultados en derivados obtenidos.

En el apartado “Composición del patrimonio” se tiene que incluir la siguiente información sobre operaciones en derivados:

- ✓ Dentro de los epígrafes de cartera exterior y cartera interior, el porcentaje que supone el valor de mercado de las opciones compradas sobre el patrimonio del Fondo.
- ✓ Dentro del apartado “Posiciones en derivados”, en porcentaje sobre el patrimonio, la suma de los depósitos de garantía más el saldo neto (diferencia entre activos y pasivos) por márgenes a liquidar.
- ✓ En este mismo apartado “Posiciones en derivados” también figura, en porcentaje sobre el patrimonio, el valor de mercado de las opciones emitidas.
- ✓ Por último, el epígrafe “Saldo neto por operaciones swap” recoge la diferencia entre los saldos deudores y acreedores de las distintas operaciones de permuta financiera realizadas.

Por último, precisar que en el apartado “Hechos relevantes” del informe trimestral simplificado, no se tiene que incluir la información sobre las operaciones con instrumentos derivados bilaterales realizadas con entidades del grupo a incluir en el completo.

4.2. Comparación con la Directiva 2001/108/CE

En el ámbito de la Unión Europea, las IIC están reguladas por la Directiva 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985. En esta Directiva se recogen una serie de normas acordadas para asegurar un nivel mínimo armonizado de protección al inversor. Las IIC que cumplen esta normas tienen la consideración de UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*)⁵⁸. El cumplimiento de estos requisitos mínimos se considera garantía suficiente para permitir a una IIC la libre comercialización transfronteriza de sus acciones o participaciones.

La citada Directiva ha sido modificada recientemente por la Directiva 2001/107/CE y por la Directiva 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002. En la Directiva 2001/107/CE se regulan distintos aspectos relativos a las gestoras y los folletos simplificados. En la Directiva 2001/108/CE, entre otras, se regulan determinadas cuestiones acerca de la operativa en derivados, en los párrafos siguientes se recogen los principios básicos establecidos en las misma.

En primer lugar, se establece que la exposición potencial máxima por operaciones en instrumentos derivados no puede exceder el valor del patrimonio de la UCITS. En este sentido, como se ha explicado, en la normativa española se establece que los compromisos (obligaciones actuales o potenciales) por el conjunto de las operaciones en derivados no podrán exceder el valor del patrimonio de la IIC.

En segundo lugar, la Directiva recoge una serie de requisitos adicionales para poder operar en instrumentos derivados no negociados en mercados regulados. Estos requisitos hacen referencia a la aptitud de las contrapartes e instrumentos, la liquidez de las posiciones y la evaluación continua de las mismas. Estos requisitos son los siguientes:

- ✓ Los subyacentes de las operaciones deben ser activos en los que la UCITS pueda invertir de acuerdo a sus objetivos de inversión.

⁵⁸ En español, Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM).

- ✓ Las contrapartes debe ser entidades sujetas a supervisión prudencial y deben pertenecer a las categorías aprobadas por las autoridades competentes.
- ✓ Las operaciones deben poder venderse, liquidarse o cerrarse mediante una transacción opuesta a su valor razonable en cualquier momento a iniciativa de la UCITS.

El primer requisito, referido a la aptitud de los subyacentes de las operaciones bilaterales, no está expresado explícitamente en la OM 10/06/97. Ahora bien, parece lógico asumir que los subyacentes de las operaciones bilaterales no deben exponer a la IIC a riesgos que contravengan la política de inversiones recogida en el Reglamento de Gestión o el folleto. Además, en artículo 30 de la nueva Ley de IIC (Ley 35/03) si que se dice expresamente que los subyacentes de los instrumentos derivados deben ser activos e instrumentos en los que el Fondo pueda invertir de acuerdo con su política de inversión declarada.

Por otra parte, como se ha explicado anteriormente, en la OM 10/06/97 se establecen una serie de requisitos para poder operar en instrumentos derivados no negociados en mercados organizados de derivados. Estos requisitos hacen referencia, entre otros, a la aptitud de las contrapartes, la liquidez de las posiciones y la valoración continua de las mismas.

Así, como se recoge en el apartado 4.1, en la OM 10/06/97 se establece que las contrapartes de las operaciones bilaterales deben ser organismos supranacionales de los que España sea miembro o entidades financieras domiciliadas en la OCDE, sujetas a supervisión prudencial y con solvencia suficiente. Por ello, los requisitos establecidos en la normativa española respecto a la aptitud de las contrapartes de las operaciones bilaterales están en línea con lo establecido en la Directiva 2001/108/CE.

En relación a la liquidez y la valoración continua de las posiciones, en la OM 10/07/97 se establece que las cláusulas contractuales de cada operación deberán permitir en todo momento su liquidación o cesión. Para asegurar lo anterior, la contraparte, o bien un intermediario financiero, deberá ofrecer diariamente y en firme cotizaciones de compra y venta.

En tercer lugar, en la Directiva se establece que, con carácter general, las operaciones en instrumentos derivados nunca podrán utilizarse para eludir los principios y normas contenidos en la misma.

Como se ha señalado en el apartado 4.1, las operaciones en derivados computan para los coeficientes de concentración con la contraparte pero no lo hacen para la concentración con el emisor del subyacente, lo que permite alcanzar exposiciones importantes sobre determinados subyacentes. En este aspecto la normativa española se aparta de lo establecido en la Directiva 2001/108/CE

Cuadro 6. Resumen comparación Directiva 2001/108/CE y OM 10/06/1997

	Directiva 2001/108/CE	OM 10/06/1997
Limite riesgo mercado	Exposición potencial máxima operaciones derivados \leq valor del patrimonio	Compromisos operaciones derivados \leq valor del patrimonio
Requisitos operaciones no negociadas en mercados organizados	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Aptitud subyacentes ✓ Aptitud contrapartes ✓ Liquidez posiciones ✓ Evaluación continua posiciones 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Aptitud contrapartes ✓ Liquidez posiciones ✓ Evaluación continua pos.
Computo derivados coeficientes de concentración	Si computan	No computan

En resumen, se puede afirmar que la normativa española se adecúa a los principios generales establecidos en la Directiva 2001/108/CE. Al igual que en la Directiva, en la normativa española se establece que los compromisos no pueden exceder el valor del patrimonio de la IIC y se imponen una serie de requisitos adicionales para operar en instrumentos derivados no negociados en mercados organizados. La excepción la constituye el hecho de que los subyacentes de las operaciones en derivados no computen para los coeficientes de concentración.

5. CONCLUSIONES

Los principios generales del sistema de información y contabilidad establecido para las operaciones en derivados de los Fondos de Inversión son válidas y en línea con los desarrollos más avanzados. Como ha quedado patente a lo largo de esta monografía, las limitaciones detectadas se circunscriben a cuestiones específicas que no perturban la validez global del sistema. Entre ellas, la más destacable es la no inclusión de los subyacentes de las operaciones en instrumentos derivados en los coeficientes de concentración.

El análisis del sistema de información y contabilidad realizado se centra en tres aspectos: el registro contable de las operaciones en instrumentos financieros derivados, los métodos de valoración establecidos para estas operaciones y los procedimientos de medición y control de los riesgos inherentes a las mismas.

Como principios básicos, las normas contables específicas de los Fondos de Inversión españoles establecen que las operaciones en instrumentos financieros se contabilizarán a valor estimado de realización y que las fluctuaciones en el mismo, independientemente de que se consideren o no operaciones de cobertura, se reflejarán diariamente en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Al respecto, se puede afirmar que la normativa contable española recoge las líneas generales establecidas en la NIC 39 para las operaciones en derivados. Las principales diferencias entre una y otra norma residen en los sistemas de contabilidad de cobertura. Asimismo, también se puede concluir que el régimen contable establecido para las operaciones en derivados de los

Fondos de Inversión españoles es compatible con el introducido por la Directiva 2001/65/CE de contabilidad a valor razonable.

