

## LAS VENTAS EN DESCUBIERTO EN LAS BOLSAS ESPAÑOLAS: CASO BANKIA

**José Gómez Blanco**

*Analista financiero (IEAF)*

Este trabajo ha sido finalista en el **Premio Estudios Financieros 2017** en la modalidad de **Derecho Civil y Mercantil**.

El jurado ha estado compuesto por: don Antonio FERNÁNDEZ DE BUJÁN Y FERNÁNDEZ, don Francisco Javier ARIAS VARONA, don Juan Carlos CASTRO RICO, don Fernando DÍEZ ESTELLA, don David OLIVARES MARTÍNEZ, don Lupicinio RODRÍGUEZ y don Luis ZARRALUQUI NAVARRO.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

---

### EXTRACTO

Mi vinculación a la profesión bancaria durante muchos años, y en especial a la Bolsa, me ha llevado a escribir sobre temas diversos relacionados con la economía financiera, entre ellos, algunos sobre los mercados de valores y sus operaciones. En el mes de junio de 2016, el periódico *ABC* publicó un artículo titulado «Piratas del siglo XXI», del que es autor don José María FERNÁNDEZ SOUSA, en el que definía como piratería lo que ocurre en ocasiones bastante frecuentes con las «operaciones a corto», que al no estar debidamente reguladas, dan origen a abusos del mercado, mediante una especulación desaforada, que se traduce en un grave perjuicio para los inversores tradicionales y las compañías que son objeto de estos ataques especulativos. Recomiendo su lectura.

Con anterioridad (24 de mayo de 2013), había leído en *El Confidencial* el artículo del que es autor don Eduardo SEGOVIA, titulado «Una argucia de los fondos hunde a Bankia en Bolsa y a los preferentistas». Añadí a ese artículo dos comentarios tratando de clarificar algunas cuestiones con respecto a las «ventas en descubierto».

Este trabajo contiene bastantes tecnicismos de orden legal, normativo y operativo, pero, aun así, espero que sea del interés de los lectores y ayude a divulgar en qué consiste este tipo de ventas y su amparo legal y operativo.

**Palabras clave:** *short selling*; préstamo de títulos; Código Civil; Código de Comercio; circulares del Banco de España; Ley del mercado de valores; mercado a crédito; acciones nominativas; *hedge funds*; CNMV; caso Bankia; compensación de valores; Bolsa de Madrid; SEC (Estados Unidos); reglamentos UE.

---

*Fecha de entrada:* 03-05-2017 / *Fecha de aceptación:* 04-07-2017

## SALES DISCOVERED IN SPANISH BAGS: BANKIA CASE

José Gómez Blanco

---

### ABSTRACT

My involvement in the banking profession for many years, and especially the Stock Exchange, has led me to write about various topics related to the financial economy, including some about stock markets and their operations. In June 2016, the newspaper *ABC* published an article entitled «Pirates of the XXI Century», authored by Mr. José María FERNÁNDEZ SOUSA, in which he defined as piracy what happens on quite frequent occasions with «short-term transactions», which, because they are not properly regulated, give rise to market abuse through unbridled speculation, which results in a serious loss for traditional investors and the companies that are the object of these speculative attacks, I recommend its reading.

Previously (May 24, 2013), I had read in *El Confidencial* the article authored by Mr. Eduardo SEGOVIA, entitled «A trick of the funds plunges Bankia into the stock market and to the «preferentistas» (subordinated debt).

I added to these articles two comments trying to clarify some issues with respect to «short sales». This work contains many legal, normative and operational technicalities, but I still hope that it will be of interest to the readers and help to divulge what these types of sales consist of and their legal and operational protection.

**Keywords:** short selling; securities lending; Civil Code; Commercial Code; circulars Bank of Spain; Law of the market of values; market credit; nominative actions; hedge funds; CNMV; Bankia case; securities compensation; Madrid Stock Exchange; SEC (United States); UE regulations.

---

---

## Sumario

1. Introducción
2. El préstamo de valores en las circulares del Banco de España
3. El préstamo de títulos en la Ley del mercado de valores
4. El mercado a crédito
5. ¿Quiénes pueden prestar valores? Su titularidad
6. Mercado a crédito y préstamo de títulos
7. Posiciones cortas (*short selling*), especulación y *hedge funds*
8. *Hedge funds*
9. El caso Bankia, la Bolsa y la Comisión Nacional del Mercado de Valores
10. Normas europeas
11. Las normas existentes en las Bolsas de Valores de Estados Unidos

Bibliografía

## 1. INTRODUCCIÓN

Cada cierto tiempo, con mayor o menor intensidad, según propiciaba el mercado de acciones o el oportunismo de los especuladores, han tenido gran relevancia en nuestras Bolsas las ventas de acciones con préstamo de títulos (*short selling*), concentrándose especialmente en el sector bancario. Su cariz especulativo ha llevado a algunas entidades, en momentos de gran volatilidad de los mercados, a dirigirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), denunciando aquellas operaciones que se hacían «en descubierto», es decir, sin poseer los vendedores los títulos, en propiedad o en préstamo, previamente a las transacciones en los mercados. Pero antes de entrar en el meollo de la cuestión, vamos a distinguir lo que es un depósito de valores (acciones) y un préstamo de títulos, poniendo de manifiesto las diferencias entre ambos contratos, regulados en los Códigos Civil y Mercantil, y objeto de desarrollo en algunas circulares del Banco de España y, lógicamente, en la vigente Ley del mercado de valores.

### Código Civil

Están desarrollados en los títulos X y XI de este código. En el artículo 1.740 del primero de los títulos, se define el «contrato de préstamo»:

«Por el contrato de préstamo, una de las partes entrega a la otra, o alguna cosa no fungible para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva, en cuyo caso se llama comodato, o dinero u otra cosa fungible, con la condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo».

«El comodato es esencialmente gratuito. El simple préstamo puede ser gratuito o con pacto de pagar interés».

El artículo 1.758, título XI, define el contrato de depósito, diciendo: «Se constituye el depósito desde que uno recibe la cosa ajena con obligación de guardarla y restituirla».

Los artículos siguientes definen la naturaleza y esencia del contrato de depósito, así como el depósito voluntario. Vamos a reproducir «De las obligaciones del depositario», solo dos de los artículos de la sección tercera, ya que no es objeto de este trabajo profundizar en las características de este contrato, sino subrayar las diferencias esenciales entre uno y otro tipo de contrato, en cuanto a las obligaciones esenciales de los prestatarios y depositarios. Así, en cuanto al depósito, se dice:

- Artículo 1.766: «*El depositario está obligado a guardar la cosa y restituirla, cuando le sea pedida, al depositante, o a sus causahabientes, o la persona que hubiese sido designada en el contrato. Su responsabilidad, en cuanto a la guarda y la pérdida de la cosa, se regirá por lo dispuesto en el título I de este libro.*».
- Artículo 1.767: «*El depositario no puede servirse de la cosa depositada sin permiso expreso del depositante. En caso contrario responderá de los daños y perjuicios.*».

En ambos casos, hemos destacado en *cursiva* aquellos aspectos que regulan la disponibilidad de las cosas prestadas o depositadas, sobre los que volveremos cuando hablemos del préstamo de títulos en el mercado a crédito.

## Código de Comercio

El depósito mercantil y los préstamos mercantiles están regulados en los títulos IV y V, artículos 303 a 310 y artículos 311 a 324, respectivamente. Al igual que con el Código Civil, solamente vamos a reproducir aquellos artículos que nos interesan para el desarrollo de este trabajo sobre el préstamo de títulos:

- Artículo 308: «Los depositarios de títulos, valores, efectos o documentos, que devenguen intereses, quedan obligados a realizar el cobro de estos en las épocas de sus vencimientos, así como también a practicar cuantos actos sean necesarios para que los efectos depositados conserven su valor y los derechos que le correspondan con arreglo a las disposiciones legales».
- Artículo 309. (Del depósito mercantil): «Siempre que, con asentimiento del depositante, dispusiere el depositario de las cosas que fueron objeto de depósito, ya para sí o sus negocios, ya para operaciones que aquel le encomendare, cesarán los derechos y obligaciones propios del depositante y depositario, y se observarán las reglas y disposiciones aplicables al préstamo mercantil, a la comisión o el contrato que en sustitución del depósito de valores se hubieren celebrado».
- Artículo 312. (De los préstamos mercantiles): «[...] En los préstamos de títulos o valores, pagará el deudor devolviendo otros tantos de la misma clase en idénticas condiciones, o sus equivalentes si aquellos se hubiesen extinguido, salvo pacto en contrario. [...]».

Nuestros códigos dejan clara la diferencia entre el depósito y el préstamo de valores. En el primer caso, para que el depositario pueda disponer de los títulos, tiene que contar con la autorización del depositante. En el caso del préstamo de títulos o valores, puede disponer el prestatario de los títulos, como es lógico, pero con la obligación de devolver otros tantos de la misma clase, o sus equivalentes si aquellos se hubieran extinguido, salvo pacto en contrario.