En relación a los métodos de valoración, en la normativa española se establece que los Fondos de Inversión deberán valorar diariamente a precios de mercado sus operaciones en derivados. En el caso de aquellos instrumentos para los que no exista un mercado lo suficientemente líquido, la gestora y el depositario deben acordar el método de valoración a utilizar. En el caso de las operaciones bilaterales, además de todo lo anterior, debe existir una entidad financiera que dé liquidez diaria.

A pesar de las diferentes alusiones que se realizan en la normativa española a los métodos de valoración a utilizar cuando no existe un mercado lo suficientemente líquido no hay referencias a los factores o variables exógenas a utilizar en la valoración. En la práctica, resulta tan importante determinar los métodos de valoración como precisar las variables exógenas a utilizar en la misma.

Respecto a la medición y el control de los riesgos procedentes de la operativa en derivados, la norma básica es la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados.

En esta norma se estipulan límites a la utilización de estos instrumentos tanto por riesgo de mercado como por riesgo de contraparte. El segundo de estos límites se completa con una serie de requisitos para operar con instrumentos no negociados en mercados organizados de derivados.

En primer lugar, el límite general por riesgo de mercado determina que los compromisos por el conjunto de operaciones en derivados no podrán superar, en ningún momento, el valor del patrimonio de la IIC. En segundo lugar, se establece que las primas pagadas por opciones compradas no podrán superar el 10% del patrimonio.

En tercer lugar, las limitaciones por riesgo de contraparte determinan que las posiciones en derivados no negociados en mercados organizados de derivados estarán sujetas, conjuntamente con los valores de contado, a los límites establecidos para los coeficientes de concentración. El procedimiento establecido determina que los subyacentes de las operaciones en derivados no computen para los coeficientes de concentración, lo que lleva a que, en casos extremos, se puedan alcanzar exposiciones importantes sobre determinados subyacentes.

Por otra parte, en la normativa española se establece un conjunto de obligaciones de control interno que deben cumplir la gestoras cuyas IIC operen con derivados. Como principios básicos, se obliga a las gestoras a evaluar diariamente los niveles de compromisos y riesgos potenciales que se derivan de las operaciones en instrumentos derivados de las IIC, se implica a su consejo de administración en el diseño y seguimiento del sistema de control de riesgos y se obliga a la independencia de la función de control. Finalmente, las disposiciones anteriores se completan con una serie de normas para facilitar la supervisión y asegurar la transparencia.

En lo relativo a la operativa específica en derivados, se puede afirmar que la normativa española se adecúa a los principios generales establecidos en la Directiva 2001/108/CE. Al igual que en la Directiva, en la normativa española se establece que los compromisos no pueden exceder el valor del patrimonio y se imponen una serie de requisitos adicionales para operar en instrumentos derivados no negociados en mercados organizados. La excepción la constituye el hecho de que los subyacentes de las operaciones en derivados no computen para los coeficientes de concentración.

6. ANEXOS

Anexo 1. Abreviaturas utilizadas

Circular 7/1990	Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de las Instituciones de Inversión Colectiva
Circular 3/1997	Circular 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de IIC de carácter financiero y determinados desarrollos de la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de estas Instituciones en instrumentos derivados
Circular 3/1998	Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, sobre operaciones en instrumentos derivados de las Instituciones de Inversión Colectiva
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
FIAMM	Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondo de Inversión Mobiliario
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
NIC	Norma Internacional de Contabilidad
OM	Orden Ministerial
OM 10/06/97	Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados
RD	Real Decreto
RIIC	Real Decreto 1393/1990 de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984 de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva
SAV	Sociedades y Agencias de Valores
SGIIC	Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva
UE	Unión Europea
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>

Anexo 2. Cuadros sobre la operativa en derivados de los Fondos de Inversión españoles

Cuadro 1. Fondos de Inversión que operan en instrumentos financieros derivados

	Operan		No operan	
	Nº. Fondos (unidades)	Patrimonio (miles de euros)	Nº. Fondos (unidades)	Patrimonio (miles de euros)
diciembre 1997	542	74.584.543	939	87.865.327
marzo 1998	621	87.371.097	957	96.681.930
junio 1998	700	104.488.396	991	87.443.822
septiembre 1998	764	93.835.776	1.022	96.866.326
diciembre 1998	825	114.361.906	1.056	89.412.131
marzo 1999	884	115.575.449	1.089	95.295.434
junio 1999	1.020	125.790.290	1.037	86.384.245
septiembre 1999	1.103	132.603.163	1.002	72.591.506
diciembre 1999	1.100	128.674.994	1.067	77.618.790
marzo 2000	1.177	124.272.432	1.084	80.451.324
junio 2000	1.280	138.901.850	1.066	59.231.024
septiembre 2000	1.295	129.935.316	1.105	66.371.062
diciembre 2000	1.352	121.804.927	1.115	64.263.432
marzo 2001	1.405	119.518.689	1.096	59.563.611
junio 2001	1.432	119.951.423	1.136	60.584.296
septiembre 2001	1.444	111.860.053	1.113	59.763.888
diciembre 2001	1.404	114.140.089	1.195	67.182.522
marzo 2002	1.467	119.156.010	1.135	64.697.942
junio 2002	1.489	113.467.649	1.088	64.957.515
septiembre 2002	1.465	109.048.833	1.089	63.590.471
diciembre 2002	1.441	104.999.138	1.097	69.735.767
marzo 2003	1.515	118.707.390	1.026	67.145.868
junio 2003	1.534	137.268.012	1.024	60.396.429
septiembre 2003	1.517	136.806.651	1.057	67.781.019

	Operan		No operan	
	Nº. Fondos (% Total)	Patrimonio (% Total)	Nº. Fondos (% Total)	Patrimonio (% Total)
	36,60%	45,91%	63,40%	54,09%
	39,35%	47,47%	60,65%	52,53%
	41,40%	54,44%	58,60%	45,56%
	42,78%	49,21%	57,22%	50,79%
	43,88%	56,12%	56,17%	43,88%
	44,80%	54,81%	55,20%	45,19%
	49,59%	59,29%	50,41%	40,71%
	52,40%	64,62%	47,60%	34,21%
	50,76%	62,37%	49,24%	36,58%
	52,06%	60,70%	47,94%	37,92%
	54,56%	70,11%	45,44%	27,92%
	53,96%	66,19%	46,04%	31,28%
	54,80%	65,46%	45,20%	34,54%
	56,18%	66,74%	43,82%	33,26%
	55,76%	66,44%	44,24%	33,56%
	56,47%	65,18%	43,53%	34,82%
	54,02%	62,95%	45,98%	37,05%
	56,38%	64,81%	43,62%	35,19%
	57,78%	63,59%	42,22%	36,41%
	57,36%	63,17%	42,64%	36,83%
	56,78%	60,09%	43,22%	39,91%
	59,62%	63,87%	40,38%	36,13%
	59,97%	69,44%	40,03%	30,56%
	58,94%	66,87%	41,06%	33,13%

Cuadro 2. Fondos de Inversión que operan en instrumentos financieros derivados por categorías