## 2. EL PRÉSTAMO DE VALORES EN LAS CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

El préstamo de valores está contenido en diversas circulares del Banco de España<sup>1</sup>, pero en este trabajo solo vamos a hacer uso de las llamadas «circulares contables» de nuestro banco central, en concreto las siguientes:

- Circular 4/1991, de 14 de junio. Entidades de crédito. Normas de contabilidad y modelos de estados financieros (modificada posteriormente en varias ocasiones).
- Circular 4/2004, de 22 de diciembre. Entidades de crédito. Sustituyó a la anterior para adaptarse a las normas contables internacionales y a las directivas europeas.
- Circular 3/2008, de 22 de mayo. Entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. Modifica de forma importante la Circular 4/2004, culminando el proceso de adaptación de la legislación española de entidades de crédito a las directivas comunitarias.
- Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros (BOE de 10 de diciembre).
- Circular 9/2010, de 22 de diciembre. Modificación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, a las entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

La Circular 4/1991 dedica una norma completa, la decimosexta, a definir el préstamo de valores y su gestión por parte de las entidades financieras, refiriéndose, al mismo tiempo, a otras circulares en el desarrollo de esta norma. En la Circular 4/2004 quedan definidos en la norma vigesimotercera, y en la norma sexagésima quinta, cuentas de orden, en su número 6, apartado e), y 7, k, l) se resume el préstamo de valores y su contabilización, epígrafe «Valores recibidos en préstamo» y «Valores prestados».

- Número 6, apartado e), «Valores recibidos en préstamo»: Este concepto registrará el valor razonable de todos los valores representativos de deuda e instrumentos de capital recibidos en préstamo, aunque se hubiesen vendido a terceros. A los efectos de esa circular, se entiende por préstamo de valores una operación en la que el prestatario recibe la plena titularidad de unos valores sin efectuar ningún desembol-

<sup>1</sup> Las circulares del Banco de España, sobre todo las más importantes, son objeto de modificaciones con bastante frecuencia, debido a las normas nacionales sobre el sistema bancario y las normas europeas, especialmente por parte de organismos como la EBA (Autoridad Bancaria Europea) y su organización interna: The EBA Organisational Structure. [https://www.eba.europa.eu/languages/home\\_es](https://www.eba.europa.eu/languages/home_es)

so, salvo el pago de comisiones, con el compromiso de devolver otros de la misma clase de los recibidos. Cuando el prestatario deba depositar una fianza dineraria, la operación se tratará por este como una adquisición temporal de activos.

- Número 7, apartado k), «Valores prestados»: Incluye el importe de los valores propiedad de la entidad, prestados a terceros siempre que cumplan la definición de préstamo de valores del apartado 6. e) de esta norma, por el que figuran registrados en el activo.
- Número 7, apartado l), «Valores vendidos a crédito en Bolsa pendientes de liquidar»: Registra el importe de los valores vendidos a crédito en Bolsa que, a la fecha de los estados financieros, están pendientes de liquidación.

En la misma Circular –nos estamos refiriendo a la 4/2004– se hacen otras referencias a este tipo de préstamo, especialmente en los balances obligatorios de las entidades de crédito y en diversos estados informativos, que son de obligado cumplimiento por parte de las mismas.

### 3. EL PRÉSTAMO DE TÍTULOS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

El préstamo de títulos fue regulado en la Ley del mercado de valores<sup>2</sup> de 24 de julio de 1988 –modificada en varias ocasiones– en su artículo 36. La regulación actual figura en el texto refundido de la Ley del mercado de valores (RDLeg. 4/2015, de 23 de octubre), artículo 84, del cual reproducimos aquello que nos parece más importante para las finalidades de este trabajo:

#### **Artículo 84. Préstamo de valores.**

1. Sin perjuicio de otras modalidades de préstamo, se podrá llevar a cabo el préstamo de valores negociados en un mercado secundario oficial cuya finalidad sea la disposición de los mismos para su enajenación posterior, para ser objeto de préstamo o para servir como garantía en una operación financiera.

2. El prestatario deberá asegurar la devolución del préstamo mediante la constitución de las garantías suficientes. En su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinará cuáles deberán ser dichas garantías.

3. La regla de exigencia de garantías no resultará aplicable a los préstamos de valores resultantes de operaciones de política monetaria, ni a los que se hagan con ocasión de una oferta pública de venta de valores.

4. El ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán:

<sup>2</sup> Léase: Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del mercado de valores.

- a) Fijar límites al volumen de operaciones de préstamo o a las condiciones de los mismos, atendiendo a circunstancias del mercado.
- b) Establecer obligaciones específicas de información sobre las operaciones.

#### 4. EL MERCADO A CRÉDITO

Las operaciones realizadas en el mercado a crédito de nuestras Bolsas de valores tienen como finalidad la compra de acciones mediante un crédito de dinero o la venta de acciones que no se poseen, mediante un préstamo de títulos. El comprador de acciones pretende beneficiarse de la venta en un plazo corto de los títulos adquiridos, al considerar que el valor se revalorizará (subirá) durante ese plazo definido. Por el contrario, en el caso del vendedor de títulos prestados, la estrategia es la opuesta, al considerar que el valor entrará en una dinámica bajista. En uno y otro caso, de lo que se trata es de beneficiarse de la diferencia de las cotizaciones en el tiempo. El plazo máximo para este tipo de operaciones es de tres meses y medio.

Nuestro antiguo Código de Comercio (1885) contenía en su título V, sección primera y sección segunda, los artículos que regulaban las Bolsas de comercio y las operaciones de Bolsa, que fueron derogados por la Ley del mercado de valores, ya citada. La sección segunda incluía las contrataciones a plazo en los mercados de valores, pero esta operativa fue prohibida por la Ley de 23 de febrero de 1940, y hasta la fecha no volvieron a ser autorizadas, a pesar de ser práctica habitual en la mayoría de las Bolsas mundiales.

El desarrollo legal y práctico del mercado a crédito se realizó en varias etapas, con características especiales en cada una de ellas. La primera regulación se estableció con la publicación de la Orden Ministerial de 10 de abril de 1981 –Crédito al comprador y al vendedor en las operaciones bursátiles de contado–. Desaparecidas las juntas sindicales de las Bolsas de valores, al entrar en vigor la Ley del mercado de valores, la segunda etapa se inició con la publicación de la Orden Ministerial de 28 de julio de 1989 sobre el sistema del mercado a crédito. En ambas regulaciones (crac bursátil de octubre de 1987, repetido dos años después, en octubre de 1989, y situación económica de esos años y los siguientes), este tipo de operativa fue prácticamente inexistente. Posteriormente, se publicó la Orden de 25 de marzo de 1991 sobre el sistema de crédito al mercado, que amplió la posibilidad de operar a todas las entidades reconocidas en el artículo 76 de la actual ley vigente, además de a las sociedades de valores. Estas disposiciones oficiales han sido objeto de desarrollo por las Bolsas españolas, mediante circulares. Para profundizar en el tema, puede consultarse la «Guía del préstamo de valores», publicada por la CNMV.

#### 5. ¿QUIÉNES PUEDEN PRESTAR VALORES? SU TITULARIDAD

En la «Introducción» hemos resumido las características esenciales del «depósito de valores» y el «préstamo de títulos», tal como está regulado en nuestros Códigos Civil y Mercantil, tratan-

do de distinguir entre los dos tipos de contratos. Sin duda, el titular de acciones de una determinada compañía que cotice en Bolsa puede realizar operaciones en el mercado a crédito o prestar los títulos a un operador en este mercado. La Orden de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles al contado (modificada por Orden de 23 de diciembre de 1998) desarrolla en su punto primero el objeto y ámbito de aplicación, especificando las entidades que pueden realizar este tipo de operaciones, que resumimos:

- Sociedades de valores, si incluyen entre sus actividades este tipo de operaciones.
- Entidades oficiales de crédito.
- Bancos y cajas de ahorros (incluidas en la Confederación Española de Cajas de Ahorros).
- Cooperativas de crédito, según el artículo 76, letras a) y b) de la Ley del mercado de valores.

En su número séptimo se especifican los requisitos de este tipo de préstamos, los cuales reproducimos a continuación:

«1. Las entidades mencionadas en el apartado 1 del número 1.º de la presente orden podrán conceder préstamos de valores destinados a operaciones de crédito utilizando los de su titularidad y aquellos otros que les hayan cedido también en préstamo a tal fin sus respectivos titulares. Estos préstamos se documentarán en contratos en los que deberán identificarse los valores objeto del mismo, a través de la mención a su referencia técnica, indicando expresamente su afectación a dicho uso y la duración del préstamo. Las citadas entidades deberán fijar y hacer públicas las condiciones de estos contratos en la misma forma prevista en el número anterior de esta orden.

En cualquier caso, y sin perjuicio de las demás condiciones que se fijen, los prestamistas de los valores percibirán el importe dinerario correspondiente a los derechos económicos que generen durante la cesión pactada los valores de referencia, incluidas las primas de asistencia a la juntas generales. Salvo pacto en contrario, si dentro de ese periodo sobrevinieran aumentos de capital que dieran nacimiento a derechos de asignación gratuita o de suscripción preferente de nuevas acciones, deberán ponerse a disposición del prestamista, cuando tales derechos se segreguen, otros de la misma clase, en la cuantía que corresponda a los valores prestados.

2. En todos los casos en que se utilicen para otorgar crédito valores cuya titularidad corresponda a terceras personas, la entidad en cuestión deberá remitir una copia del contrato en que se base dicha utilización a las Sociedades Rectoras de las Bolsas o, en su caso, a la Sociedad de Bolsas y otra al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

3. Las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores o, en su caso, la Sociedad de Bolsas y el Servicio de Compensación y Liquidación podrán establecer los proce-

dimientos y sistemas necesarios para uniformar, simplificar y agilizar la tramitación administrativa y el tratamiento informático de aquellos y préstamos de valores que tengan un carácter continuado o generalizado».

Además de las instituciones citadas, también pueden realizar «préstamos de títulos», las instituciones de inversión colectiva (IIC). La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, regula en su artículo 30 los activos aptos para la inversión, regla sobre inversiones y obligaciones frente a terceros, que transcribimos a continuación:

«6. Los valores y otros activos que integren la cartera no podrán pignorar ni constituir garantía de ninguna clase, salvo para servir de garantía en las operaciones que la institución realice en los mercados secundarios oficiales. En su caso, los valores y activos que integren la cartera deberán estar depositados bajo la custodia de los depositarios regulados en esta ley. No obstante, los valores y otros activos que integren la cartera de IIC de carácter financiero podrán ser objeto de operaciones de préstamo de valores con los límites y garantías que establezca el ministro de Economía».

En el caso de las acciones nominativas, el artículo 63 del texto refundido de la Ley de sociedades anónimas, en su apartado 1, «Restricciones a la libre transmisibilidad», dice: «Solo serán válidas frente a la sociedad las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones cuando recaigan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas por los estatutos». De lo cual inferimos que en este caso también está prohibido el préstamo de este tipo de acciones, sujetas a restricciones. Por leyes específicas, las acciones de determinado tipo de sociedades tienen que ser nominativas; a título meramente enunciativo, citamos algunas de ellas: bancarias, navieras, farmacéuticas, tabacalera, etc. Nuestra vigente Ley de sociedades anónimas no establece ninguna obligación en este sentido, limitándose a definir los tipos de acciones y su transmisibilidad. ¿Podrían las sociedades emisoras prohibir en sus estatutos el préstamo de acciones? La respuesta a esta pregunta la tienen los mercantilistas. No obstante, hay que añadir que las transacciones realizadas en Bolsa con acciones y otro tipo de valores son nominativas, es decir, están identificados comprador y vendedor, y son transparentes fiscalmente. En las antiguas pólizas de compra al contado y pólizas de suscripciones de acciones, aunque se tratara de acciones al portador, la titularidad era a nombre del comprador y suscriptor.

En la segunda parte de este trabajo trataremos las garantías necesarias para actuar en el mercado a crédito, la problemática de las acciones de clientes depositadas en entidades financieras, las ventas de acciones sin tenerlas (*naked shorts*) y la actuación de los *hedge funds* en los mercados.

## 6. MERCADO A CRÉDITO Y PRÉSTAMO DE TÍTULOS

Las garantías iniciales en el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado han sufrido variación en diversas ocasiones. La Orden Ministerial de 10 de abril de 1981 estableció el 25 %.

Con posterioridad hubo varias modificaciones, que reseñamos:

- Circular de la Bolsa de Madrid 5/1991, 20 de mayo: 50 %
- Circular de la Bolsa de Madrid 4/1995, 24 de mayo: 35 %
- Circular de la Bolsa de Madrid 1/2004, 24 de mayo: 25 %

¿Pueden las entidades autorizadas para realizar operaciones de préstamo de títulos utilizar las acciones en depósito de sus clientes? La contestación es rotunda: ¡no! Esta contestación negativa está implícita en la regulación que hacen nuestros códigos de los contratos de depósito y préstamo de valores. La Ley del mercado de valores vigente es taxativa en este aspecto. Así, en el artículo 36.7 b), dice:

«Los valores entregados en préstamo deberán pertenecer al prestamista, y hallarse en poder de este en virtud de operaciones ya liquidadas en la fecha de perfección del contrato. A tal efecto, bien el prestamista, bien el prestatario, deberá ser una entidad participante o miembro del sistema correspondiente de compensación y liquidación del mercado en donde se negocia el valor».

No basta con tener realizada una compra de los valores prestados, sino que la operación de compra debe estar liquidada a la fecha de perfección del contrato de préstamo. No obstante, en el caso de acciones depositadas de clientes, podrían utilizarse para este tipo de operaciones (préstamo), siempre y cuando se obtuviera autorización de los titulares del depósito, que debería ser retribuido. La liquidación se realiza al tercer día hábil después de la fecha de negociación, es decir, D + 3.

## 7. POSICIONES CORTAS (*SHORT SELLING*), ESPECULACIÓN Y *HEDGE FUNDS*

¿Pueden realizarse ventas «en descubierto»? Es decir, vender títulos en el mercado a crédito sin poseerlos o haberlos recibido en préstamo. La contestación es igualmente negativa, pero también hay que decir que esta práctica se permite en otros mercados mundiales. Para un mayor conocimiento de las normas que rigen este tipo de operaciones, la CNMV tiene publicado un folleto que es una guía orientativa para los participantes en este mercado, siguiendo el método de preguntas y respuestas, pero a lo esencial ya hemos contestado más arriba. Volveremos a referirnos a este tema más adelante.

Desde hace meses se intensificaron las ventas a corto en nuestros mercados de valores, especialmente en valores bancarios, lo que llevó a la CNMV, con fecha 1 de noviembre de 2012, a tomar un acuerdo, al amparo del artículo 85.2 J) de la Ley del mercado de valores, para imponer restricciones sobre las ventas en corto y operaciones similares. Esta limitación fue anulada por otro acuerdo con fecha de 31 de enero de 2013.

Dada la magnitud del problema y la complejidad de este tipo de operaciones, la CNMV se ha visto obligada a publicar un acuerdo de su Comité Ejecutivo, con fecha de 22 de septiembre de 2008, que resumimos aquí:

- Recuerda a todos los miembros del mercado secundario que de acuerdo con las normas se prohíben y penalizan las ventas en corto descubiertas (es decir, sin poseer previamente los títulos o haberlos recibido a préstamo).
- Se vigilará la observancia de estas normas para evitar cualquier conducta que pudiese alterar el funcionamiento del mercado o constituir abuso de mercado.
- Se reconocen las limitaciones de la información pública existente sobre saldo de valores en préstamos, considerándose imprescindible reforzar la información pública sobre posiciones cortas.
- De acuerdo con el artículo 85.5 de la Ley del mercado de valores, se exigirá a los que ostenten posiciones cortas que excedan del 0,25 % del capital social admitido a negociación o de cuotas participativas dar a conocer públicamente estas posiciones, mediante comunicado a la Dirección General de Mercados de la CNMV.
- Se recuerda que se entenderá por ventas en corto descubiertas aquellas en las que el vendedor no disponga previamente de los valores que vende, bien sea por medio de una adquisición previa, de un préstamo de valores acordado o formalizado con anterioridad a la venta o del ejercicio previo irrevocable de un derecho de conversión, opción u otro instrumento derivado.
- La CNMV considerará como un indicio de conducta constitutiva de abuso de mercado el falseamiento de la libre formación de precios, la ocultación de información sobre posiciones cortas y la traslación de información falsa a los miembros de los mercados secundarios oficiales.

El citado acuerdo entró en vigor el 24 de septiembre de 2008 y afectaba a los títulos de 20 entidades, la mayoría bancos (14) y cajas de ahorros (2). A pesar de estas obligaciones de información impuestas a los tenedores de posiciones cortas, la situación se fue agravando y ello dio lugar a nuevas denuncias de las entidades financieras y a la petición a la CNMV para que prohibiera este tipo de operaciones, como ocurrió en Estados Unidos, Reino Unido y Australia. Ante esta situación, desde la CNMV se sugirió al *holding* que administra la Bolsa española, BME, la puesta al día y modificación del Reglamento de la Bolsa del año 1967. La CNMV prohibió, de forma cautelar y transitoria, las operaciones cortas que afectaban a diez bancos y dos cajas de ahorro, además de a dos sociedades de seguros y otras dos de inversión.

Sobre las limitaciones de información pública (conocimiento de las posiciones cortas), puestas de manifiesto en el acuerdo de la CNMV citado anteriormente, dado que las contrataciones que se realizan en nuestros mercados de valores en un día determinado son objeto de desglose al día siguiente por parte de los miembros del mercado, incluidas –lógicamente– las operaciones sobre

acciones nominativas, e identificados compradores y vendedores, y posteriormente liquidadas y compensadas por Iberclear, que también se encarga de comunicar a las sociedades emisoras de acciones nominativas los nombres de compradores y vendedores de sus acciones, además de otras operaciones con sus títulos, se pueden realizar investigaciones *a posteriori* sobre operaciones y prácticas de abuso de mercado, identificando a sus autores. Por otra parte, en el caso de las acciones bancarias y otras compañías de acciones nominativas, los emisores pueden conocer también las prácticas nocivas con sus títulos de su propio registro de accionistas. De lo que se trata es de mejorar la supervisión en nuestras Bolsas de valores.