Categoría	Diciembre 1999						Junio 2000						Diciembre 2000					
	Operan			No operan			Operan			No operan			Operan			No operan		
	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)
FIAMM	9,95%	25,07%	90,05%	74,93%	20,50%	42,21%	79,50%	57,79%	18,97%	32,90%	81,03%	67,10%						
IFIAM	0,00%	0,00%	100,00%	100,00%	50,00%	95,46%	50,00%	4,54%	0,00%	0,00%	100,00%	100,00%						
RFCP	27,00%	64,81%	73,00%	35,19%	32,84%	60,65%	67,16%	39,35%	30,53%	51,88%	69,47%	48,12%						
RFLP	56,02%	73,93%	43,98%	26,07%	62,13%	81,77%	37,87%	18,23%	55,23%	74,83%	44,77%	25,17%						
RFI	54,00%	60,84%	46,00%	39,16%	55,56%	62,41%	44,44%	37,59%	56,06%	69,75%	43,94%	30,25%						
RFM	55,90%	69,95%	44,10%	30,05%	61,02%	86,62%	38,98%	13,38%	63,91%	82,23%	36,09%	17,77%						
RFMI	58,62%	86,81%	41,38%	13,19%	55,26%	83,97%	44,74%	16,03%	69,86%	86,24%	30,14%	13,76%						
RVM	60,00%	84,34%	40,00%	15,66%	62,11%	79,98%	37,89%	20,02%	58,16%	74,50%	41,84%	25,50%						
RVMI	48,39%	77,18%	51,61%	22,82%	51,56%	78,74%	48,44%	21,26%	57,53%	78,90%	42,47%	21,10%						
RVN	78,07%	92,91%	21,93%	7,09%	77,88%	93,61%	22,12%	6,39%	81,65%	95,14%	18,35%	4,86%						
RVE	54,93%	59,82%	45,07%	40,18%	60,98%	83,74%	39,02%	16,26%	59,80%	84,01%	40,20%	15,99%						
RVI (*)	38,19%	39,85%	61,81%	60,15%	43,97%	60,59%	56,03%	39,41%	48,61%	60,59%	51,39%	39,41%						
RVIU (*)																		
RVIU (*)																		
RVIE (*)																		
RVIM (*)																		
RVIO (*)																		
FGL	63,46%	81,70%	36,54%	18,30%	64,63%	75,25%	35,37%	24,75%	54,39%	73,15%	45,61%	26,85%						

(*) El desglose de la categoría RVI en cinco categorías se produjo en enero de 2002

Cuadro 2. Fondos de Inversión que operan en instrumentos financieros derivados por categorías (continuación)

Categoría	Junio 2001						Diciembre 2001						Junio 2002					
	Operan			No operan			Operan			No operan			Operan			No operan		
	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)
FIAMM	31,32%	36,59%	15,88%	29,64%	84,12%	70,36%	68,68%	63,41%	19,88%	37,72%	80,12%	62,28%						
IFIAM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	100,00%						
RFCP	38,04%	64,90%	34,38%	66,62%	65,63%	33,38%	61,96%	35,10%	36,65%	60,28%	63,35%	39,72%						
RFLP	58,56%	82,61%	56,07%	78,10%	43,93%	21,90%	41,44%	17,39%	62,13%	82,57%	37,87%	17,43%						
RFI	55,74%	73,00%	65,00%	81,55%	35,00%	18,45%	44,26%	27,00%	72,06%	88,30%	27,94%	11,70%						
RFM	63,08%	81,09%	57,21%	78,89%	42,79%	21,11%	36,92%	18,91%	62,30%	79,75%	37,70%	20,25%						
RFMI	66,18%	88,27%	57,89%	93,04%	42,11%	6,96%	33,82%	11,73%	58,97%	92,11%	41,03%	7,89%						
RVM	64,42%	83,31%	60,00%	78,14%	40,00%	21,86%	35,58%	16,69%	64,95%	80,65%	35,05%	19,35%						
RVMI	52,27%	79,95%	51,00%	79,59%	49,00%	20,41%	47,73%	20,05%	58,65%	79,76%	41,35%	20,24%						
RVN	77,67%	92,98%	73,83%	90,55%	26,17%	9,45%	22,33%	7,02%	77,08%	86,68%	22,92%	13,32%						
RVE	60,50%	73,85%	61,02%	83,20%	38,98%	16,80%	39,50%	26,15%	58,41%	81,14%	41,59%	18,86%						
RVI (*)	49,33%	69,14%	50,90%	70,06%	49,10%	29,94%	50,67%	30,86%										
RVIU (*)									65,22%	80,19%	34,78%	19,81%						
RVIU (*)									76,67%	91,31%	23,33%	8,69%						
RVIE (*)									65,57%	85,39%	34,43%	14,61%						
RVIM (*)									39,02%	46,44%	60,98%	53,56%						
RVIO (*)									53,51%	72,91%	46,49%	27,09%						
FGL	58,49%	79,91%	61,40%	86,78%	38,60%	13,22%	41,51%	20,09%	63,87%	85,54%	36,13%	14,46%						

(*) El desglose de la categoría RVI en cinco categorías se produjo en enero de 2002

Cuadro 2. Fondos de Inversión que operan en instrumentos financieros derivados por categorías (continuación)

Categoría	Diciembre 2002					Junio 2003				
	Operan		No operan			Operan		No operan		
	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	Nº. Fondos (% Total categoría)	Patrimonio (% Total categoría)	
FIAMM	15,95%	29,88%	84,05%	70,12%	37,06%	68,62%	62,94%	31,38%		
IFIAM	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
RFCP	34,31%	69,97%	65,69%	30,03%	38,24%	57,21%	61,76%	42,79%		
RFLP	53,09%	76,77%	46,91%	23,23%	55,56%	76,84%	44,44%	23,16%		
RFI	66,67%	80,60%	33,33%	19,40%	64,62%	82,81%	35,38%	17,19%		
RFM	60,47%	76,38%	39,53%	23,62%	59,54%	83,17%	40,46%	16,83%		
RFMI	51,22%	86,97%	48,78%	13,03%	50,00%	72,60%	50,00%	27,40%		
RVM	65,69%	75,19%	34,31%	24,81%	63,59%	77,27%	36,41%	22,73%		
RVMI	53,85%	79,48%	46,15%	20,52%	57,61%	74,57%	42,39%	25,43%		
RVN	80,20%	86,80%	19,80%	13,20%	84,31%	89,70%	15,69%	10,30%		
RVE	58,54%	84,97%	41,46%	15,03%	61,67%	67,44%	38,33%	32,56%		
RVI (*)										
RVIU (*)	69,57%	79,72%	30,43%	20,28%	71,11%	78,08%	28,89%	21,92%		
RVIJ (*)	72,41%	91,56%	27,59%	8,44%	75,00%	92,81%	25,00%	7,19%		
RVIE (*)	59,57%	81,75%	40,43%	18,25%	64,00%	84,68%	36,00%	15,32%		
RVIM (*)	30,95%	33,55%	69,05%	66,45%	37,50%	33,13%	62,50%	66,87%		
RVIO (*)	55,31%	73,33%	44,69%	26,67%	62,63%	79,82%	37,37%	20,18%		
FGL	68,94%	86,97%	31,06%	13,03%	68,75%	88,81%	31,25%	11,19%		

(*) El desglose de la categoría RVI en cinco categorías se produjo en enero de 2002

Cuadro 3. Relación operativa en derivados y volumen patrimonial FIM

	Primer cuartil		Segundo Cuartil		Tercer Cuartil		Cuarto Cuartil	
	Operan (Nº. FIM Total Cuar.)	No operan (Nº. FIM Total Cuar.)	Operan (Nº. FIM Total Cuar.)	No operan (Nº. FIM Total Cuar.)	Operan (Nº. FIM Total Cuar.)	No operan (Nº. FIM Total Cuar.)	Operan (Nº. FIM Total Cuar.)	No operan (Nº. FIM Total Cuar.)
septiembre 2001	41,23%	58,77%	58,94%	41,06%	66,95%	33,05%	72,74%	27,26%
diciembre 2001	41,54%	58,46%	54,70%	45,30%	65,60%	34,40%	68,84%	31,16%
marzo 2002	44,13%	55,87%	58,22%	41,78%	67,11%	32,89%	70,81%	29,19%
junio 2002	44,18%	55,82%	62,67%	37,33%	68,24%	31,76%	70,66%	29,34%
septiembre 2002	44,80%	55,20%	61,84%	38,16%	67,29%	32,71%	70,24%	29,76%
diciembre 2002	46,93%	53,07%	58,53%	41,47%	66,55%	33,45%	69,34%	30,66%
marzo 2003	48,38%	51,62%	62,18%	37,82%	68,48%	31,52%	69,68%	30,32%
junio 2003	48,06%	51,94%	62,67%	37,33%	68,92%	31,08%	68,63%	31,37%
septiembre 2003	48,51%	51,49%	61,97%	38,03%	64,32%	35,68%	62,60%	37,40%