¿Son beneficiosas para el mercado y los inversores las posiciones cortas? Antes de contestar a la pregunta y dar mi opinión, y después de referirme a los *hedge funds* y las estrategias de estos fondos para alterar los mercados e influir de diversas formas en las compañías que cotizan en ellos, quiero destacar las decisiones que se tomaron hace meses en los mercados más importantes del mundo, Nueva York y Londres, lo que demuestra *a priori* la maldad de este tipo de operaciones en tiempos de crisis, mezclada con prácticas de abuso de mercado.

## 8. HEDGE FUNDS

Los llamados fondos de inversión libre tienen un protagonismo cada vez más creciente en los mercados. El peso actual de las inversiones de este tipo de fondos sobre la capitalización de los mercados es un modesto 1,50%, pero su rápido crecimiento se ha producido en los últimos años. En nuestro país ha pasado lo mismo, mediante dos categorías:

- Fondos de inversión libre para inversores cualificados.
- Fondos de inversión libre para los inversores particulares y no profesionales.

Pero también hay que decir que, debido a la crisis que estamos padeciendo y a los escándalos que se produjeron hace unos años en Estados Unidos (Madoff, etc.), están perdiendo popularidad. Tanto es así que el BBVA anunció en su momento que abandonaba el mantenimiento de este tipo de fondos. Los problemas de estos fondos no son nuevos. Hay que recordar la crisis del LTCM (*long-term capital management*), dirigido por el famoso John William Meriwether, que tenía como asesores a dos premios Nobel de Economía. Para salvarlo de la quiebra, y que pudiera sobrevivir y evitar la desestabilización del sistema financiero americano, la Reserva Federal, con el señor Greenspan a la cabeza, tuvo que aportar 3.500 millones de dólares. Pero en estos escándalos todo se vuelve relativo pensando en las pérdidas multimillonarias que hemos conocido durante la «crisis *subprime*» en Estados Unidos y otros países.

Aunque no es mi intención desarrollar en este trabajo el estudio de los *hedge funds* y sus estrategias, por razones obvias, remitiré a los que me lean a dos excelentes trabajos publicados por la CNMV: «Comentario sobre la nueva normativa de *hedge funds*», de la que es autor, don

Alberto GARCÍA TOBAJAS, y «Estudio sobre la industria de *hedge funds*», de varios autores. Aun así, haré un pequeño comentario.

Sobre los *hedge funds* hay opiniones encontradas. Mientras los especialistas más indulgentes dicen que contribuyen a la eficiencia y estabilidad de los mercados, como una especie de «mano invisible» de Adam Smith, otros están en contra y abogan por una mayor supervisión y control de estos fondos de inversión libre. Los más radicales piden su desaparición de los mercados. La crisis económica y financiera que estamos padeciendo es propicia para la actuación de estos «tiburones financieros». Las grandes pérdidas contabilizadas por entidades financieras, compañías de seguros, fondos de pensiones y de inversión, etc. han ido a parar a alguna parte. Hasta la fecha no he leído ninguna noticia relacionada con pérdidas de los *hedge funds*, por su opacidad, y quizás sea porque han sido uno de los grandes beneficiados de la crisis más profunda que hemos conocido. El que fue secretario del Tesoro americano con el primer Gobierno del presidente Obama, Tim Geithner, y su equipo, estudiaron medidas para reducir el riesgo del sector financiero, que afectarían a los requisitos de capital para las grandes instituciones financieras (mayor capital propio y provisiones dinámicas), limitaciones para este tipo de fondos y fondos de capital-riesgo, supervisión para el mercado de derivados, limitaciones para los fondos de deuda a corto (para evitar la rápida retirada de dinero) y mayor capacidad del Gobierno para intervenir instituciones financieras (bancos, cajas y compañías de seguros), además de la creación de un solo órgano regulador y supervisor. Me consta que la SEC americana (Securities and Exchange Commission) ha dictado una serie de normas –entre ellas sobre la transparencia de los *hedge funds*– para evitar la especulación financiera sin límites, como la que dio origen a la crisis *subprime*.

En lo que se refiere a nuestro país, y en concreto al Banco de España, creo que en el futuro no se puede permitir la concentración de grandes riesgos bancarios, como ocurrió y permitió la «burbuja inmobiliaria». ¿No les parece excesivo que los grandes riesgos puedan sumar hasta ocho veces los recursos propios de la entidad de crédito? ¿No debe establecerse un límite para la concentración sectorial? Desde hace años vengo recomendando limitar la concentración sectorial de los riesgos bancarios. Si hubiera existido, nuestra crisis hubiera sido más limitada.

Aunque de lo anterior ya se deduce mi opinión sobre la especulación en los mercados, creo en la bondad de cierto grado de especulación, pero debe estar controlada para no producir efectos perversos en los mercados y, en consecuencia, en la economía mundial. La actuación de los *hedge funds* y especuladores en busca de ganancias multimillonarias origina el empobrecimiento de millones de inversores y una merma importante en los activos de los fondos de pensiones e inversión, instrumentos hacia donde canalizan sus ahorros las diferentes clases sociales. Si de esta crisis financiera mundial se puede sacar una conclusión, es que ha sido el gran fracaso de los organismos reguladores y supervisores, sociedades de *rating*, sociedades auditoras, etc., además de la gestión nefasta y punible, de forma generalizada, de dirigentes máximos de las entidades financieras, incluyendo a los nuestros. Capitalismo, sí, pero no desahogado. Libre mercado, sí, pero controlado. El Estado no puede ser neutral en la economía, debe actuar allí donde se estén produciendo disfunciones en el tejido económico y social, y poner las barreras que sean necesarias para evitar el abuso de los mercados.

Para terminar este apartado, voy a citar una frase del libro de Joseph E. STIGLITZ –que a mí me parece un economista sensato– *Los felices años 90. La semilla de la destrucción*, obra interesantísima para comprender lo que está pasando actualmente: «Estados Unidos se centró tanto en su propia mitología económica y en la gestión de la globalización para su propio beneficio a corto plazo, que no vio lo que se estaba haciendo a sí mismo y al mundo».

## 9. EL CASO BANKIA, LA BOLSA Y LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

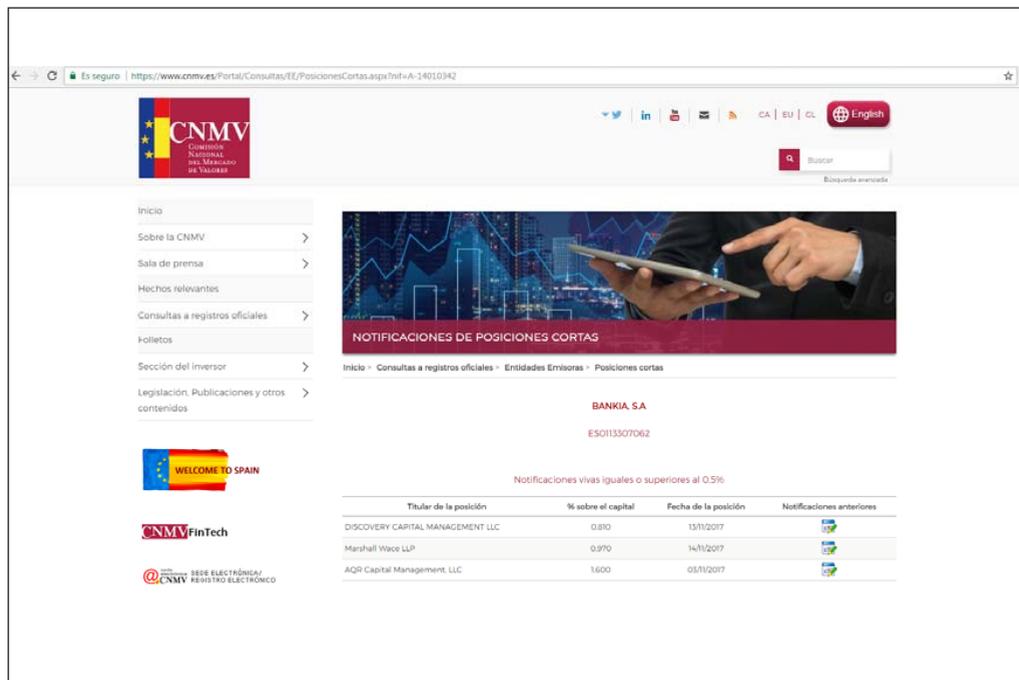
Hace algunas semanas me dirigí a la CNMV preguntando, en relación con las ventas a crédito, si existe algún control posterior a las operaciones, que sirva para comprobar si los vendedores de acciones en descubierto eran propietarios o habían recibido a préstamo los títulos con anterioridad a las ventas realizadas. La respuesta fue genérica y me dejó muchas dudas. Dado el volumen de las acciones vendidas de Bankia el día 23 de mayo, 2,4 veces el capital actual (19,93 millones de acciones), veremos cómo queda la investigación de la CNMV. Al tratarse de un tema que vuelve a la actualidad cada cierto tiempo, precisamente cuando la especulación es desahogada y los *hedge funds* y otros se ensañan con algunos valores de nuestro mercado, es necesaria una vigilancia estricta de nuestra CNMV.

Del documento publicado por la CNMV, desarrollado más arriba, quiero destacar la respuesta a la pregunta número 2, que es de aplicación al caso Bankia:

«¿Es la compra previa la única forma de disponer de los valores con anterioridad a la venta? No, también se puede ser titular de las acciones si, con anterioridad a la venta, se ha constituido un préstamo de valores, se ha ejecutado de forma irrevocable un derecho de conversión o se ha ejercido una opción u otro instrumento derivado cuya liquidación se haga por entrega física».

Creo que ese derecho de conversión de las obligaciones preferentes, cuyas acciones cotizaron el día 28 de mayo, fue utilizado, en parte, por los vendedores a corto para justificar posteriormente la posesión de los títulos vendidos, pero esta ventaja no la han tenido los pequeños accionistas. La CNMV ha abierto una investigación para clarificar la actuación de los vendedores de acciones a corto, pero me temo que al final no tomará medidas contra los que han abusado del mercado. Sigo pensando que nuestros organismos reguladores y fiscalizadores no cumplen puntualmente las funciones que tienen encomendadas por las leyes por las que fueron creados, desarrolladas por disposiciones posteriores. No hay más que ver los resultados de las inspecciones del Banco de España a las entidades financieras en los últimos años, que, de ponerse de manifiesto en su momento, hubieran evitado en gran parte la crisis que estamos padeciendo. La falta de exigencia del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas a las sociedades auditoras, en cuanto a la calidad y fiabilidad de las auditorías a entidades financieras y empresas, coadyuvó a la crisis económica larvada durante los últimos años. Nuestra CNMV y las Bolsas de valores tendrán que actuar de forma más activa para frenar la especulación desahogada, desmedida, en los mercados de valores.

### Localización de las notificaciones de posiciones cortas (CNMV)



Para los que quieran consultar o seguir este tipo de operaciones, la CNMV publica las posiciones de cada valor, que se pueden localizar en el citado apartado dedicado a notificaciones de operaciones cortas. En los resúmenes siguientes se pueden apreciar las posiciones de Bankia y el Banco Popular, que son dos de las sociedades mencionadas en este trabajo, en una reproducción parcial de la información facilitada por la citada CNMV.

#### Short selling en las Bolsas españolas. Bankia. Fechas indicadas

Emisor/Issuer	Titular/ Position holder	Fecha/ Position date	% sobre el capital/ Net short position size %
Banco de Sabadell, SA	The Abaco Financials Fund Limited	22/11/2016	0,44
Banco de Sabadell, SA	The Abaco Financials Fund Limited	01/11/2016	0,5
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	20/04/2017	1,51
			.../...

Emisor/Issuer	Titular/ Position holder	Fecha/ Position date	% sobre el capital/ Net short position size %
.../...			
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	10/04/2017	1,42
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	09/02/2017	1,31
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	07/02/2017	1,22
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	06/02/2017	1,19
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	03/02/2017	1,08
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	02/02/2017	0,77
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	30/01/2017	0,84
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	09/12/2016	0,75
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	02/12/2016	0,67
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	01/12/2016	0,75
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	15/11/2016	0,82
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	10/11/2016	0,73
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	09/11/2016	0,64
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	31/10/2016	0,52
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	10/10/2017	0,49
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	01/08/2016	0,54
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	27/07/2016	0,47
Banco Popular Español, SA	Samlyn Capital, LLC	15/07/2016	0,51
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	09/02/2017	0,6
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	03/02/2017	0,55
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	30/06/2016	0,48
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	28/06/2016	0,54
			.../...

Emisor/Issuer	Titular/ Position holder	Fecha/ Position date	% sobre el capital/ Net short position size %
.../...			
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	23/06/2017	0,6
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	16/06/2016	0,88
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	15/06/2016	0,93
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	10/06/2016	1,05
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	03/06/2016	0,86
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	01/06/2016	0,7
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	27/05/2016	0,63
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	25/05/2016	0,7
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	02/05/2016	0,6
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	29/04/2016	0,53
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	11/12/2015	0,47
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	23/11/2015	0,56
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	16/10/2015	0,64
Banco Popular Español, SA	BlackRock Investment Management (UK) Limited	12/08/2015	0,53
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	13/04/2017	2,26
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	11/04/2017	2,39
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	10/04/2017	2,43
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	04/04/2017	2,3
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	03/04/2017	2,26
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	29/03/2017	2,19
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	22/03/2017	2,2
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	21/03/2017	2,19
.../...			

<i>Emisor/Issuer</i>	<i>Titular/ Position holder</i>	<i>Fecha/ Position date</i>	<i>% sobre el capital/ Net short position size %</i>
.../...			
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	14/03/2017	2,28
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	09/03/2017	2,39
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	06/03/2017	2,48
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	03/03/2017	2,57
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	22/02/2017	2,61
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	20/02/2017	2,59
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	13/02/2017	2,61
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	08/02/2017	2,59
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	07/02/2017	2,6
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	03/02/2017	2,56
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	30/01/2017	2,38
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	27/01/2017	2,29
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	19/01/2017	2,34
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	17/01/2017	2,54
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	10/01/2017	2,49
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	09/01/2017	2,62
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	05/01/2017	2,78
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	29/12/2016	2,88
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	21/12/2016	2,92
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	07/12/2016	2,83
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	05/12/2016	2,75
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	01/12/2016	2,64
			.../...

Emisor/Issuer	Titular/ Position holder	Fecha/ Position date	% sobre el capital/ Net short position size %
.../...			
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	29/11/2016	2,31
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	24/11/2016	2,23
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	23/11/2016	2,19
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	22/11/2016	2,22
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	18/11/2016	2,12
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	17/11/2016	2,05
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	15/11/2016	1,9
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	11/11/2016	1,83
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	10/11/2016	1,75
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	03/11/2016	1,61
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	01/11/2016	1,53
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	28/10/2016	1,45
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	24/10/2016	1,32
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	19/10/2016	1,21
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	17/10/2016	1,16
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	13/10/2016	1,05
Banco Popular Español, SA	Marshall Wace, LLP	07/10/2016	0,89
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	18/11/2016	0,37
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	11/11/2016	0,58
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	10/11/2016	0,7
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	09/11/2016	0,61
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	08/11/2016	0,59
.../...			

<i>Emisor/Issuer</i>	<i>Titular/ Position holder</i>	<i>Fecha/ Position date</i>	<i>% sobre el capital/ Net short position size %</i>
.../...			
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	24/10/2016	0,61
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	14/10/2016	0,51
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	13/07/2016	0,38
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	23/06/2016	0,57
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	06/06/2016	0,9
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	01/06/2016	0,8
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	26/05/2016	0,73
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	06/05/2016	0,84
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	11/03/2016	0,72
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	25/02/2016	0,66
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	12/02/2016	0,59
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	11/02/2016	0,68
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	03/02/2016	0,73
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	29/01/2016	0,62
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	25/01/2016	0,51
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	06/01/2016	0,47
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	17/12/2015	0,6
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	16/12/2015	0,59
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	14/12/2015	0,58
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	03/12/2015	0,6
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	26/10/2015	0,52
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	20/10/2015	0,49
			.../...

<i>Emisor/Issuer</i>	<i>Titular/ Position holder</i>	<i>Fecha/ Position date</i>	<i>% sobre el capital/ Net short position size %</i>
.../...			
Banco Popular Español, SA	Oceanwood Capital Management, LLP	16/10/2015	0,5
Banco Popular Español, SA	PDT Partners, LLC	15/02/2017	0,51
Banco Popular Español, SA	Lansdowne Partners (UK), LLP	16/03/2017	0,7
Banco Popular Español, SA	Lansdowne Partners (UK), LLP	08/03/2017	0,61
Banco Popular Español, SA	Lansdowne Partners (UK), LLP	17/02/2017	0,59
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	20/03/2017	0,6
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	13/03/2017	0,5
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	06/03/2017	0,49
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	27/01/2017	0,59
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	21/12/2016	0,61
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	08/12/2016	0,51
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	01/12/2014	0,49
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	24/11/2014	0,59
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	19/11/2014	0,6
Bankia, SA	Marshall Wace, LLP	30/10/2014	0,5
Bankia, SA	AQR Capital Management, LLC	18/04/2017	0,6
Bankia, SA	AQR Capital Management, LLC	10/02/2017	0,5
Bankia, SA	AQR Capital Management, LLC	16/02/2016	0,49
Bankia, SA	AQR Capital Management, LLC	12/02/2016	0,5
Bankia, SA	AQR Capital Management, LLC	10/02/2016	0,49
Bankia, SA	AQR Capital Management, LLC	27/05/2015	0,5
			.../...

Emisor/Issuer	Titular/ Position holder	Fecha/ Position date	% sobre el capital/ Net short position size %
.../...			
Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA	Farallon Capital Management, LLC	28/02/2017	1,22
Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA	Farallon Capital Management, LLC	18/08/2016	1,39
Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA	Farallon Capital Management, LLC	12/05/2016	1,49
Fuente: CNMV (< <a href="http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=29">www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=29</a> >).			