Cuadro 4. Porcentaje variación anual patrimonio FIM, excluidas suscripciones netas, según resultados en operaciones de riesgo y compromiso

1999	Resultados Operaciones Riesgo y Compromiso /Variación Patrimonio (a valor absoluto)	Nº. FIM (unidades)	% Nº. Total FIM	% Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRV (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRF (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12
	Rdos. > 200%	100	5,09%	7,56%	50	4,11%	12	1,02%
	200% ≤ Rdos. < 100%	181	9,22%	9,79%	133	7,56%	9	0,57%
	100% ≤ Rdos. < 50%	225	11,46%	11,99%	119	4,31%	6	0,21%
	50% ≤ Rdos. < 25%	183	9,32%	9,84%	11	0,70%	22	0,61%
	25% ≤ Rdos. < 0%	1.275	64,92%	60,82%	36	0,98%	185	8,38%
2000	Resultados Operaciones Riesgo y Compromiso/ Variación Patrimonio (a valor absoluto)	Nº. FIM (unidades)	% Nº. Total FIM	% Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRV (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRF (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12
	Rdos. > 200%	193	8,52%	7,22%	161	6,54%	2	0,04%
	200% ≤ Rdos. < 100%	174	7,68%	6,39%	125	5,52%	1	0,01%
	100% ≤ Rdos. < 50%	159	7,02%	6,42%	29	1,67%	2	0,02%
	50% ≤ Rdos. < 25%	204	9,00%	9,83%	17	0,88%	5	0,21%
	25% ≤ Rdos. < 0%	1.536	67,78%	70,13%	45	2,79%	219	10,53%
2001	Resultados Operaciones Riesgo y Compromisos/ Variación Patrimonio (a valor absoluto)	Nº. FIM (unidades)	% Nº. Total FIM	% Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRV (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRF (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12
	Rdos. > 200%	228	9,42%	9,82%	182	8,56%	0	0,00%
	200% ≤ Rdos. < 100%	123	5,08%	7,45%	60	3,01%	1	0,07%
	100% ≤ Rdos. < 50%	207	8,55%	7,56%	40	1,25%	2	0,05%
	50% ≤ Rdos. < 25%	229	9,46%	7,80%	46	2,23%	2	0,05%
	25% ≤ Rdos. < 0%	1.634	67,49%	67,38%	68	2,86%	238	12,68%
2002	Resultados Operaciones Riesgo y Compromiso/ Variación Patrimonio (a valor absoluto)	Nº. FIM (unidades)	% Nº. Total FIM	% Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRV (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12	Nº. GRF (unidades)	% GRV Pat. Total FIM 31/12
	Rdos. > 200%	161	6,78%	8,71%	130	6,85%	1	0,00%
	200% ≤ Rdos. < 100%	115	4,85%	4,45%	66	2,83%	0	0,00%
	100% ≤ Rdos. < 50%	168	7,08%	6,52%	32	0,96%	1	0,09%
	50% ≤ Rdos. < 25%	231	9,73%	11,15%	41	2,73%	10	0,94%
	25% ≤ Rdos. < 0%	1.698	71,55%	69,17%	123	5,50%	198	11,62%

Anexo 3. Categorías de los Fondos de Inversión

Según señala Valero (1999b, p.50), para realizar análisis de cuestiones relacionadas con Fondos de Inversión, fundamentalmente la relación entre la rentabilidad obtenida y en riesgo asumido, es necesario contar con clasificaciones que permitan establecer categorías formadas por Fondos homogéneos. En principio, cualquier entidad que necesite una clasificación analítica de los Fondos de Inversión puede elaborarla de acuerdo con sus propias necesidades y criterios; sin embargo, es conveniente contar con una clasificación más o menos generalmente aceptada por la industria [Valero (1999b, p.50)].

Con la carta de 28 de junio de 1999, del Director General de Supervisión, se produjo un importante avance en la dirección indicada el párrafo anterior. En esta carta se informaba de las nuevas categorías para la clasificación de los Fondos de Inversión que la CNMV había acordado con el conjunto del sector, a través de INVERCO. En enero de 2002, la CNMV e INVERCO llegaron a un acuerdo para modificar las categorías vigentes desde junio de 1999.

Esta clasificación, tras la modificación comentada en el párrafo anterior, cuenta con diecinueve categorías (17 para los FIM y 2 para los FIAMM). La clasificación en una u otra categoría se realiza en función de la vocación inversora declarada.

Con anterioridad a esta clasificación, INVERCO y la CNMV manejaban clasificaciones distintas que se basaban en la composición de la cartera de los Fondos. Estas clasificaciones tenían el inconveniente de fijarse en la composición de la cartera en un momento dado sin considerar la evolución de la composición de la misma a lo largo del periodo.

En el cuadro siguiente se enumeran las categorías acordadas y se resumen los criterios de adscripción a cada una de las mismas.

CATEGORÍA	INVERSIONES	DIVISA
FIAMM	FIAMM	Euro \geq 95%
FIAMMI	FIAMM	No Euro > 5%
FIM RFCP	100% RF (Duración \leq 2 años)	Euro \geq 95%
FIM RFLP	100% RF (Duración > 2 años)	Euro \geq 95%
FIM RFM	RV < 30%	Euro \geq 95%
FIM RVM	30% \leq RV \leq 75%	Euro \geq 70%
FIM RVN	RV > 75% (RV nacional \geq 90% RV)	Euro \geq 70%
FIM RFI	100% RF	No Euro > 5%
FIM RFMI	RV < 30%	No Euro > 5%
FIM RVMI	30% \leq RV \leq 75%	No Euro > 30%
FIM RVE	RV > 75% (RV nacional < 90% RV)	Euro \geq 70%
FIM RVI	RV > 75%	No Euro > 30%
FIM RVI EEUU	RV EEUU > 75% RV	
FIM RVI JAPON	RV Japón > 75% RV	
FIM RVI EUROPA	RV Europa > 75% RV	
FIM RVI EMERGENTES	RV Emergentes > 75% RV	
FIM RVI RESTO	Resto	
FIM FGL	Sin definición precisa	
FIM GRF	Garantía Rendimiento Fijo	
FIM GRV	Garantía vinculada a la evolución de un subyacente	

Anexo 4. NIC 39 “Instrumentos financieros: reconocimiento y valoración”

Según la NIC 39, todos los activos y pasivos financieros, incluidos todos los instrumentos derivados, deben figurar en el Balance. En el momento inicial, los instrumentos financieros se deben contabilizar al coste; entendiéndose como tal el valor razonable (“*fair value*”) de la contraprestación entregada, en el caso de los activos financieros, o recibida, en el caso de los pasivos financieros.

A efectos de valoración, los activos financieros se clasifican en cuatro categorías:

- ✓ Préstamos y créditos comerciales originados por la empresa que no formen parte de la cartera de negociación⁵⁹.
- ✓ Inversiones a mantener hasta el vencimiento⁶⁰.
- ✓ Activos financieros disponibles para la venta⁶¹.
- ✓ Activos financieros de la cartera de negociación⁶².

Tras el reconocimiento inicial, todos los activos financieros, incluidos los instrumentos derivados, deben valorarse a valor razonable. Esta regla general no se aplica a los siguientes activos financieros que se valorarán a precio de adquisición amortizado⁶³:

- ✓ Préstamos y créditos comerciales originados por la empresa que no formen parte de la cartera de negociación⁶⁴.
- ✓ Inversiones a mantener hasta el vencimiento⁶⁵.
- ✓ Cualquier otro activo financiero para el que no exista precio de cotización en un mercado activo y no se pueda determinar de forma fiable el valor razonable.

Al respecto, se parte de la presunción de que se puede determinar de forma fiable el valor razonable de la mayoría de los activos financieros de la cartera de negociación⁶⁶ o disponibles para la venta⁶⁷. Esta presunción no se aplica a los valores de renta variable no cotizados y para los instrumentos derivados sobre estos valores que se liquiden mediante la entrega del subyacente.

Los únicos pasivos financieros que deben valorarse a valor razonable son los pasivos de la cartera de negociación⁶⁸ y los instrumentos derivados. De lo anterior quedan excluidos los instrumentos derivados que se liquiden mediante la entrega del subyacente, sobre valores de renta variable no cotizados cuyo valor razonable no se pueda determinar de forma fiable.

⁵⁹ *Loans and receivables originated by the enterprise and not held for trading.*

⁶⁰ *Held-to-maturity investments.*

⁶¹ *Available-for-sale financial assets.*

⁶² *Financial assets held for trading.*

⁶³ Se entiende por precio de adquisición amortizado (*Amortised cost*) de un activo o un pasivo financiero al precio de adquisición menos las devoluciones de principal, más o menos la amortización acumulada de cualquier diferencia entre el importe inicial y el importe a vencimiento, y menos cualquier cancelación motivada por su deterioro o paso a la situación de incobrable.

⁶⁴ *Loans and receivables originated by the enterprise and not held for trading.*

⁶⁵ *Held-to-maturity investments.*

⁶⁶ *Financial assets held for trading.*

⁶⁷ *Available-for-sale financial assets.*

⁶⁸ *Liabilities held for trading.*

Se entiende que el valor razonable se puede determinar de una forma fiable, entre otros, en los casos siguientes:

- ✓ Instrumentos financieros para los que se difunde un precio de cotización fijado en un mercado de valores activo para ese instrumento.
- ✓ Valores de renta fija objeto de calificación crediticia por una agencia de calificación independiente y cuyos flujos de caja se puedan estimar razonablemente.
- ✓ Instrumentos financieros para los que existe un modelo de valoración en el que las variables exógenas o *inputs* proceden de datos tomados en mercados activos.

Cuando exista precio de cotización en un mercado activo, normalmente el precio de compra será el adecuado para valorar los activos que se poseen y las obligaciones a emitir. El precio de venta será el adecuado para los pasivos adquiridos y los activos a adquirir. Por otro lado, se entiende que existen técnicas de estimación que permiten determinar el valor estimado de realización con la suficiente fiabilidad; entre estas técnicas se incluye el descuento de flujos de caja y los modelos de valoración de opciones.

Para aquellos instrumentos financieros que se contabilizan a valor estimado de realización se tiene que optar por una de las dos alternativas siguientes:

- ✓ Reconocer la totalidad de las fluctuaciones en el valor estimado de realización en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del periodo.
- ✓ Llevar a pérdidas y ganancias únicamente las fluctuaciones en el valor de realización de los activos y pasivos de la cartera de negociación, mientras que las fluctuaciones en los instrumentos financieros disponibles para la venta se contabilizan en el neto patrimonial hasta el momento de su realización. Al respecto, se considera que los instrumentos derivados forman parte de la cartera de negociación.

A efectos contables, según la NIC 39, una relación de cobertura implica la existencia de una compensación entre las fluctuaciones en el valor razonable, o los flujos de caja, correspondientes al instrumento de cobertura y al instrumento cubierto.

La NIC 39 permite la aplicación de la contabilidad de cobertura una vez probado que se cumplen determinadas condiciones. Así, se exige, entre otras, que la relación de cobertura esté claramente identificada, que se pueda medir su eficacia y que se haya demostrado eficaz. Las relaciones de cobertura pueden ser de tres clases:

- ✓ Cobertura sobre el valor razonable. Consiste en la cobertura de la exposición a los cambios en el valor razonable de activos o pasivos preexistentes, o de una parte de los mismos, atribuible a un riesgo específico asociado a los mismos, y que puede afectar al resultado neto que se presenta en los estados financieros.
- ✓ Cobertura sobre los flujos de caja. Es la cobertura de la exposición a los cambios en los flujos de caja esperados, atribuible a un riesgo específico, asociado a activos o pasivos preexistentes o una transacción prevista, y que puede incidir en el resultado neto.
- ✓ Cobertura de la inversión neta en una entidad extranjera.

Cuando exista una relación de cobertura sobre el valor razonable, por una parte, las fluctuaciones del valor razonable del instrumento de cobertura se reconocerán directamente en la Cuenta de Resultados. Por otra parte, con independencia de las normas para la valoración que se apliquen al elemento cubierto de no existir cobertura, las fluctuaciones en el valor razonable del mismo atribuibles al riesgo cubierto, se llevarán asimismo a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Cuando exista una relación de cobertura sobre los flujos de caja, por un lado, las fluctuaciones en el valor razonable de la parte del instrumento de cobertura asociada al instrumento cubierto (esto es, la parte que es una cobertura eficaz), deben recogerse en el neto patrimonial. Por otro lado, la parte restante del instrumento (que no es una cobertura eficaz), se contabilizará de acuerdo con las normas de valoración aplicables de no existir cobertura.

En las coberturas sobre flujos de caja, las fluctuaciones del valor razonable imputadas al patrimonio neto se llevarán a la Cuenta de Resultados del ejercicio o ejercicios en los que el compromiso firme o la transacción prevista objeto de cobertura incidan en el resultado neto.

Si un compromiso firme o una transacción prevista objeto de cobertura dan lugar al reconocimiento en el Balance de un activo o un pasivo, las fluctuaciones contabilizadas en el neto patrimonial deberán tenerse en cuenta en la valoración inicial del activo o del pasivo anteriores como un ajuste en el coste. Los resultados positivos o negativos del instrumento de cobertura incluidos en la valoración inicial de un activo o pasivo, se llevarán posteriormente a la Cuenta de Resultados cuando el activo o el pasivo tengan incidencia en el resultado neto.

El sistema de contabilidad establecido para cuando exista una relación de cobertura de la inversión neta en una entidad extranjera es similar al establecido para las coberturas sobre flujos de caja.

Anexo 5. Coeficientes operativos aplicables a los Fondos de Inversión

En la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva se recogen una serie de coeficientes aplicables a los Fondos de Inversión⁶⁹. Estos coeficientes son: el coeficiente de liquidez, los coeficientes de inversión, los coeficientes de diversificación y el coeficiente de endeudamiento.

El coeficiente de liquidez es el porcentaje de su activo que un Fondo de Inversión debe mantener en activos líquidos. El coeficiente de liquidez tiene como objetivo poder atender los posibles reembolsos solicitados por los partícipes sin alterar de forma inmediata la composición de la cartera del Fondo.

Para el cálculo del coeficiente de liquidez, se tomará como numerador el promedio mensual de saldos diarios en activos líquidos y como denominador el promedio mensual de los saldos diarios del activo computable⁷⁰. El coeficiente de liquidez mínimo es del 3%⁷¹.

Los coeficientes de inversión son dos: el coeficiente de inversión en mercados del art. 17 del RIIC (o simplemente coeficiente de inversión) y el coeficiente de libre disposición.

El coeficiente de inversión es la parte del activo del Fondo que está invertida en valores e instrumentos financieros negociados en mercados o sistemas organizados de negociación adecuados para la inversión de las IIC. Los criterios en virtud de los cuales se considera si un mercado o sistema de negociación es adecuado para la inversión de las IIC se recogen en el art. 17 del RIIC.

⁶⁹ El desarrollo reglamentario de la Ley se realizó a través del Real Decreto 1393/1990 de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984 de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante RIIC).