Sobre esta información, debo decir –es mi parecer– que era mucho mejor la que publicaba el Boletín de la Bolsa de Madrid, que en la actualidad ya no existe. Véanse las páginas siguientes de este trabajo. En su día me interesé por ello y la contestación que recibí del Protector de la Bolsa de Madrid ([protectorbolsamadrid@grupobme.es](mailto:protectorbolsamadrid@grupobme.es)), en el mes de julio de 2016, fue la siguiente:

«Debido a la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de valores en España, que conlleva un sistema de registro basado en saldos, dejan de existir las Referencias de Registro; este cuadro ya no se publica».

A pesar de todos estos controles, para que no se produzcan abusos de mercado, los *hedge funds*, fondos de inversión, etc. siguen actuando en los mercados sin tener en cuenta la normativa existente para esta clase de operaciones, debido –bajo mi punto de vista– a la escasa contundencia de las instituciones que tienen a su cuidado la transparencia de los mercados de acciones, como son las propias Bolsas de valores y la CNMV.

Debido a estos abusos y a la especulación desaforada en los mercados, en el mes de julio de 2013, la CNMV prohibió, durante tres meses prorrogables, las ventas a corto sobre acciones españolas, situación que también se produjo a nivel europeo en agosto de 2012, que se repitió en el año 2013. Pero, recientemente, la CNMV (en octubre de 2016) tuvo que multar al bróker Jefferies por vender acciones de Abengoa sin tenerlas, lo que se denomina *naked short* (ventas en descubierto o desnudo).

Otra de las sociedades que sufrió un ataque especulativo fue el Banco Popular (junio de 2016), propiciado por grandes fondos de inversión, cuyas acciones perdieron un 32,51 % de su valor en Bolsa, poniéndose de manifiesto que las órdenes de venta fueron muy superiores a las de compra. Pero estos no son los únicos casos de nuestras Bolsas. Las posiciones, tanto de Bankia como del Banco Popular, pueden comprobarse en el gráfico de más arriba.

Comunicación de préstamo de valores (en número de títulos)						
Valor	Nuevos préstamos constituidos en el día Importe bruto (1)	Valores representados en el día (2)	Neto préstamos constituidos en el día (3) = (1) - (2)	Cancelaciones comunicadas (4)	Diferencia entre préstamos y cancelaciones comunicadas en el día (5) = (3) - (4)	Diferencia acumulada entre préstamos y cancelaciones (6)
LYXETFLATINA	0	0	0	0	0	3.100
LYXETFLEVERA	0	0	0	0	0	150.000
LYXETFMINDIA	0	0	0	0	0	51.500
LYXETFMSCIEM	0	0	0	3.143	-3.143	24.430
LYXETFNEWENE	0	0	0	0	0	12.000
LYXETFRUSSIA	0	0	0	0	0	23.000
LYXETFSMALLC	0	0	0	0	0	22
LYXIBEXINVER	0	0	0	0	0	67.613
MAPFRE	796.205	77.368	718.837	4.580.672	-3.861.835	79.926.185
MARTINSA FAD	0	0	0	0	0	2.378.995
MECALUX	0	0	0	0	0	26.682
METROVACESA	0	0	0	0	0	2.959.991
MIQUEL COST.	0	0	0	0	0	90.480
NAFTRAC	0	0	0	0	0	79.992
NATRA	0	0	0	0	0	131.373
NATRACEUTICA	0	0	0	0	0	763.733
						.../...

Comunicación de préstamo de valores (en número de títulos)						
Valor	Nuevos préstamos constituidos en el día Importe bruto (1)	Valores representados en el día (2)	Neto préstamos constituidos en el día (3) = (1) - (2)	CANCELACIONES comunicadas (4)	Diferencia entre préstamos y cancelaciones comunicadas en el día (5) = (3) - (4)	Diferencia acumulada entre préstamos y cancelaciones (6)
.../...						
NH HOTELES	170.385	489	169.896	0	169.896	7.198.696
NYESA VALORE	17.000	0	17.000	0	17.000	16.265.899
OBR. H. LAIN	77.855	22.000	55.855	20.030	35.825	13.313.352
PESCANOVA	340	0	340	574	-234	229.651
PETROBRAS OR	0	0	0	0	0	7.318
PETROBRAS PR	0	0	0	0	0	25.164
PRIM	0	0	0	0	0	125.180
PRISA	4.029.116	1.598.098	2.431.018	2.262.286	168.732	76.907.278
PRISA SVOTO	3.762.891	0	3.762.891	0	3.762.891	32.270.000
PRISPRS 2 CD614	87.986	31.900	56.086	0	56.086	4.966.461
PROSEGUR	70.086	25.257	44.829	8.975	35.854	2.333.826
QUABIT INM.	0	0	0	0	0	2.463.042
REALIA	0	0	0	1.157	-1.157	511.084
RED ELC. CORP.	84.308	0	84.308	50.048	34.260	12.937.099
RENO MEDICI	0	0	0	0	0	40.532
.../...						.../...

Comunicación de préstamo de valores (en número de títulos)						
Valor	Nuevos préstamos constituidos en el día Importe bruto (1)	Valores representados en el día (2)	Neto préstamos constituidos en el día (3) = (1) - (2)	CANCELACIONES comunicadas (4)	Diferencia entre préstamos y cancelaciones comunicadas en el día (5) = (3) - (4)	Diferencia acumulada entre préstamos y cancelaciones (6)
...						
RENTA 4 SERV	166.822	0	166.822	166.822	0	204.242
RENTA CORP.	0	0	0	0	0	39.715
REPSOL YPF	34.656.140	9.397.958	25.258.182	60.721.742	-35.463.560	235.283.606
REYAL URBIS	0	0	0	0	0	21.661
SACYR VALLEH	738.718	66.587	672.131	214.942	457.189	15.808.689
SAN VBLE 04102012CNV	0	0	0	0	0	28.800
SANTANDER	63.713.178	20.938.091	42.775.087	49.245.067	-6.469.980	640.089.913
SARE HOLDING	0	0	0	0	0	3.000
SERV. POINT S	0	0	0	0	0	164.569
SGENIBX3510000P0611	0	0	0	0	0	94.000
SGENIBX359500 P0611	0	0	0	0	0	25.000
SNIACE	0	0	0	0	0	462.678
SOGEABLE	0	0	0	0	0	3.628.038
SOL MELLÁ	40.375	6.473	33.902	22.021	11.881	14.615.747
...						...

Comunicación de préstamo de valores (en número de títulos)						
Valor	Nuevos préstamos constituídos en el día Importe bruto (1)	Valores representados en el día (2)	Neto préstamos constituídos en el día (3) = (1) - (2)	CANCELACIONES COMUNICADAS (4)	Diferencia entre préstamos y cancelaciones comunicadas en el día (5) = (3) - (4)	Diferencia acumulada entre préstamos y cancelaciones (6)
.../...						
SOLARIA	0	0	0	0	0	239.365
SOS CORP. AL	1.811.452	712.726	1.098.726	864.062	234.664	13.697.193
TEC. REUNIDAS	62.132	0	62.132	75.813	-13.681	6.909.071
TECNOCOM	0	0	0	203	-203	212.613
TELECINCO	220.763	43.150	177.613	417.871	-240.258	19.881.745
TELEFÓNICA	11.671.766	1.080.614	10.591.152	9.095.229	1.495.923	452.576.577
TESTA INMUEB	0	0	0	0	0	1.751
TUBACEX	163.202	0	163.202	39.404	123.798	3.730.750
TUBOS REUNID	77.343	0	77.343	0	77.343	1.319.053
U. EUROPEA I.	94	0	94	0	94	181.913
UNIPAPEL	0	0	0	0	0	12.479
URALITA	0	0	0	0	0	646.891
URBAS	0	0	0	0	0	9.184.654
USIMINAS	0	0	0	0	0	25.893
VALE DO RIO	0	0	0	0	0	81.964
.../...						.../...

Comunicación de préstamo de valores (en número de títulos)						
Valor	Nuevos préstamos constituidos en el día Importe bruto (1)	Valores representados en el día (2)	Neto préstamos constituidos en el día (3) = (1) - (2)	Cancelaciones comunicadas (4)	Diferencia entre préstamos y cancelaciones comunicadas en el día (5) = (3) - (4)	Diferencia acumulada entre préstamos y cancelaciones (6)
.../...						
VALE RIO ORD	0	0	0	0	0	3.796
VÉRTICE 360	0	0	0	0	0	27.679
VIDRALA	0	0	0	0	0	135.101
VISCOFAN	36.936	4.093	32.843	3.306	29.537	1.308.030
VOCENTO	0	0	0	0	0	881.959
VOLCAN	0	0	0	0	0	248.400
VUELING	18.067	8.612	9.455	10.173	-718	865.738
ZARDOYA OTIS	50.747	50.603	144	10.288	-10.144	4.321.210
ZELTIA	74.851	74.851	0	74.009	-74.009	7.465.139

(1) Préstamos constituidos en la sesión. Todos los préstamos constituidos en la sesión figuran incluidos en la cifra publicada. Esta cifra refleja el importe bruto de los nuevos préstamos constituidos

(2) Importe de los préstamos constituidos en el día sobre valores procedentes a su vez de un préstamo anterior.