⁷⁰ RIIC Artículo 17.2 y Circular 8/1990 de la CNMV Norma 4ª.

⁷¹ RIIC Artículo 17.2.

Para el cálculo del coeficiente de inversión, el numerador será el promedio mensual de los saldos diarios, a valor de realización, en activos de mercados o sistemas organizados del art. 17 y el denominador el promedio mensual de los saldos diarios del activo computable⁷². El coeficiente de inversión mínimo es del 80% para los FIM y del 90% para los FIAMM⁷³.

Las operaciones en derivados se incluyen en el coeficiente de inversión. Las opciones compradas computan en el mismo por su valor de mercado y el resto de operaciones por los márgenes a liquidar cuando la contraparte es deudora; los depósitos de garantía constituidos por operaciones en derivados también computan para este coeficiente. A la vista de lo anterior, se puede concluir que la operativa en derivados de los Fondos no se ve restringida por el cumplimiento del coeficiente de inversión.

El coeficiente de libre disposición es la parte del activo del Fondo invertida en activos aptos para la inversión pero que no cumplen los requisitos para ser computables ni en el coeficiente de inversión ni en el de liquidez. El coeficiente de libre disposición recoge las inversiones realizadas en mercados o sistemas organizados distintos de los del art. 17 del RIIC, en valores no cotizados en mercados o sistemas organizados y en otros activos financieros (como los depósitos a plazo o la tesorería en entidades distintas al depositario).

Para el cálculo del coeficiente de libre disposición, se tomará como numerador el promedio mensual de los saldos diarios, a valor de realización, en activos distintos de los del art. 17 y como denominador el promedio mensual de los saldos diarios del activo computable⁷⁴. El coeficiente de libre disposición máximo es el 10% para los FIM⁷⁵ y del 7% para los FIAMM.

El activo de un FIM debe materializarse en activos negociados en mercados o sistemas adecuados para la inversión (con un mínimo del 80%), liquidez (con un mínimo del 3%) y activos no cotizados o no incluidos en el art. 17 (con un máximo del 10%). La suma de los coeficientes mínimos de inversión y liquidez asciende al 83%, el coeficiente de libre disposición máximo es el 10% y, de acuerdo con lo anterior, el 7% restante debe materializarse en activos computables bien para el coeficiente de inversión o bien para el de liquidez.

En los FIAMM la suma de los coeficientes mínimos de inversión y liquidez asciende al 93% por lo que, en consecuencia, el coeficiente de libre disposición puede alcanzar un máximo del 7% (si bien, la parte correspondiente a la inversión en valores no cotizados⁷⁶ está limitada al 5%).

Al igual que sucede con el coeficiente de liquidez, en el RIIC no se establece ningún plazo para la regularización cuando no se cubre el coeficiente de inversión o se excede el coeficiente de libre disposición. El RIIC contempla plazos para regularizar los excesos o defectos, según el caso, sobre los límites fijados en aquellos coeficientes, como los de diversificación y endeudamiento, que las IIC deben cumplir en todo momento pero no lo hace para los límites a cumplir en promedio mensual (coeficientes de inversión y liquidez). En consecuencia, la falta de cumplimiento de cualquiera de los coeficientes que se miden en promedio mensual se considerará automáticamente incumplimiento.

Una de las características básicas de la IIC es la diversificación. De acuerdo con lo anterior, en la Ley 46/1984 se establecen una serie de coeficientes de diversificación. Estos coeficientes de diversificación son los coeficientes de concentración (por emisor y por grupo), los coeficientes

⁷² RIIC Artículos 37 y 49, Circular 8/1990 Norma 2ª.

⁷³ Ley 46/1984 Artículos 10 y 18.

⁷⁴ RIIC Artículo 37 y 49, Circular 8/1990 Norma 2ª.

⁷⁵ RIIC Artículo 17 bis.

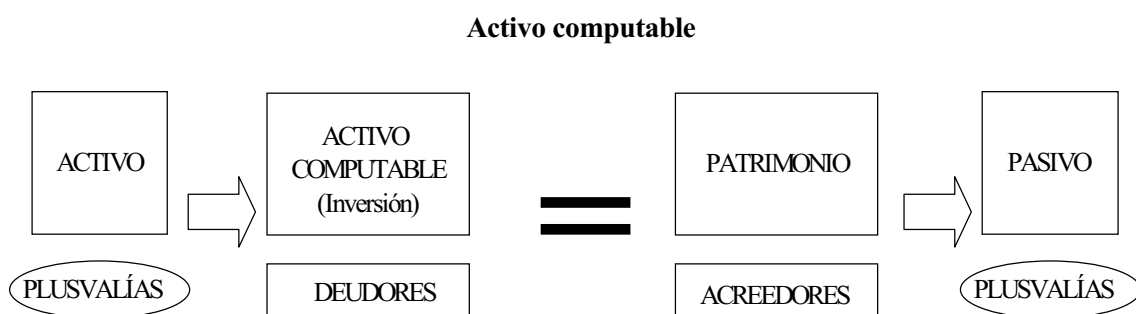
⁷⁶ RIIC Artículo 17 bis.

del control (por IIC y por gestora) y el coeficiente de inversión en otras IIC⁷⁷. Como se ha señalado anteriormente, las operativa con instrumentos derivados bilaterales está condicionada por las restricciones que imponen los límites a los coeficientes de concentración definidos en el párrafo siguiente.

Un Fondo no podrá invertir más del 5% de su activo computable en valores emitidos o avalados un mismo emisor (concentración por emisor); no obstante, se puede ampliar el límite anterior hasta el 10% pero siempre y cuando la suma de las inversiones en las que se supere el 5% no exceda del 40% del activo computable⁷⁸. Además, una IIC no podrá tener más del 15% de su activo invertido en valores del mismo grupo (concentración por grupo)⁷⁹. Los coeficientes de concentración por emisor y por grupo se calcularán dividiendo el valor de realización de los activos entre el activo computable⁸⁰.

El activo computable para los coeficientes de diversificación no coincide con el activo computable utilizado para los coeficientes de inversión y de liquidez⁸¹. El activo computable para las limitaciones de inversión difiere del activo computable para las limitaciones de diversificación en que en el segundo no se incluyen las partidas de tesorería (computables o no para el coeficiente de liquidez) y los depósitos de garantía constituidos en mercados organizados de derivados. Esto es así, porque estas partidas están excluidas del computo de los coeficientes de diversificación.

Por otra parte, como se recoge en el gráfico siguiente, la suma del activo computable para las limitaciones de inversión y los deudores es equivalente a la suma del patrimonio y los acreedores.



El plazo fijado para proceder a la regularización total de los excesos sobre los límites marcados para los coeficientes de diversificación es, con carácter general, de seis meses contados a partir del momento en el que se produjo el exceso⁸². Si el exceso es superior al 35% del límite, el Fondo de Inversión deberá proceder a reducirlo por debajo del 35% del límite en el plazo de tres meses, a contar desde el momento en el que por primera vez se excede el límite en más de un 35%; lo anterior, sin perjuicio de la regularización total (situarse por debajo del límite) a realizar en el plazo de seis meses⁸³.

⁷⁷ Ley 46/1994 Artículo 4.

⁷⁸ Ley 46/1994 Artículo 4.

⁷⁹ Ley 46/1994 Artículo 4.

⁸⁰ RIIC Artículo 4 y Circular 8/1990 Norma 3ª.

⁸¹ Circular 8/1990 Normas 2ª, 3ª y 4ª.

⁸² RIIC Artículo 4.

⁸³ RIIC Artículo 4.

Los límites a los coeficientes de concentración anteriores son los que se aplican con carácter general. Sin embargo, existen una serie de especialidades a estos límites generales; estas especialidades hacen referencia a la inversión en: valores de determinados emisores públicos, valores de renta fija respaldados por activos y valores no cotizados⁸⁴.

De entre las excepciones anteriores destacar, porque facilita el diseño de Fondos de Inversión estructurados, que el RIIC establece que el límite a los coeficientes de concentración por emisor serán del 35% cuando se trate de inversiones en valores emitidos o avalados por un estado miembro de la Unión Europea, las comunidades autónomas, los organismos internacionales de los que España sea miembro y aquellos otros estados miembros de la OCDE que presenten una calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España⁸⁵. Además, una IIC podrá invertir hasta el 100% de su activo en valores emitidos por los emisores públicos anteriores siempre que no adquiera más del 10% del saldo nominal de una misma emisión⁸⁶. Esto es, un Fondo de Inversión podrá materializar su activo en un único valor de los emisores públicos anteriores, siempre y cuando su inversión no supere el 10% del nominal emitido.

El coeficiente de endeudamiento es el porcentaje que suponen las obligaciones con terceros sobre el activo de un Fondo de Inversión. Como regla general, los Fondos de Inversión no pueden endeudarse; no obstante, se les permite hacerlo para resolver dificultades transitorias de tesorería y siempre que el endeudamiento se produzca por plazo no superior a un mes⁸⁷.

El coeficiente de endeudamiento se calcula dividiendo el total de obligaciones frente a terceros, una vez descontado el saldo de la cuenta de “Acreedores por compra de valores”, entre el activo total del Balance⁸⁸. Para los Fondos de Inversión, el coeficiente de endeudamiento máximo es el 10%⁸⁹. De acuerdo con lo anterior, los Fondos de Inversión disponen del plazo de un mes para regularizar situaciones de endeudamiento.

En el cuadro siguiente se recoge, a modo de resumen de lo expuesto hasta el momento en este anexo, el denominador que se utiliza para su cálculo de los límites fijados a los coeficientes aplicables a los Fondos de Inversión y si existe o no un plazo para estos excesos o defectos.

Coeficientes operativos: existencia plazo regularización y denominadores

Coeficiente	Debe cumplirse	Plazo regularización	Denominador
Liquidez	Promedio mensual	No	Activo computable (inversión)
Inversión	Promedio mensual	No	Activo computable (inversión)
Diversificación	Todo momento	Si	Activo computable (diversificación)
Endeudamiento	Todo momento	Si	Activo total

⁸⁴ Ley 46/1984 Artículo 4 y RIIC Artículo 17 bis.

⁸⁵ Ley 46/1984 Artículo 4

⁸⁶ Ley 46/1984 Artículo 4

⁸⁷ Ley 46/1984 Artículo 11 y RIIC Artículo 19.

⁸⁸ Circular 8/1990 Norma 5ª.

⁸⁹ RIIC Artículo 19.

El pasado 5 de noviembre de 2003 se publicó en el BOE, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva que deroga la Ley 46/1984⁹⁰. Los coeficientes operativos descritos en este apartado están recogidos asimismo en la citada Ley 35/2003.

En consecuencia, los conceptos básicos comentados acerca de los coeficientes operativos de los Fondos de Inversión siguen siendo válidos. Ahora bien, los aspectos concretos relacionados con los mismos (forma de cálculo, límites y plazos de regularización) quedan pendientes de desarrollo reglamentario⁹¹. En consecuencia, una vez se publique y entre en vigor el desarrollo reglamentario de la nueva Ley de IIC, podrán producirse cambios en la forma de cálculo de los coeficientes operativos, en los límites fijados para los mismos y en los plazos fijados para regularizar los excesos sobre estos límites.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCAIDE HERNANDEZ, Francisco; MARTIN MUÑOZ, Alberto y RUBIO FERNANDEZ, Francisco (2000). “Comportamientos pasados predicen comportamientos futuros: estudio aplicado a los fondos de renta variable del mercado español”. *Bolsa de Madrid*. Nº. 86, pp.32-37.

BANCO DE ESPAÑA (2000). *Circular 4/1991, de 14 de junio, a entidades de crédito, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros*. Septiembre 2000.

BASEL COMMITTEE (2000). *Report to G7 Finance Ministers and Central Bank Governors on International Accounting Standards*. Abril 2000.

BASEL COMMITTEE e IOSCO (1998). “Framework for Supervisory Information about Derivatives and Trading Activities. Joint Report by the Basle Committee on Banking Supervision and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)”. *Basel Committee Publications*. Nº. 39, septiembre 98.

CAPELLA, Natividad (1999). *Limites a la operativa con derivados*. Ponencia del curso sobre la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, sobre operaciones en instrumentos derivados de las IIC organizado por la CNMV, Bolsa de Madrid, marzo 1999.

CNMV, COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1990). *Circular 5/1990, de 28 de noviembre, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de Estados Financieros, y cuentas anuales de carácter público de las Sociedades y Agencias de Valores*.

CNMV, COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1994). *Manual Práctico (Circular 4/93 CNMV)*. División de Instituciones de Inversión Colectiva, abril 1994.

CNMV, COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1994b). *Manual de cumplimiento de los estados contables y estadísticos de carácter reservado de las Instituciones de Inversión Colectiva*. División de Instituciones de Inversión Colectiva, abril 1994.

⁹⁰ La Ley 35/2003 entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el BOE.

⁹¹ Los únicos límites que se fijan en el articulado de la nueva Ley de IIC son los correspondientes a los coeficientes de concentración por emisor y por grupo y al coeficiente de endeudamiento. Estos nuevos límites coinciden con los comentados en este anexo. El límite al coeficiente de concentración será del 5% del activo; no obstante, se podrá alcanzar el 10% siempre que el total de las inversiones en las que se supere el 5% no exceda del 40%. El nuevo límite al coeficiente de concentración por grupo se establece en el 15%. Por último, el límite máximo al coeficiente de endeudamiento se fija en el 10%.

CNMV, COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1999). *Manual de cumplimiento de los estados financieros de carácter reservado de la Circular 3/1998*. División de Supervisión, marzo 1999.

COMISIÓN EUROPEA (2000). *La Estrategia de la UE en materia de información financiera: El camino a seguir*. Bruselas, 13 de junio de 2000, COM (2000) 359 Final.

COMISION EUROPEA (2002). *Propuesta de Directiva del Parlamento europeo y del Consejo de la Unión Europea por la que se modifica las Directivas 78/660/CEE, 83/394/CEE sobre las cuentas anuales y las cuentas consolidadas de determinadas formas de sociedades y compañías de seguros*. Bruselas, 28/05/2002, 2002/0112 (COD).

CONTRERAS, Carlos (1996). "Vehículos de inversión garantizados: introducción a una controversia". *Perspectivas del Sistema Financiero*. Núm. 55, 1996.

DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan (1994). *Ingeniería Financiera: La gestión en los mercados financieros internacionales*. McGraw-Hill/ Interamericana de España, S.A.U. Madrid, 1994.

FERNANDEZ-RAÑADA, Pedro (1985). "Las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. Las Instituciones de Inversión Colectiva". *Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero*. N°. 12, pp.7-24.

GARCIA LOIRA, Patricia (1997). "Los Fondos de Inversión Garantizados". *Actualidad Financiera*. Marzo 97, pp.3-15.

GONZÁLEZ BEDIA, Teresa (1999). *Nuevos estados de información reservada*. Ponencia del curso sobre la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, sobre operaciones en instrumentos derivados de las IIC organizado por la CNMV, Bolsa de Madrid, marzo 1999.

HERNANDEZ HERNANDEZ, Francisco Gabriel (2001). *Los contratos de futuros: una propuesta para su reflejo en las cuentas anuales*. Memoria Tesis Doctoral, Universidad de La Laguna, Departamento de economía financiera y contabilidad.

HULL, John C. (1989). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Prentice Hall.