(3) Diferencia entre las columnas (1) y (2); nuevos préstamos netos constituidos en el día.

(4) Cancelaciones comunicadas a Iberclear sobre préstamos anteriores. Se publican a medida que son comunicadas, de modo que las cifras publicadas no recogen las cancelaciones que no hayan sido comunicadas a Iberclear.

(5) Esta columna recoge la diferencia entre las columnas (3) y (4). Se presenta únicamente a efectos informativos y su interpretación debe realizarse teniendo en cuenta lo indicado sobre el contenido de la columna (4).

(6) Importe acumulado históricamente del contenido de la columna (5). Se presenta únicamente a efectos informativos y su interpretación debe realizarse teniendo en cuenta lo indicado sobre el contenido de la columna (4).

Fuente: Boletín de cotización de la Bolsa de Madrid, viernes 21 de enero de 2011 (pág. 77).

Operaciones con crédito al mercado del día 21 de enero de 2011						
Valores admitidos C75	Compras			Ventas		
	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo
ABENGOA				1	490	9.853
AMADEUS IT				1	1.000	14.620
BBVA	1	1.000	9.050	56	277.411	2.507.152
BANKINTER				1	375	1.987
B. POPULAR				12	40.877	183.727
B. SABADELL				8	22.051	78.914
SANTANDER				61	325.516	2.948.677
BOLSAS Y MER				2	5.432	108.082
GAS NATURAL				2	3.000	36.990
INDRA A				1	150	2.021
FERROVIAL				2	3.200	27.166
FCC	1	130	2.608	1	1.000	19.990
MAPFRE	1	18.000	43.324	4	33.035	79.918
ACCIONA				1	33	2.044
ENDESA				1	1.000	20.700
ACERINOX				2	2.425	30.309
CRITERIA				1	12.000	50.064
OBR. H. LAIN	1	300	6.661			
GAMESA	1	1.000	5.579	2	4.567	25.255
IBERDROLA				7	18.581	118.112
IBE. RENOVABL				1	7.700	21.013
INDITEX				4	1.580	92.001
TELECINCO				3	5.400	50.312
						.../...

Operaciones con crédito al mercado del día 21 de enero de 2011						
Valores admitidos C75	Compras			Ventas		
	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo
.../...						
GRIFOLS				1	1.076	11.997
RED. ELE. CORP				1	1.000	37.060
REPSOL YPF				4	3.595	81.840
TELEFÓNICA				11	9.750	179.400
SACYR VALLEH	1	550	3.388			

Fuente: Boletín de cotización de la Bolsa de Madrid, viernes 21 de enero de 2011 (pág. 78).

Saldo de operaciones con crédito al mercado del día 21 de enero de 2011						
Valores admitidos C76	Compras			Ventas		
	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo
ABENGOA	1	6.000	121.170	14	8.881	162.048
AMADEUS IT				1	1.000	14.620
ABERTIS INFR	5	4.400	62.054	9	5.358	72.881
EBRO FOODS	1	1.350	22.005	2	1.311	20.018
BBVA	17	19.800	171.243	243	1.001.813	8.449.481
BANESTO	1	4.000	25.340			
BANKINTER	2	10.000	46.700	2	2.375	10.147
B. POPULAR	7	19.354	79.181	58	324.718	1.323.982
B. SABADELL	1	1.500	5.175	26	75.171	255.378
SANTANDER	32	82.030	708.488	276	1.298.504	11.007.853
BOLSAS Y MER	2	2.500	47.550	3	5.692	112.996
GAS NATURAL	6	4.090	46.270	10	12.916	151.618
						.../...

Saldo de operaciones con crédito al mercado del día 21 de enero de 2011						
Valores admitidos C76	Compras			Ventas		
	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo	N.º operaciones	N.º de valores	Efectivo
.../...						
INDRA «A»	1	650	8.586	2	1.150	14.831
FERROVIAL	3	5.500	42.722	18	51.648	411.557
FCC	2	1.130	22.568	3	5.853	115.304
MAPFRE	2	28.000	66.524	20	132.021	304.845
ACCIONA	14	3.385	191.477	10	1.886	106.005
ENDESA				7	7.419	147.454
ENAGAS	1	5.000	77.275	3	6.650	103.249
ACERINOX	1	500	6.312	5	6.528	77.306
CRITERIA	3	15.694	63.561	8	45.800	188.706
OBR.H.LAIN	9	8.200	185.080	9	5.792	128.959
GAMESA	20	64.282	352.934	9	27.261	141.172
IBERDROLA	4	9.100	56.480	28	79.871	486.995
IBE. RENOVABL	1	4.000	10.540	10	53.354	143.216
INDITEX	2	300	17.223	17	15.085	883.701
TELECINCO	5	4.250	37.963	13	16.714	142.629
ACS CONST.	2	5.000	171.095	5	2.154	73.798
GRIFOLS	4	27.080	284.002	5	5.876	63.072
RED. ELE. CORP				4	1.976	71.680
REPSOL YPF	5	2.475	53.695	32	35.256	760.142
TEC. REUNIDAS	9	5.800	263.966	7	3.435	152.337
TELEFÓNICA	9	17.450	322.178	25	37.667	675.004
SACYR VALLEH	7	20.997	111.764	5	6.048	29.511
ACER. MITTAL	2	700	17.191	12	9.473	240.631

Fuente: Boletín de cotización de la Bolsa de Madrid, viernes 21 de enero de 2011 (pág. 80).

Condiciones aplicables a las operaciones con crédito al mercado							
Nombre de la entidad 81	Garantías exigibles		Compras a crédito		Ventas a crédito		Entidad depositaria
	Garantía inicial %	Garantía complementaria %	Comisión apertura %	Coste préstamo de dinero %	Comisión apertura %	Coste préstamo de valores %	
Banco de finanzas e inversiones	25,00	10,00	0,10	7,00	0,00	0,00	Banco de finanzas e inversiones
Bankinter, SA	25,00	5,00	0,00	0,00	0,12	0,00	Bankinter, SA
RBC Dexia Investor Services ES	25,00	10,00	0,00	6,00	0,00	0,00	RBC Dexia Investor Services ES
<p><b>RBC Dexia Investor Services ES, SA:</b> Condiciones aplicables a las operaciones de crédito al mercado</p> <p><b>Otros gastos: Liquidación de compras y ventas a crédito y cancelación:</b> Para todas las operaciones ya sean de apertura de posición, compra y venta o bien operaciones de cancelación se aplicará una comisión de liquidación. Para las cancelaciones con entrega de títulos o con efectivos, la comisión de liquidación se aplicará sobre el efectivo de la apertura del crédito. Comisión de liquidación: Operaciones a crédito de compra, venta y cancelación con operación, efectivo o entrega de títulos 0,1 % sobre el efectivo de cada operación. Mínimo de 6 euros y máximo de 150 euros</p> <p><b>Apertura y ampliación de líneas de crédito:</b> 0,1 % sobre el importe total de la línea otorgada y/o ampliada, con un mínimo de 30 euros</p>							
<p><b>Banco de Finanzas e Inversiones, SA:</b> Condiciones aplicables a las operaciones de crédito al mercado</p> <p><b>Otros gastos:</b> Comisión de liquidación: Corretaje + 0,1 % sobre el efectivo de compra. Mínimo de 3,05 euros y máximo de 90,5 euros</p> <p><b>Apertura y ampliación de líneas de crédito:</b> 0,1 % sobre el importe del crédito concedido. Mínimo de 60,10 euros, máximo de 120,20 euros</p>							
<p><b>Bankinter, SA:</b> Condiciones aplicables a las operaciones de crédito al mercado</p> <p><b>Otros gastos:</b> Comisión de apertura y cierre de ventas a crédito 0,12 % sobre efectivo. Mínimo de 12,00 euros y máximo de 120,00 euros</p> <p><b>Apertura y ampliación de líneas de crédito:</b> 0 %</p>							

Fuente: Boletín de cotización de la Bolsa de Madrid, viernes 21 de enero de 2011 (pág. 80).

## 10. NORMAS EUROPEAS

Por lo que respecta a la Unión Europea, las normas sobre este tipo de operaciones están desarrolladas en los siguientes reglamentos:

- Reglamento de Ejecución (UE) 827/2012 de la Comisión, de 29 de junio de 2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los medios de publicación de las posiciones netas en acciones, el formato de la información que deberá facilitarse a la Autoridad Europea de Valores y Mercados en relación con las posiciones cortas netas, los tipos de acuerdos, pactos y medidas destinados a garantizar adecuadamente que las acciones o instrumentos de deuda soberana estén disponibles para liquidación, y las fechas y periodos de referencia para la determinación de la plataforma principal de negociación de una acción, con arreglo al Reglamento (UE) 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.
- Reglamento Delegado (UE) 918/2012 de la Comisión, de 5 de julio de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, en lo que respecta a las definiciones, el cálculo de las posiciones cortas netas, las permutas de cobertura por impago soberano cubiertas, los umbrales de notificación, los umbrales de liquidez para la suspensión de las restricciones, los descensos significativos del valor de instrumentos financieros y los hechos adversos.
- Reglamento Delegado (UE) 919/2012 de la Comisión, de 5 de julio de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, en lo que respecta a las normas técnicas reglamentarias aplicables al método de cálculo del descenso del valor de las acciones líquidas y otros instrumentos financieros.
- Reglamento Delegado (UE) 826/2012 de la Comisión, de 29 de junio de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los requisitos de notificación y publicación relativos a las posiciones cortas netas, la información precisa que se facilitará a la Autoridad Europea de Valores y Mercados en relación con las posiciones cortas netas, y el método de cálculo del efectivo negociado para determinar las acciones exentas.
- Reglamento Delegado (UE) 2015/97 de la Comisión, de 17 de octubre de 2014, que rectifica el Reglamento Delegado (UE) 918/2012 por lo que respecta a la notificación de las posiciones cortas netas significativas en deuda soberana.

## 11. LAS NORMAS EXISTENTES EN LAS BOLSAS DE VALORES DE ESTADOS UNIDOS

La SEC americana, con fecha de 24 de febrero de 2010, estableció una nueva regla para establecer ciertas restricciones cuando las acciones de un valor cotizado experimentan una presión descendente en su cotización, con la finalidad de propiciar la estabilidad del mercado y conservar la confianza del inversionista. La aplicación de esta regla supone la suspensión automática de la cotización de un valor nacional si cae más del 10% sobre la cotización del día anterior, suspensión que estará en vigor hasta el final del día siguiente (*alternative uptick rule*). Con una regla similar en nuestro mercado de valores, las acciones de Bankia no hubieran contabilizado esas caídas sin control.



U.S. Securities

### SEC Approves Short Selling Restrictions

**FOR IMMEDIATE RELEASE  
2010-26**

Washington, D.C., Feb. 24, 2010 — The Securities and Exchange Commission today adopted a new rule to place certain restrictions on short selling when a stock is experiencing significant downward price pressure. The measure is intended to promote market stability and preserve investor confidence.

---

**Additional Materials**

- ▶ [SEC Final Rule — Amendments to Regulation SHO](#)

---

This alternative uptick rule is designed to restrict short selling from further driving down the price of a stock that has dropped more than 10 percent in one day. It will enable long sellers to stand in the front of the line and sell their shares before any short sellers once the circuit breaker is triggered.

**Video: Open Meeting**



▶ [PLAY VIDEO](#)

SCHAPIRO

Chairman Schapiro Discusses Short Selling: [Windows Media Player](#) [QuickTime](#)

---

[Text of Chairman's Statement](#)

Washington D. C., 24 de febrero de 2010. «La SEC (*Securities and Exchange Commission*) adoptó hoy una nueva regla para imponer ciertas restricciones en las ventas a corto, cuando las acciones experimentan una presión significativa de su cotización a la baja [*naked short selling*]. La medida pretende promover la estabilidad del mercado y conservar la confianza del inversionista».

Recientemente, la misma SEC –su Oficina de Educación y Defensa de los Inversores– ha publicado un Boletín con fecha de 4 de octubre de 2017, reseñado en el siguiente cuadro con una serie de recomendaciones para advertir a los inversores de las prácticas engañosas: campañas de promoción de acciones; artículos en algunas webs, pagados a su autor directa o indirectamente por las empresas para promocionar o para elevar la cotización de sus acciones; planes de promoción de acciones a través de los medios de comunicación social; boletines de noticias sobre inversiones, correos electrónicos y en revistas, televisión y radio.

Securities and Exchange Commission Weekly Digest Bulletin

Securities and Exchange Commission

Dom 16/04, 15:23

Investor Alert: Beware of Stock Recommendations on Investment Research Websites

04/10/2017

A pesar de todas estas recomendaciones y consejos, seguirán produciéndose en las Bolsas mundiales prácticas al margen de las regulaciones establecidas y de las vigilancias activas para evitar los abusos de mercado, pues los especuladores, por llamarles de manera civilizada, seguirán creando fórmulas para obtener beneficios de forma rápida, aprovechando cualquier resquicio u omisión legal, coyuntura, etc. para manipular los mercados oficiales. Un ejemplo de ello es la crisis *subprime*, iniciada en el año 2007, y cómo se llegó a ella. Para los que sientan curiosidad, les recomiendo un trabajo titulado «Chain of folls» (Cadena de tontos)<sup>3</sup>, del especialista en temas económicos y financieros Matt MILLER, publicado en *The Deal Magazine*, el 3 de octubre de 2008, que desarrolla un trabajo de Paul MIZEN, de la Universidad de Nottingham, que contiene un gráfico, «El diagrama de la pirámide infernal», que pone de manifiesto los métodos de la «ingeniería financiera» para manipular los mercados.

Semanas después de finalizar este trabajo, surge el caso Banco Popular, un ejemplo más de los nocivos efectos de la especulación desaforada en los mercados de valores, y cuando no se utilizan las atribuciones que tienen los estamentos oficiales (Gobierno, Banco de España, CNMV, FROB y las propias Bolsas de valores) para intervenir en el mercado. En este caso, que seguramente será objeto de un estudio por mi parte en los meses venideros, lo lógico, lo normal, es que en los días de *ataques* (la palabra es la adecuada) se hubiera suspendido la cotización de este valor, como después se hizo con Liberbank. Pero no se hizo nada y, en consecuencia, los accionistas y los titulares de deuda subordinada quedaron sin el valor de sus inversiones y, lo que es peor, el banco (que incluía el Banco Pastor) fue asignado al supuestamente mejor postor. En esta operación de derribo participaron de forma muy activa fondos de inversión británicos y estadounidenses: Marshall Wace, Samlym Capital, Landsdowne Patners, Oceanwood Capital, Blackrock Capital<sup>4</sup>, AQR Capital Management y PDT Partners. Hay que añadir que el actual presidente del banco fue director ejecutivo (CEO) de JP Morgan Private Bank, banco de inversión americano. Curiosamente, el fondo Blacrock Capital está tratando de hacerse con el 51 % de las inversiones inmobiliarias del Banco Popular.

<sup>3</sup> Publicado en la revista del Banco de la Reserva Federal de San Luis, titulado «The credit crunch 2007-2008: A dis-cusión of the background, market reactions, and policy responses». Contenido en uno de mis trabajos, titulado: «La crisis perfecta», 2010.

<sup>4</sup> Poco tiempo después de la adjudicación del Banco Popular al Banco Santander, este fondo de inversión le compró al banco adjudicatario el 50 % de las inversiones inmobiliarias.

Con fecha 11 de julio, ABC publicaba un artículo de don Daniel GARCÍA-PITA PEMÁN, jurista, titulado «Especular», que finalizaba diciendo:

«La cuestión es si no ha llegado el momento de limitar las operaciones financieras puramente especulativas cuando convierten los mercados financieros en un puro casino, en perjuicio de la economía real o al menos cuando se trata de sectores de interés general cuyas pérdidas acaban siendo asumidas por todos. El emperador Anastasio, que no era precisamente un populista, lo haría *tam humanitatis quam benevolentiae plena* (por razones de humanidad y benevolencia)».

Totalmente de acuerdo. Alguien tendrá que responder de esta operación especulativa. Una vez más fallaron nuestras instituciones de regulación y control: el Banco de España, en cuanto a la vigilancia de las instituciones financieras –aun cuando las funciones de auditoría las tiene asumidas el BCE, en su organismo *ad hoc*, pero alguna iniciativa tendría que haber tomado–, la CNMV, que es la que dicta las normas de los mercados financieros, y la propia Bolsa de Madrid, que tiene atribuciones para ello.

---

## Bibliografía

Código Civil. Títulos X y XI.

Código Mercantil. Títulos IV y V.

Ley del mercado de valores, de 24 de julio de 1988. Texto refundido: Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Texto refundido de la Ley de sociedades anónimas. Actualmente, texto refundido de la Ley de sociedades de capital.

Orden Ministerial de 10 de abril de 1981: Crédito al comprador y al vendedor en las operaciones bursátiles de contado.

Orden de 25 de marzo de 1991 sobre el sistema de crédito al mercado (modificada por Orden de 23 de diciembre de 1998).

Boletín Oficial de la Bolsa de Madrid de 21 de enero de 2011. Préstamo de valores y crédito al mercado.

Circulares del Banco de España 4/1991, de 14 de junio; 4/2004, de 22 de diciembre; 3/2008, de 22 de mayo; 6/2008, de 26 de noviembre; y 9/2010, de 22 de diciembre.

Circulares de la Bolsa de Madrid 5/1991, de 20 de mayo; 4/1995, de 24 de mayo; y 1/2004, de 24 de mayo.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. Notificación de operaciones cortas.

SEC (Securities and Exchange Commission): Boletín de 24 de febrero de 2010, Restricciones a las ventas a corto; Boletín de 4 de octubre de 2017, Defensa de los inversores.

Normativa europea (EEE).