IASB, INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (2000). *Norma Internacional de Contabilidad N°. 39 (NIC 39) Instrumentos Financieros: reconocimiento y valoración*. Fecha de emisión 15 de marzo de 1999 (revisión octubre 2000).

IASB, INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (2003). *Amendments to IAS 39 financial instruments: recognition and measurement. Fair value hedge accounting for a portfolio hedge of interest rate risk*. Fecha de emisión 21 de agosto 2003.

ICI, INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (1994). *Investment in derivatives by registered investment companies*. Agosto 1994.

LARRAGA, Pablo (1997). "Derivados y Fondos de Inversión". *Análisis Financiero*, pp.6-23.

LARRAGA, Pablo (1999). "El uso de instrumentos derivados en los fondos de inversión". Incluido en ESCUELA DE FINANZAS APLICADAS (1999). *Manual práctico de fondos de inversión*. Cinco Días, pp.351-376.

LYNCH KOSKI, Jennifer y PONTIFF, Jeffrey (1999). "How Are Derivatives Used? Evidence from the Mutual Fund Industry". *Journal of Finance*. Abril 1999, pp.791-816.

LÓPEZ BLANCO, Elías (1997). *Productos derivados: control de riesgos e información al mercado*. Documento de trabajo, CNMV, División de Estudios.

KNOP, Roberto (2000). *Finanzas de Diseño. Manual de Productos Estructurados*. Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.

MARCOS BERMEJO, José María (1998). “Evolución de los Fondos de Inversión en 1997. Perspectivas a corto plazo”. *Actualidad Financiera*. Número monográfico, primer trimestre 1998, pp.93-108.

MARCOS BERMEJO, José María (1999). “Evolución de los fondos de inversión en España”. Incluido en ESCUELA DE FINANZAS APLICADAS (1999). *Manual práctico de fondos de inversión*. Cinco Días, pp.123-147.

MARCOS BERMEJO, José María (1999b). *Circular 3/98 CNMV. Aspectos contables y cálculo de coeficientes*. Ponencia del curso sobre la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, sobre operaciones en instrumentos derivados de las IIC organizado por la CNMV, Bolsa de Madrid, marzo 1999.

MARTINEZ-ABASCAL, Eduardo (1999). “Rentabilidad y riesgo de los FIM en España 1991-98. ¿Supera el mercado a los gestores?”. *Análisis Financiero*. Nº. 79, septiembre 1999, pp.6-15.

MATALLÍN SAEZ, Juan Carlos y FERNÁNDEZ IZQUIERDO, María Ángeles (1999). “Análisis de la clasificación de fondos de inversión en España y su sincronización con el mercado bursátil”. *Análisis Financiero*, nº. 79, pp.26-34.

MEFF RENTA VARIABLE (1998b). “Comparaciones con Hedge Funds”. *Súmulas*, noviembre 1998, nº. 1, pp.3-4.

MEFF RENTA VARIABLE (1999). “Control de la Gestión de fondos de inversión con opciones y futuros”. Informe Especial, 29 de marzo de 1999, pp.5-12.

ONG, MICHAEL (1996). “Exotic Options: the market and their taxonomy”. Incluido en NELKEN, ISRAEL (1996). *The handbook of exótic options. Instruments, analysis and applications*. Irwin, 1996, pp.3-45.

PACTER, PAUL (2000). *IAS 39 Compared with FASB Standards*. URL: <http://www.iasc.org.uk> (acceso 17/10/01), pp.1-4.

PARLAMENTO EUROPEO y CONSEJO DE LA UNION EUROPEA (2001). *Directiva 2001/65/CE, de 27 de septiembre de 2001, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 86/635/CEE en los que se refiere a las normas de valoración aplicables en las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras*.

PARLAMENTO EUROPEO y CONSEJO DE LA UNION EUROPEA (2002). *Directiva 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM*.

PARLAMENTO EUROPEO y CONSEJO DE LA UNION EUROPEA (2003). *Directiva 2003/51/CE, de 27 de septiembre de 2001, por la que se modifican por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/394/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE sobre las cuentas anuales y las cuentas consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras instituciones financieras y compañías de seguros*.

RODRIGUEZ DE PRADO, Francisco (2000). “La heterogeneidad en la gestión de los FIM de renta fija y sus implicaciones en la innovación de la inversión colectiva”. *Actualidad Financiera*. Febrero 2000, pp.15-34.

RUBENSTEIN, Jeremy N. y LÓPEZ-ISA, Lourdes M. (1995). “Derivatives Investments by Mutual Funds”. *Securities & Commodities Regulation*. Vol. 28, pp.89-97, mayo 1995.

RUIZ BARBADILLO, Emiliano (1992). “Implicaciones contables de los contratos de futuros”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Nº. 21(72), pp.609-652.

ROA, Alfonso (1999). “Rentabilidad, riesgo, ranking y rating de los fondos de inversión”. Incluido en ESCUELA DE FINANZAS APLICADAS (1999). *Manual práctico de fondos de inversión*. Cinco Días, pp.75-92.

SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal (1997). “Para un catálogo de problemas ‘mayores’ en materia de protección de los partícipes de un Fondo de Inversión”. Incluido en MORENO-LUQUE Y KPMG (1997). *La protección de los partícipes de los Fondos de Inversión*. Madrid, 1997, pp.9-24.

SEBASTIAN, Rodrigo de (2001a). *Fondos Garantizados de Renta Fija*. Ponencia de las jornadas sobre análisis y selección de fondos de inversión, fondos de pensiones y productos unit-link organizadas por OPTIONS & FUTURES INSTITUTE, Madrid, abril 2001.

SEBASTIAN, Rodrigo de (2001b). *Fondos Garantizados de Renta Variable*. Ponencia de las jornadas sobre análisis y selección de fondos de inversión, fondos de pensiones y productos unit-link organizadas por OPTIONS & FUTURES INSTITUTE, Madrid, abril 2001.

TÉCNICAS Y ANÁLISIS EN DERIVADOS FINANCIEROS (1998). “Fondos estructurados de segunda generación”. *Símulas*, noviembre 1998, nº. 1, pp. 5-10.

VALERO, Francisco José (1999). “Los fondos de inversión: características”. Incluido en ESCUELA DE FINANZAS APLICADAS (1999). *Manual práctico de fondos de inversión*. Cinco Días, pp.11-36.

VALERO, Francisco José (1999b). “Clases de fondos de inversión”. Incluido en ESCUELA DE FINANZAS APLICADAS (1999). *Manual práctico de fondos de inversión*. Cinco Días, pp.39-72.

WALSH, John (2000). “The G-30 Derivatives Report Reconsidered”. *Derivatives Use, Trading & Regulation*. Vol. 6-3, pp.210-216.

NORMATIVA IIC

- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, Reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Orden Ministerial de 20 de diciembre de 1990, por que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión, habilitándose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información y normas contables de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Orden Ministerial de 26 de febrero de 1991, sobre inversiones de las Instituciones de Inversión Colectiva en títulos del Mercado Hipotecario.
- Orden Ministerial de 31 de julio de 1991, sobre cesión de valores en préstamo por las Instituciones de Inversión Colectiva y régimen de recursos propios, de información y contable de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Orden Ministerial de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas en Instituciones de Inversión Colectiva.
- Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados.
- Orden Ministerial de 18 de abril de 2001, sobre folletos explicativos, informes trimestrales y obligaciones de información de las IIC.
- Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de las IIC.
- Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre determinación del valor liquidativo de los Fondos de Inversión Mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Circular 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de IIC de carácter financiero y determinados desarrollos de la OM de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de estas Instituciones de instrumentos derivados.
- Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las IIC en valores no cotizados.
- Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la CNMV, sobre operaciones en instrumentos derivados de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Circular 1/1999, de 14 de enero, de la CNMV, sobre Folletos e Informes trimestrales de Fondos de Inversión.
- Circular 1/2001, de 18 de abril, de la CNMV, sobre modelos de folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva.