

**LA INSOLVENCIA DE LEHMAN BROTHERS EN SEPTIEMBRE DE 2008:
SOBRE SU PREVISIBILIDAD Y SOBRE ALGUNOS "PROFETAS *A POSTERIORI*"**

Pablo Fernández
Javier Aguirreamalloa

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

LA INSOLVENCIA DE LEHMAN BROTHERS EN SEPTIEMBRE DE 2008: SOBRE SU PREVISIBILIDAD Y SOBRE ALGUNOS “PROFETAS A *POSTERIORI*”

Pablo Fernández ¹

Javier Aguirreamalloa ²

Resumen

Este documento analiza:

- 106 informes de analistas sobre Lehman publicados entre enero y septiembre de 2008;
- publicaciones de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores);
- la evolución de la cotización de Lehman
- la evolución del rating de la deuda de Lehman
- la evolución del CDS (*Credit Default Swap*)
- la evolución de la contabilidad auditada de Lehman

Todo ello para tratar de proporcionar una respuesta a la pregunta: ¿era previsible, con la información pública de la que se disponía, predecir la quiebra de Lehman Brothers?

Si hubiera sido evidente «el claro riesgo de quiebra» (en palabras de algunos «profetas a posteriori» que se muestran en el apartado 4), estos «profetas *a posteriori*» habrían obtenido enormes ganancias personales apostando por su quiebra (por ejemplo, comprando opciones de venta o *warrants* de venta sobre acciones de Lehman, vendiendo futuros o *forwards* sobre acciones de la entidad, etc.).

Clasificación JEL: G12, G31, M21.

Palabras clave: Lehman, quiebra, insolvencia, CDS, analistas.

¹ Profesor Ordinario, Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

² Colaborador Científico, Dirección Financiera, IESE.

LA INSOLVENCIA DE LEHMAN BROTHERS EN SEPTIEMBRE DE 2008: SOBRE SU PREVISIBILIDAD Y SOBRE ALGUNOS "PROFETAS A *POSTERIORI*"

1. Introducción y resumen

No parece que, con la información pública de la que se disponía, la quiebra de Lehman Brothers fuera previsible antes de septiembre de 2008:

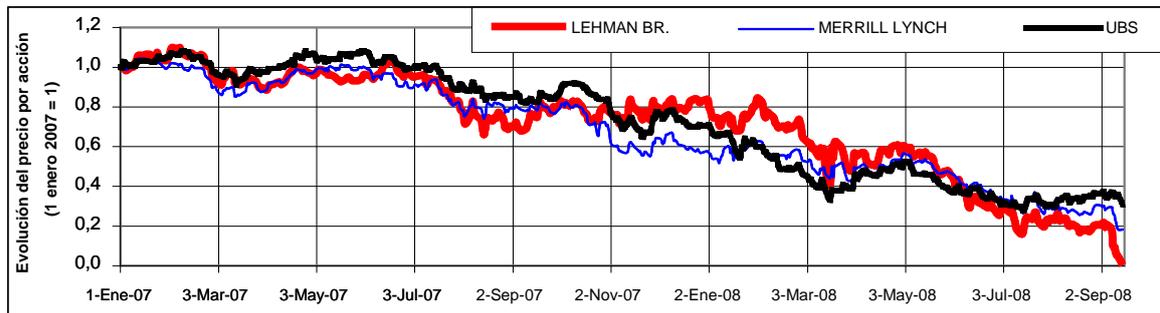
- a) De los 106 informes sobre Lehman publicados por analistas financieros de distintas instituciones redactados en el periodo comprendido entre enero y septiembre de 2008, recogidos en el Anexo 1, solo uno de ellos (el del 22 de mayo) recomendó vender las acciones de Lehman, el 65% aconsejó comprar (por ejemplo, Morgan Stanley, el 10 de septiembre de 2008) y el resto, mantenerlas.
- b) La CNMV no supo detectar la quiebra de Lehman; muestra de ello es la afirmación del organismo de que: «sucesos como la quiebra de Lehman [...] obligaron a destinar recursos no previstos a la estimación y el seguimiento de sus efectos».¹
- c) Tampoco fue previsible para muchas otras instituciones. Según la CNMV: «la quiebra de Lehman afectó a 459 instituciones de inversión colectiva españolas y tuvo un impacto de 300 millones de euros».²
- d) La evolución de la cotización de Lehman fue bastante similar a la de otros bancos de inversión, como puede apreciarse en la Figura 1.

¹ Véase el informe anual de la CNMV de 2008, pág. 259.

² Véase el informe anual de la CNMV de 2008, pág. 177.

Figura 1

Evolución de la cotización de las acciones de Lehman, Merrill Lynch y UBS

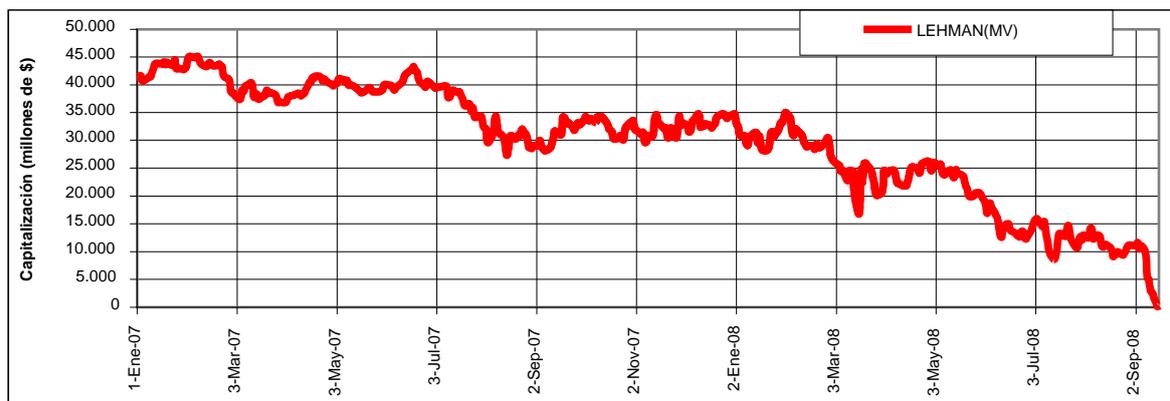


Fuente: Datastream.

- e) El valor de las acciones de Lehman alcanzó 11.161 millones de dólares el 5 de septiembre de 2008 y 9.749 millones de dólares el 8 de septiembre de 2008 (por encima de Banco Sabadell, Banesto, Bankinter, etc.). En mayo de 2008, su valor en bolsa había sido superior al de cualquier empresa española cotizada excepto Telefónica, Santander, BBVA, Iberdrola y Repsol.

Figura 2

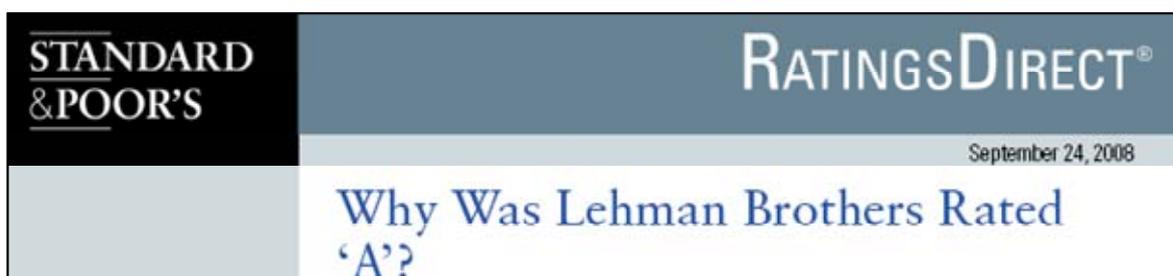
Evolución del valor en bolsa de las acciones de Lehman Brothers



Fuente: Datastream.

- f) Hasta la fecha, nunca había quebrado una entidad estadounidense con calificación A y de la envergadura de Lehman (quinto banco de inversión del mundo).
- g) Si hubiera sido evidente «el deterioro manifiesto» y el «el claro riesgo de quiebra» (en palabras de algunos «profetas *a posteriori*» que se muestran en el apartado 4), los operadores del mercado (y los «profetas *a posteriori*») habrían obtenido enormes ganancias personales apostando por la quiebra de Lehman (por ejemplo, comprando opciones de venta o *warrants* de venta sobre acciones suyas; vendiendo futuros o *forwards* sobre acciones de la entidad, etc.).

- h) La quiebra tampoco fue previsible para las calificadoras de deuda: Standard & Poor's elevó el *rating* de Lehman de A a A+ en octubre de 2005, y lo rebajó a A el 2 de junio de 2008, manteniendo esa calificación hasta el día de su quiebra. A este respecto, resulta revelador el documento publicado por Standard & Poor's el 24 de septiembre de 2008 con el título: «¿Por qué Lehman Brothers fue calificada con “A”?». En él puede leerse lo siguiente: «Lehman poseía negocios sólidos de banca de inversión, de *trading* y de gestión de carteras. Asimismo, disponía de liquidez suficiente para afrontar situaciones adversas y tenía una gran capacidad para generar beneficios. El 9 de septiembre de 2008 considerábamos que Lehman era una empresa viable. El fin de semana del 13 y 14 de septiembre estimábamos que Lehman aún disponía de un sustancial exceso de liquidez para cubrir sus obligaciones. Su colapso no podía preverse con el análisis fundamental».



Fecha	16-sep-08	02-jun-08	11-oct-05	23-mar-93
Rating Lehman Brothers	D	A	A+	A

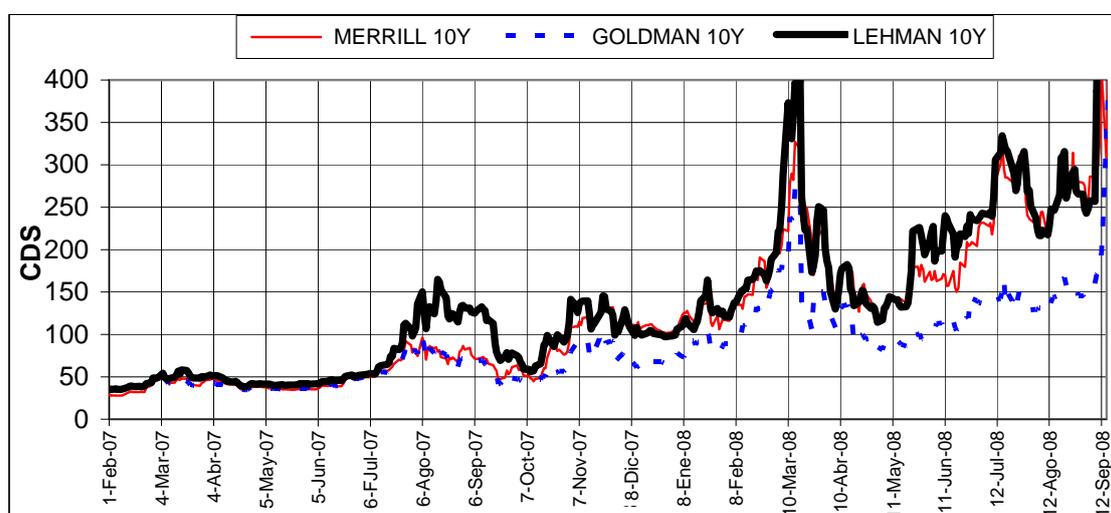
El Anexo 3 muestra que la calificación otorgada por Standard & Poor's a Lehman ascendió de A a A+ el 11 de octubre de 2005; no sufrió variación alguna en marzo de 2008; volvió al nivel A el 2 de junio de 2008, y se mantuvo con esa calificación hasta el día de la quiebra.

- i) La evolución del CDS³ de Lehman fue similar a la de Merrill Lynch. Los CDS de Goldman Sachs y Morgan Stanley también experimentaron notables ascensos en marzo de 2008 y descendieron posteriormente, como los de la mayoría de los bancos mundiales en el contexto de la crisis financiera internacional, imprevisible para todos los organismos reguladores internacionales.

³ El nivel del CDS es un indicador para medir el riesgo de incumplimiento de una empresa o del Estado del pago de su deuda.

Figura 3

Evolución de la cotización de los CDS de Lehman Brothers, Merrill Lynch y Goldman Sachs



Fuente: Datastream y Bloomberg.

j) Varias alusiones de la prensa a la «imprevista quiebra», «unexpected fall», «unexpected bankruptcy», etc. de Lehman Brothers quedan recogidas en el Anexo 5.

k) La evolución de la contabilidad auditada de Lehman no auguraba una quiebra (véase Anexo 6).

(En millones de dólares).	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
<i>Revenues</i>	59.003	46.709	32.420	21.250	17.287	16.781
Net Income	4.125	3.894	3.191	2.297	1.649	906
<i>Cash And ST Investments</i>	20.029	12.078	10.644	9.525	11.022	6.502
<i>Receivables (Net)</i>	43.277	27.971	21.643	18.763	15.310	13.964
<i>Other Assets</i>	169.859	123.295	111.406	100.294	92.317	95.695
Total Assets	688.754	500.875	407.446	355.081	309.891	258.011
LIABILITIES & SHAREHOLDERS' EQUITY						
<i>ST Debt & Current Portion of LT Debt</i>	309.828	154.253	163.776	141.713	145.811	125.046
<i>Long Term Debt</i>	124.518	121.064	53.899	49.365	37.195	31.417
<i>Other Liabilities</i>	234.227	197.383	175.594	151.170	115.881	94.931
Total Liabilities	666.264	481.684	390.652	340.161	296.717	249.069
<i>Preferred Stock</i>	1.095	1.095	1.095	1.345	1.045	700
<i>Common Equity</i>	21.395	18.096	15.699	13.575	12.129	8.242
<i>Retained Earnings</i>	19.698	15.857	12.198	9.240	7.129	5.608
Total Liabilities & Shareholders' Equity	688.754	500.875	407.446	355.081	309.891	258.011

Fuente: Thomson Financial.

l) No se aprecia gran diferencia entre las ratios de Lehman y las de los otros bancos en el periodo comprendido entre 2004 y 2007 (véase Anexo 7).

2. Los informes de analistas sobre Lehman Brothers en 2008

El Anexo 1 contiene las recomendaciones de 106 informes sobre Lehman Brothers publicados por analistas financieros de distintas instituciones en el periodo comprendido entre el 3 de enero y el 11 de septiembre de 2008. En el mismo se puede observar que solo uno de ellos recomendó (el del 22 de mayo) vender las acciones de Lehman, mientras que el 65% aconsejó comprar (como Morgan Stanley, el 10 de septiembre de 2008) y el resto (entre ellos, Deutsche Bank, Oppenheimer, Credit Suisse, Landenburg y JPMorgan) mantenerlas. Incluso en septiembre de 2008, de los 14 informes analizados, 7 recomendaban comprar, 2 mantener o comprar y 5 mantener las acciones. A continuación, se incluyen algunos ejemplos de estos informes realizados en marzo de 2008, época en la que el informe Lamothé detecta la existencia de signos inequívocos de riesgo de quiebra de Lehman, o en septiembre de 2008, poco antes de la declaración de insolvencia:

US Investment Banks and Brokers	March 25, 2008	
Marketweight	USA	Fox-Pitt
Lehman Brothers	Outperform	
LEH	USD46.64*	
Analyst(s): David Trone / Ivy De Dianous, CFA	David.Trone@fpk.com	212-857-6151
LEH: Lowering Ests. As Tough Conditions Subsist		
Data	<ul style="list-style-type: none"> We are lowering our EPS ests. to reflect a continuation of particularly difficult capital mkts conditions: (a) 2Q08 to \$1.48 from \$1.97; (b) FY08 to \$5.54 from \$6.33; and (c) FY09 to \$7.63 from \$8.91. We are 	
52-week range (USD)	31.75-81.30	
Price Target (USD)	70.00	

Company	North America United States	Deutsche Bank
	Financial Brokers & Asset Managers	
Markets Research	18 Mar 2008 - 05:44:36 PM EDT	
	COMPANY ALERT	Results Review
	Lehman Brothers Holding	Buy
	1Q08 Earnings	Reuters:LEH.N Easdaq:nyse:LEH
Price (USD)	31.75	Lehman reported 1Q08 EPS of \$0.81 cents, and we estimate \$0.68 core (ex low tax rate, less 20 cents; higher comp. add 6 cents; and higher shares, add 1 cent), a touch below consensus \$0.72. Lehman reported mark-downs of \$2.4B (ex struct note gains) vs. our estimate of \$2.3B. Results reflected
Price target	54.00	
52-week range	81.30 - 31.75	

	18 March 2008 Americas/United States Equity Research Multinational Banks
Lehman Brothers (LEH)	
Rating	OUTPERFORM*
Price (17 Mar 08, US\$)	31.75
Target price (US\$)	70.00*
52-week price range	81.30 - 31.75
DECREASE TARGET PRICE	
First Impressions	

RapidRatings	Reasons to Trade Report						
Assessing share price risk relative to financial health risk							
This report was run because of an event: equity rating upgrade (see pg 5)							
LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC Ticker: LEH Report dated: March 4, 2008							
Financial Health Rating: LOW	Stock Recommendation: STRONG BUY						
Current Rating: A4* (82)	Share price data as at: March 3, 2008						
Rating Outlook: Positive	<table border="1"> <tr> <td>Current Price</td> <td>1wk Avg Price</td> <td>52wk high/low</td> </tr> <tr> <td>USD 48.61</td> <td>53.72</td> <td>65.80 / 48.61</td> </tr> </table>	Current Price	1wk Avg Price	52wk high/low	USD 48.61	53.72	65.80 / 48.61
Current Price	1wk Avg Price	52wk high/low					
USD 48.61	53.72	65.80 / 48.61					

Morgan Stanley
September 10, 2008

Stock Rating
Overweight

Industry View
In-Line

Lehman Brothers
Quick Take on 3Q EPS,
Strategic Initiatives

MORGAN STANLEY RESEARCH
NORTH AMERICA

Morgan Stanley & Co. Incorporated Patrick Pinschmidt
Patrick.Pinschmidt@morganstanley.com
+1 (1)212 761 6412

Reuters: LEH.N Bloomberg: LEH US
Brokers / United States of America

Price target **\$31.00**
Shr price, close (Sep 9, 2008) **\$7.79**

CREDIT SUISSE

10 September 2008
Americas/United States
Equity Research
Multinational Banks

Lehman Brothers (LEH)

Rating **NEUTRAL** [V]
Price (09 Sep 08, US\$) **7.79**
Target price (US\$) **10.00 - 8.00¹**

EARNINGS

North America United States
Financial Brokers & Asset Managers

11 September 2008

Deutsche Bank

Lehman Brothers Holding

Reuters: LEH.N Bloomberg: LEH.UN Exchange: NYS Ticker: LEH

Rating Downgrade

Hold

LADENBURG
THALMANN
ESTABLISHED 1876

Financial Institutions Sector
Company Update

September 11, 2008
Buy

Lehman Brothers (LEH)
Lehman's Non-Strategy

Richard X. Bove
(813) 948-9404
rxbove@ladenburg.com

COMPANY & MARKET DATA **Highlights**

Rating Status **Maintain Buy**

- Lehman Brothers reported an estimated third fiscal quarter (ended

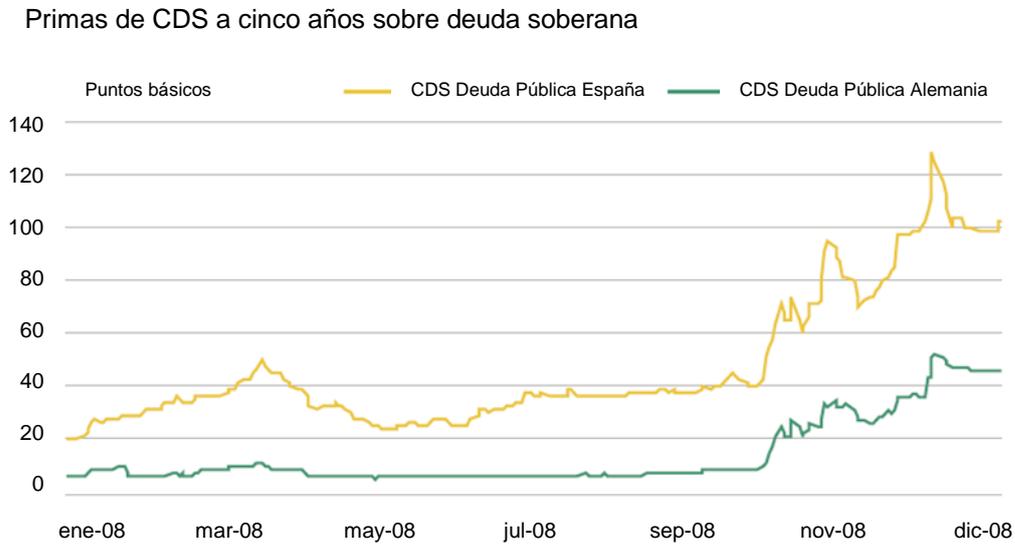
Los ocho informes que anteceden presentan las siguientes recomendaciones: *overweight* (sobreponderar), *neutral* (neutral), *hold* (mantener) y *maintain buy* (mantener/comprar).

3. Los CDS de Lehman Brothers hasta septiembre de 2008

La Figura 3 permite apreciar que la evolución del CDS de Lehman fue similar a la de Merrill Lynch o a la de Goldman Sachs; por su parte, el Anexo 4 muestra la evolución de los CDS de Morgan Stanley, UBS, Citibank, Merrill Lynch, ABN Amro y Credit Suisse: el CDS de todos ellos aumentó significativamente en marzo de 2008 y se redujo en las semanas siguientes; la Figura 4 revela que el CDS del Estado español también ascendió en marzo de 2008 y posteriormente descendió.

Figura 4

Evolución de la cotización de los CDS del Estado español y del Estado alemán

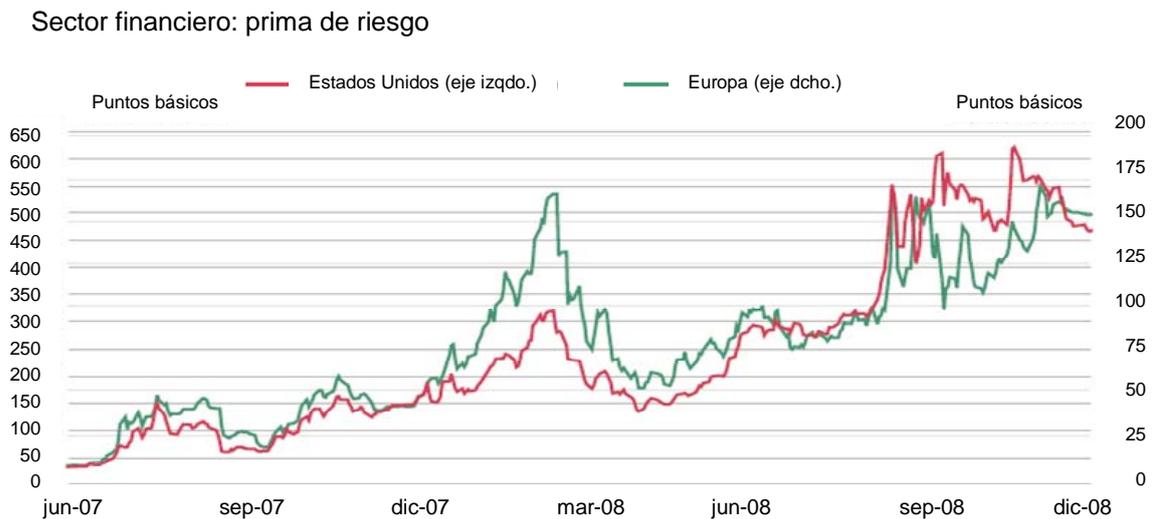


Fuente: CNMV. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2008. Pág. 74.

La Figura 5 muestra que el riesgo (los CDS) de los bonos de empresas financieras europeas y estadounidenses aumentó significativamente en marzo de 2008, se redujo en los meses siguientes y volvió a ascender en los últimos meses de 2008.

Figura 5

Evolución de la prima de riesgo de los bonos de empresas financieras en Europa y Estados Unidos



Fuente: CNMV. Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2008. Pág. 33.

4. Algunas afirmaciones de «profetas a posteriori» sobre Lehman

En este apartado se recogen algunas declaraciones realizadas en 2009, 2010 y 2011 por varios expertos que afirman que «*la quiebra de Lehman era previsible antes de septiembre de 2008*»:

1. «Tras alcanzar un máximo de 83,76 dólares el 2 de febrero de 2007, se inicia una tendencia a la baja que termina con la quiebra de la entidad el día 15 de septiembre de 2008».
2. «Tras marzo de 2008, aumentó rápidamente el riesgo de insolvencia».
3. «A partir de marzo de 2008 fue evidente, para cualquiera con mínimos conocimientos de economía financiera, el deterioro manifiesto de Lehman».
4. «El nivel alcanzado por el CDS⁴ de Lehman en marzo de 2008 es una prueba evidente de su riesgo de quiebra».
5. «En marzo de 2008 se registran diez caídas del precio de la acción superiores al 3%» (las más elevadas de -14,6% y -19,1%), que constituyen el preludio de la quiebra».⁵
6. «Desde el 7 de marzo de 2008 [...] las cotizaciones de los CDS comienzan a aumentar de forma significativa, el deterioro de Lehman Brothers era tan evidente [...]».⁶
7. «El emisor Lehman Brothers experimentó un fuerte deterioro de su solvencia y cotización en los mercados desde finales de 2007 y especialmente a partir de principios de marzo de 2008».
8. «Los directivos de los bancos que vendían a sus clientes productos financieros emitidos por Lehman Brothers sabían con certeza que Lehman iba a quebrar».

Quien pueda afirmar que la quiebra de Lehman era previsible antes de septiembre de 2008 debería ser millonario como consecuencia del colapso de la entidad. Si alguien lo hubiera previsto, habría obtenido enormes ganancias personales apostando por la quiebra (por ejemplo, comprando opciones de venta o *warrants* de venta sobre acciones de Lehman; vendiendo futuros o *forwards* sobre acciones suyas; vendiendo acciones a crédito, etc.). Así pues, quien formule esa afirmación tiene nula credibilidad.

⁴ El nivel del CDS proporciona una indicación del riesgo con el que los participantes en este mercado contemplan la deuda de una empresa o estado.

⁵ El autor de esta declaración omite que se produjeron dos subidas la semana siguiente de un 46,4% y un 15,2%. En abril de 2008 se registraron nueve días con subidas de cotizaciones superiores al 1% (el mayor, un 17,8%) y ocho días con descensos superiores a -1% (el mayor, un -7,2%).

⁶ El autor de esta declaración omite señalar que descendieron de nuevo hasta situarse en abril y mayo por debajo de donde se habían encontrado en agosto, octubre y noviembre de 2007.

Anexo 1

Recomendaciones contenidas en 106 informes de analistas financieros sobre la acción de Lehman

	Institución firmante	Fecha del informe	Recomendación	Precio objetivo	Precio de la acción
1	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	11-sep-08	<i>Outperform</i>	50	7,24
2	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	11-sep-08	<i>Hold</i>	11	7,25
3	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	11-sep-08	<i>Perform</i>	12-15	7,25
4	THE BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	11-sep-08	<i>Neutral</i>		
5	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	11-sep-08	<i>Maintain-Buy</i>	12	7,25
6	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	10-sep-08	<i>Neutral</i>	8	7,79
7	MORGAN STANLEY & CO., LLC	10-sep-08	<i>Overweight</i>	31	7,79
8	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	10-sep-08	<i>Buy</i>	28	7,79
9	JPMORGAN CHASE & CO., INC.	10-sep-08	<i>Neutral</i>		
10	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	10-sep-08	<i>Outperform</i>	50	8,06
11	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	9-sep-08	<i>Maintain-Buy</i>	20	14,15
12	OPPENHEIMER & CO., INC.	8-sep-08	<i>Perform</i>		16,2
13	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	5-sep-08	<i>Buy</i>	28	16,2
14	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	4-sep-08	<i>Outperform</i>	50	16,94
15	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	28-ago-08	<i>Buy</i>	20	15,5
16	MORGAN STANLEY & CO., LLC	27-ago-08	<i>Overweight</i>	31	14,03
17	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	21-ago-08	<i>Buy</i>	20	12,91
18	THE BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	20-ago-08	<i>Strong Buy</i>	40	13,07
19	JPMORGAN CHASE & CO., INC.	18-ago-08	<i>Neutral</i>		15,03
20	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	15-ago-08	<i>Outperform</i>	50	16,2
21	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	13-ago-08	<i>Buy</i>	32	16,21
22	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	6-ago-08	<i>Maintain-Neutral</i>	23	20,24
23	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	25-jul-08	<i>Outperform</i>	62	17,18
24	MORGAN STANLEY & CO., LLC	24-jul-08	<i>Overweight</i>	31	21,1
25	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	16-jul-08	<i>Outperform</i>	62	13,22
26	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	14-jul-08	<i>Outperform</i>	62	13,92
27	OPPENHEIMER & CO., INC.	11-jul-08	<i>Perform</i>		17,3
28	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	1-jul-08	<i>Neutral</i>	27	19,81
29	MORGAN STANLEY & CO., LLC	30-jun-08	<i>Overweight</i>	31	22,25
30	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	27-jun-08	<i>Maintain-Neutral</i>	27	22,83
31	BEST INDEPENDENT RESEARCH, LLC	20-jun-08	<i>Buy</i>		24,2
32	LADENBURG THALMANN & CO., INC.	17-jun-08	<i>Neutral</i>	30	27,2
33	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	17-jun-08	<i>Outperform</i>	62	27,2
34	THE BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	17-jun-08	<i>Strong Buy</i>	60	27,2
35	JPMORGAN CHASE & CO., INC.	16-jun-08	<i>Neutral</i>		27,2
36	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	16-jun-08	<i>Buy</i>	42	25,81
37	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	13-jun-08	<i>Outperform</i>	62	22,7
38	BERNSTEIN RESEARCH GROUP, INC.	13-jun-08	<i>Market Perform</i>	45	22,7
39	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	12-jun-08	<i>Market Perform</i>	26-27	24,31
40	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	10-jun-08	<i>Neutral</i>	35-37	32,29
41	BERNSTEIN RESEARCH GROUP, INC.	10-jun-08	<i>Market Perform</i>	45	29,48
42	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	10-jun-08	<i>Market Perform</i>	33-34	29,48
43	OPPENHEIMER & CO., INC.	10-jun-08	<i>Perform</i>		29,48
44	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	9-jun-08	<i>Strong Buy</i>	68	32,29
45	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	9-jun-08	<i>Buy</i>	42	32,29
46	JPMORGAN CHASE & CO., INC.	9-jun-08	<i>Neutral</i>		29,48
47	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	9-jun-08	<i>Buy</i>	49	32,29
48	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	9-jun-08	<i>Outperform</i>	62	28,25
49	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	5-jun-08	<i>Buy</i>	49	31,4
50	BERNSTEIN RESEARCH GROUP, INC.	5-jun-08	<i>Market Perform</i>	65	31,4
51	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	4-jun-08	<i>Outperform</i>	62	30,61
52	BERNSTEIN RESEARCH GROUP, INC.	3-jun-08	<i>Market Perform</i>	65	36,81
53	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	3-jun-08	<i>Outperform</i>	62	33,83

Anexo 1 (Continuación)

	Institución firmante	Fecha del informe	Recomendación	Precio objetivo	Precio de la acción
54	OPPENHEIMER & CO., INC.	2-jun-08	<i>Perform</i>		36,81
55	RAPID RATINGS INTERNATIONAL, INC.	26-may-08	<i>Strong Buy</i>		36,11
56	FOX-PITT KELTON COCHRAN CARONIA WALLER, LLC	22-may-08	<i>Outperform</i>	62	39,56
57	PUNK, ZIEGEL & CO., LP	22-may-08	<i>Sell</i>	35	39,56
58	PUNK, ZIEGEL & CO., LP	21-may-08	<i>Neutral</i>	38	42
59	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	21-may-08	<i>Outperform</i>	55-60	42
60	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	5-may-08	<i>Buy</i>	52	47,02
61	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	1-may-08	<i>Outperform</i>	60-65	44,24
62	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	30-abr-08	<i>Outperform</i>	60-65	46,57
63	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	14-abr-08	<i>Strong Buy</i>	83	39,87
64	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	9-abr-08	<i>Outperform</i>	53-56	40,54
65	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	9-abr-08	<i>Buy</i>	52	43,67
66	PRICETARGET RESEARCH, INC.	6-abr-08		89	44,05
67	PUNK, ZIEGEL & CO. LP	1-abr-08	<i>Maintain-Buy</i>	46	37,64
68	JPMORGAN CHASE & CO., INC.	1-abr-08	<i>Neutral</i>		37,64
69	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	1-abr-08	<i>Buy</i>	52	37,64
70	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	1-abr-08	<i>Strong Buy</i>	83	37,64
71	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	1-abr-08	<i>Outperform</i>	53-56	40,95
72	FOX-PITT, KELTON, INC.	25-mar-08	<i>Outperform</i>	70	46,64
73	BEST INDEPENDENT RESEARCH, LLC	23-mar-08	<i>Buy</i>	62,37	48,65
74	OPPENHEIMER & CO., INC.	23-mar-08	<i>Perform</i>		48,65
75	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	19-mar-08	<i>Strong Buy</i>	90	46,49
76	JPMORGAN CHASE & CO., INC.	19-mar-08	<i>Neutral</i>		42,98
77	FOX-PITT, KELTON, INC.	19-mar-08	<i>Outperform</i>	83	46,49
78	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	19-mar-08	<i>Outperform</i>	53-56	46,49
79	PUNK, ZIEGEL & CO., LP	19-mar-08	<i>Neutral</i>	51	46,49
80	BERNSTEIN RESEARCH GROUP, INC.	19-mar-08	<i>Market Perform</i>	65	46,49
81	PUNK, ZIEGEL & CO., LP	18-mar-08		53	31,75
82	OPPENHEIMER & CO., INC.	18-mar-08	<i>Outperform</i>	63	43,49
83	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	18-mar-08	<i>Buy</i>	54	31,75
84	FOX-PITT, KELTON, INC.	18-mar-08	<i>Outperform</i>	83	31,75
85	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	18-mar-08	<i>Outperform</i>	70	46,49
86	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	17-mar-08	<i>Buy</i>	54	39,26
87	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	11-mar-08	<i>Buy</i>	54	42,98
88	OPPENHEIMER & CO., INC.	10-mar-08	<i>Outperform</i>	63	42,98
89	JPMORGAN CHASE & CO., INC.	10-mar-08	<i>Neutral</i>		42,98
90	PRICETARGET RESEARCH, INC.	9-mar-08	<i>Buy</i>	93	46,36
91	RAPID RATINGS	4-mar-08	<i>Strong Buy</i>		48,61
92	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	29-feb-08	<i>Outperform</i>	80	50,99
93	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	29-feb-08	<i>Buy</i>	75	54,68
94	BUCKINGHAM RESEARCH GROUP, INC.	27-feb-08	<i>Strong Buy</i>	106	56,84
95	PRICETARGET RESEARCH, INC.	16-feb-08		110	54,77
96	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	12-feb-08	<i>Outperform</i>	85-90	60,04
97	PUNK, ZIEGEL & CO., LP	8-feb-08		71	60,48
98	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	7-feb-08	<i>Outperform</i>	85-90	58,18
99	DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC.	29-ene-08	<i>Buy</i>	88	62,53
100	OPPENHEIMER & CO., INC.	28-ene-08	<i>Outperform</i>	79	57,87
101	PRICETARGET RESEARCH, INC.	27-ene-08		85	57,87
102	FOX-PITT, KELTON, INC.	15-ene-08	<i>Outperform</i>	83	59,2
103	WACHOVIA CAPITAL MARKETS, LLC	15-ene-08	<i>Outperform</i>	71-72	55,71
104	CREDIT SUISSE SECURITIES (USA), LLC	11-ene-08	<i>Outperform</i>	85-90	57,82
105	PRICETARGET RESEARCH, INC.	5-ene-08		85	58,35
106	HSBC GLOBAL RESEARCH	3-ene-08	<i>Neutral</i>	72	65,44

Anexo 1 (Continuación)

RESUMEN de los informes de analistas

Recomendación		Número de informes
Comprar 65	<i>Strong Buy</i>	9
	<i>Outperform</i>	32
	<i>Overweight</i>	4
	<i>Buy</i>	20
Mantener/comprar 3	<i>Maintain-Buy</i>	3
Mantener 31	<i>Hold</i>	1
	<i>Maintain-Neutral</i>	2
	<i>Market Perform</i>	7
	<i>Neutral</i>	15
	<i>Perform</i>	6
Vender 1	<i>Sell</i>	1

Suma	100*
------	------

* No suman 106 porque seis de los informes no incluyen recomendación.

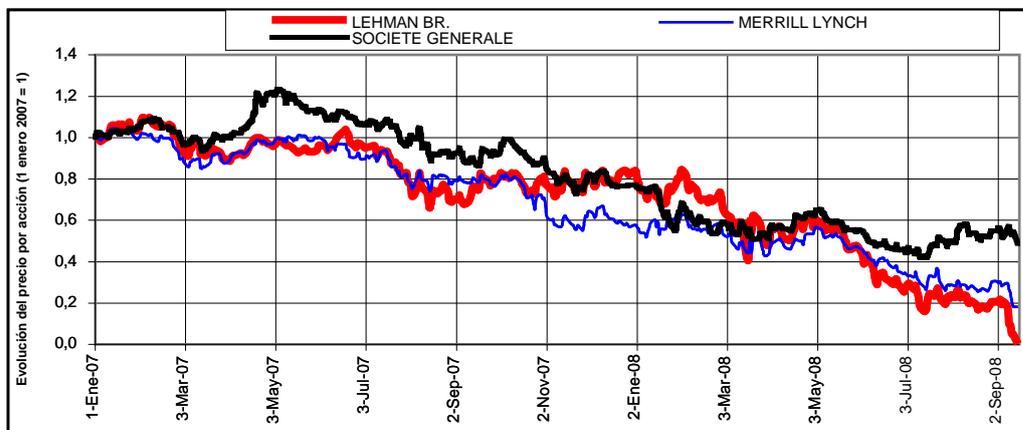
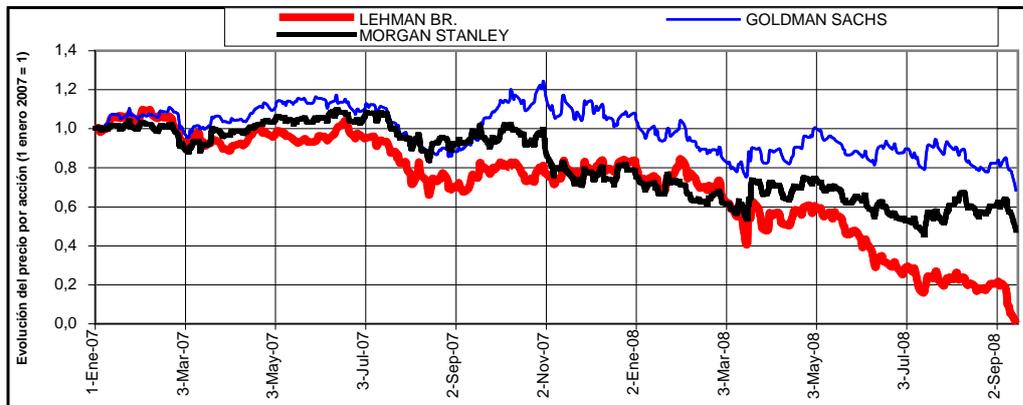
Solo dos (los números 57 y 58, emitidos en mayo de 2008) de los 90 informes que contienen precio objetivo poseen un precio objetivo menor que el precio de la acción de Lehman del día de la fecha del informe.

Distribución por meses (2008)

	Comprar	Mantener/comprar	Mantener	Vender	Total
Enero	5		1		6
Febrero	5				5
Marzo	13		6		19
Abril	7	1	1		9
Mayo	5		1	1	7
Junio	13		13		26
Julio	4		2		6
Agosto	6		2		8
Septiembre	7	2	5		14
Total	65	3	31	1	100

Anexo 2

Evolución de la cotización de Lehman y de otros bancos



Rentabilidad diaria de las acciones de Lehman (de enero de 2007 al 15 de septiembre de 2008)

Días con rentabilidad positiva	
Rentabilidad	N.º de días
>10%	10
>5%	42
>3%	71
>2%	95
>1%	141
>0%	199

Días con rentabilidad negativa	
Rentabilidad	N.º de días
<10%	18
<5%	54
<3%	87
<2%	114
<1%	172
<0%	229

Anexo 3

Ratings de la deuda de los bancos de inversión y otros bancos

Calificación de emisiones de deuda a largo plazo

	Fecha	Rating		Fecha	Rating
Citigroup	19-dic-08	A	Deutsche Bank	19-dic-08	A+
	15-ene-08	AA-		1-ago-08	AA-
	14-feb-07	AA		2-ago-07	AA
	2-abr-97	AA-		10-may-02	AA-
			9-mar-00	AA	
Lehman Brothers	16-sep-08	D	ABN Amro	19-dic-08	A+
	2-jun-08	A		23-sep-02	AA-
	11-oct-05	A+	Calyon	4-jun-03	AA-
	23-mar-93	A		29-abr-97	AA
JPMorgan	14-feb-07	AA-	Commerzbank	22-mar-07	A
	17-sep-02	A+		8-oct-02	A-
	21-dic-00	AA-		19-dic-01	A
	13-sep-00	A+		14-feb-01	A+
BNP Paribas	28-ene-09	AA	Fortis Banque	17-jul-08	A+
	10-jul-07	AA+		13-jun-96	AA-
	6-jul-04	AA	RBS	30-oct-03	AA-
	21-feb-01	AA-		19-abr-00	A+
10-mar-99	A+	Schroders	5-dic-02	A	
Merrill Lynch	2-jun-08		A	26-may-00	A+
	24-oct-07		A+	19-ene-00	A
	27-oct-06		AA-	Credit Suisse	19-dic-08
	17-oct-02	A+	14-jun-06		A+
18-dic-96	AA-	Goldman Sachs	19-dic-08		A
Barclays	19-dic-08		A+		27-oct-06
	28-sep-07		AA-	HSBC Holdings	19-jun-06
	Société Général	7-may-09	A+		Nomura Holdings
15-feb-08		AA-	13-jun-06	A-	
15-nov-06		AA	Bank of America	3-mar-09	A
30-ago-99		AA-		19-dic-08	A+
UBS	19-dic-08	A+	15-sep-08	AA-	
	1-abr-08	AA-	14-feb-07	AA	
	1-oct-07	AA			
	29-jun-98	AA+			
Morgan Stanley	19-dec-08	A			
	2-jun-08	A+			
	30-jul-07	AA-			

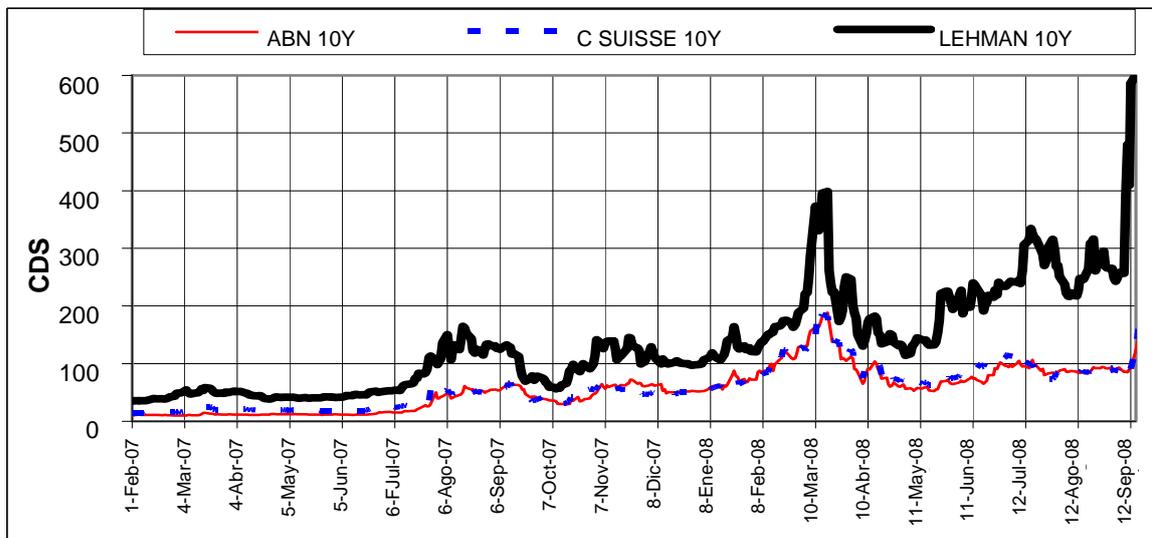
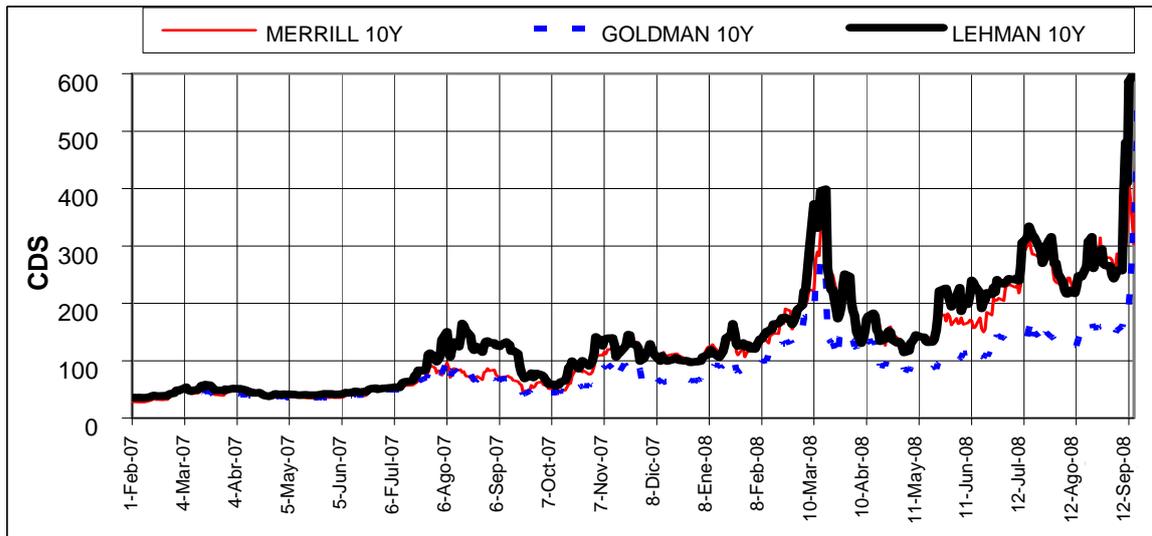
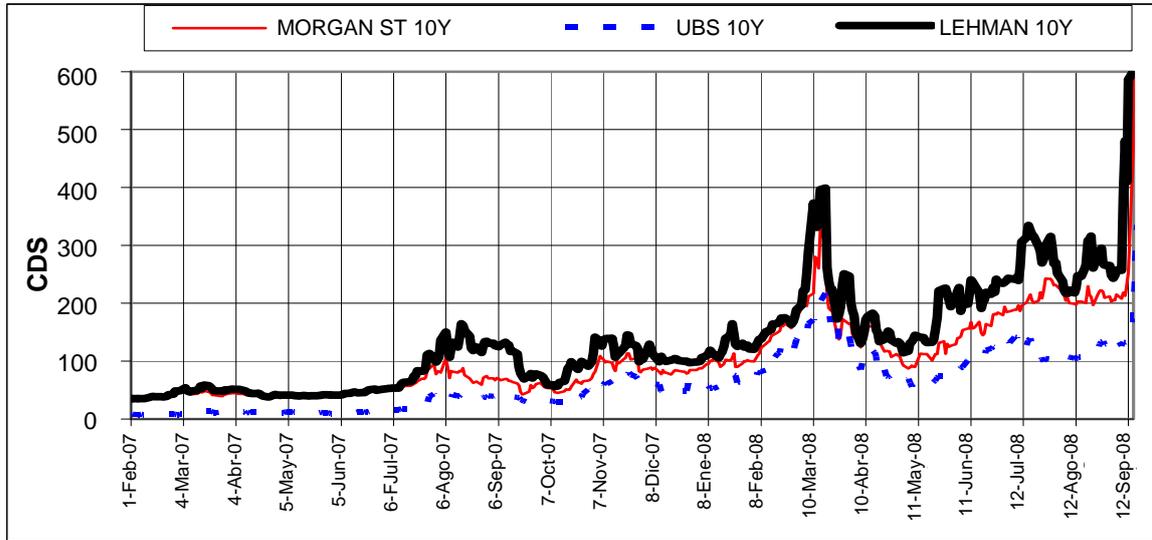
En Estados Unidos, nunca había quebrado una entidad con calificación A y de la envergadura de Lehman (quinto banco de inversión del mundo):

- Bear Sterns: importante banco de inversión pero con mucha menos importancia que Lehman como emisor. Fue absorbido por JPMorgan y no quebró. En marzo de 2008 todas las agencias de *rating* rebajaron significativamente la calificación de Bear Sterns.
- Barings Bank: la operativa sin coberturas de un *trader* en el mercado japonés provocó la quiebra de Barings en 1995. ING asumió todas sus obligaciones y lo compró en 1995 por una libra. Poca relevancia como emisor de productos.
- Landbanski: aunque tampoco es comparable por volumen o repercusión mundial, era el mayor banco islandés. Fue nacionalizado el 10 de octubre de 2008 por su situación de quiebra técnica (las deudas superaban en más de doce veces el tamaño de la economía de Islandia, debido a su difusión internacional). Muchas emisiones de deuda estaban distribuidas en el Reino Unido y en el resto de Europa. La nacionalización estuvo a punto de arrastrar a la quiebra al país, que finalmente llegó a un acuerdo con Rusia.

Fuente: Datastream y Bloomberg.

Anexo 4

Evolución de los CDS de varios bancos



Anexo 5

Noticias y documentos que abordan la IMPREVISIBLE quiebra de Lehman

<http://www.labolsa.com/foro/labolsa.com-123943003340258100.pdf>

Trichet: «La nacionalización de algunas entidades es necesaria e inevitable». Beda Romano. Il Sole 24 Ore. «[...] después del 15 de septiembre de 2008, cuando la crisis empeoró a causa de la imprevista quiebra de Lehman Brothers».

http://www.elpais.com/articulo/economia/Lehman/Brothers/declara/bancarrota/elpepueco/20080915elpepueco_1/Tes

«Lehman Brothers, cuarto banco de inversión de Estados Unidos, se ha declarado hoy en quiebra tras 158 años de actividad ante el fracaso de las negociaciones con las dos entidades que en un principio se perfilaban como posibles compradores, Bank of America y el grupo británico Barclays. [...] Lehman, que sobrevivió a guerras e incluso al crac de 1929, pero que no ha podido capear la tormenta de la crisis de crédito [...] Washington, con el secretario del Tesoro, Henry Paulson, al frente, exigía una solución que no implicase la intervención financiera del Estado, que ya la semana pasada tuvo que acudir al rescate de las entidades hipotecarias semipúblicas Fannie Mae y Freddie Mac y en marzo asistió a Bear Stearns tras su colapso. Sin apoyo del Estado nadie se ha atrevido a comprar Lehman Brothers...».

<http://www.invertia.com/noticias/noticia.asp?idNoticia=2048088>

«La quiebra de Lehman Brothers ha supuesto *un imprevisto* y no se ha medido bien el riesgo».

<http://www.sponkit.com/lehman-brothers-declares-bankruptcy/>

«Lehman Brothers declared bankruptcy on Monday as the US crisis greatly affects the European stocks. [...] *The unexpected fall of Lehman Brothers, which is considered to be one of the highest profile investment institutions, happened when a frantic weekend marking a dangerous chapter in the financial crisis sparked by failings in the sub prime home-loan market.*».

Sloppy Lehman Bankruptcy Killed Billions in Value

<http://www.newser.com/story/46547/sloppy-lehman-bankruptcy-killed-billions-in-value.html>

«Meanwhile, *the unexpected bankruptcy squashed the values of Lehman's assets; they sold for far less than they were worth before the filing. Now, creditors are likely to recover 10 cents on the dollar for the \$200 billion they say is due.*».

NDF Administration Limited (N DFA) working on behalf of individual investors

<http://www.ndfadministration.com/pages/PDF/press/N DFA-Lehman%20Media%20Statement.pdf>

«N DFA is monitoring the situation closely and working with the regulatory authorities to assess the eventual impact of these *unexpected and unfortunate events.*».

<http://www.livinginperu.com/news/7396>

«An *unexpected turn of events* on Wall Street on September 15 that shook Latin American markets once again and saw a 500 point drop in Dow, has been labeled by many as *Black Monday.*».

Selective Nationalization: The Future of U.S. Banks

<http://www.dailymarkets.com/stocks/2009/02/23/selective-nationalization-the-future-of-us-banks/>

«I underestimated the speed in which this transformation would occur, especially with the *unexpected bankruptcy of Lehman.*».

Anexo 6

Balance y cuenta de resultados de Lehman en los últimos años

Cuentas de resultados y balances de Lehman Brothers Holdings. Datos en millones de dólares

	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
<i>Revenues</i>	59.003	46.709	32.420	21.250	17.287	16.781
<i>Depreciation, Depletion & Amortization</i>	577	514	426	428	315	258
<i>Operating Expenses (Total)</i>	52.928	40.804	27.591	17.737	14.746	15.338
<i>Operating Income</i>	6.075	5.905	4.829	3.513	2.541	1.443
<i>Earnings Before Interest And Taxes (EBIT)</i>	45.759	35.031	22.619	13.192	11.176	12.025
<i>Interest Expense on Debt</i>	39.746	29.126	17.790	9.698	8.712	10.682
<i>Pretax Income</i>	6.013	5.905	4.829	3.494	2.464	1.343
<i>Income Taxes</i>	1.821	1.945	1.569	1.125	765	368
<i>Net Income Before Extra Items/Preferred Div.</i>	4.192	3.960	3.260	2.369	1.699	975
<i>Extra Items & Gain (Loss) Sale of Assets</i>	0	47	0	.0	0	0
<i>Net Income Before Preferred Dividends</i>	4.192	4.007	3.260	2.369	1.699	975
<i>Preferred Dividend Requirements</i>	67	66	69	72	50	69
Net Income	4.125	3.894	3.191	2.297	1.649	906

BALANCE SHEET

ASSETS

	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
<i>Cash And Short Term Investments</i>	20.029	12.078	10.644	9.525	11.022	6.502
<i>Receivables (Net)</i>	43.277	27.971	21.643	18.763	15.310	13.964
<i>Property Plant & Equipment (Net)</i>	3.861	3.269	2.885	2.988	2.806	2.075
<i>Other Assets</i>	169.859	123.295	111.406	100.294	92.317	95.695
Total Assets	688.754	500.875	407.446	355.081	309.891	258.011

LIABILITIES & SHAREHOLDERS' EQUITY

	11/30/07	11/30/06	11/30/05	11/30/04	11/30/03	11/30/02
<i>ST Debt & Current Portion of Long Term Debt</i>	309.828	154.253	163.776	141.713	145.811	125.046
<i>Long Term Debt</i>	124.518	121.064	53.899	49.365	37.195	31.417
<i>Other Liabilities</i>	234.227	197.383	175.594	151.170	115.881	94.931
Total Liabilities	666.264	481.684	390.652	340.161	296.717	249.069

Shareholders' Equity

<i>Minority Interest</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Preferred Stock</i>	1.095	1.095	1.095	1.345	1.045	700
<i>Common Equity</i>	21.395	18.096	15.699	13.575	12.129	8.242
<i>Retained Earnings</i>	19.698	15.857	12.198	9.240	7.129	5.608
Total Liabilities & Shareholders' Equity	688.754	500.875	407.446	355.081	309.891	258.011

Fuente: Thomson Financial. Número de acciones: 689 millones.

Anexo 7

Beneficios y ratios bursátiles de Lehman y de otros bancos

	ROE			
	2004	2005	2006	2007
BARCLAYS	18,8	20,5	21,8	23,4
CITIGROUP	15,8	15,7	21,9	17,3
CREDIT SUISSE GROUP N	15,0	14,3	15,1	26,0
DEUTSCHE BANK	9,5	9,8	13,5	17,7
HSBC HOLDINGS	13,7	15,7	16,0	14,9
JPMORGAN CHASE & CO.	4,2	4,6	8,6	13,7
BANCO SANTANDER	9,5	11,2	16,1	17,8
BBVA	17,5	22,6	24,5	26,3
UBS 'R'	23,1	21,9	31,2	23,3
GOLDMAN SACHS GPOUP	18,2	18,3	24,3	30,3
MORGAN STANLEY	15,9	16,4	16,9	23,3
MERRILL LYNCH & CO. (15/01/09)	14,4	14,1	12,6	24,8
ABN AMRO HOLDING (25/04/08)	28,9	24,4	19,3	39,9
LEHMAN BROTHERS HOLDINGS	17,5	17,9	21,2	21,5
BNP PARIBAS	15,5	13,4	13,4	17,8
SOCIETE GENERALE	17,6	17,6	18,8	17,0
BANK OF AMERICA	14,2	16,5	13,0	16,2
ING GROEP	23,2	21,0	20,1	24,9
NOMURA HOLDINGS	3,5	6,9	6,1	16,2
BANCO POPULAR ESPANOL	20,4	15,2	18,1	19,2
BANCO DE SABADELL	10,6	13,2	13,8	23,2
BANESTO	14,9	15,4	16,5	32,8
BANKINTER	16,2	12,6	13,7	13,9

	PER			
	2004	2005	2006	2007
	12,3	11,7	11,8	7,0
	15,3	12,5	13,3	7,9
	9,7	13,5	12,0	7,5
	12,3	11,7	9,9	5,7
	16,9	13,3	12,6	10,8
	21,0	18,0	13,8	9,5
	11,3	18,2	12,1	12,7
	16,9	14,8	11,2	11,8
	12,8	13,3	12,6	9,4
	11,7	11,4	10,1	8,7
	13,6	12,6	11,5	22,4
	13,5	13,7	14,1	12,2
	8,5	9,3	10,3	15,0
	11,1	11,8	11,6	9,0
	9,7	10,5	10,6	8,0
	10,6	9,8	10,3	8,0
	12,8	11,1	12,4	9,4
	8,6	9,2	9,8	7,1
	28,7	30,8	22,7	6,5
	14,2	15,9	16,1	12,4
	17,7	14,1	19,6	4,3
	14,9	17,1	18,0	26,6
	19,7	18,3	21,9	2,9

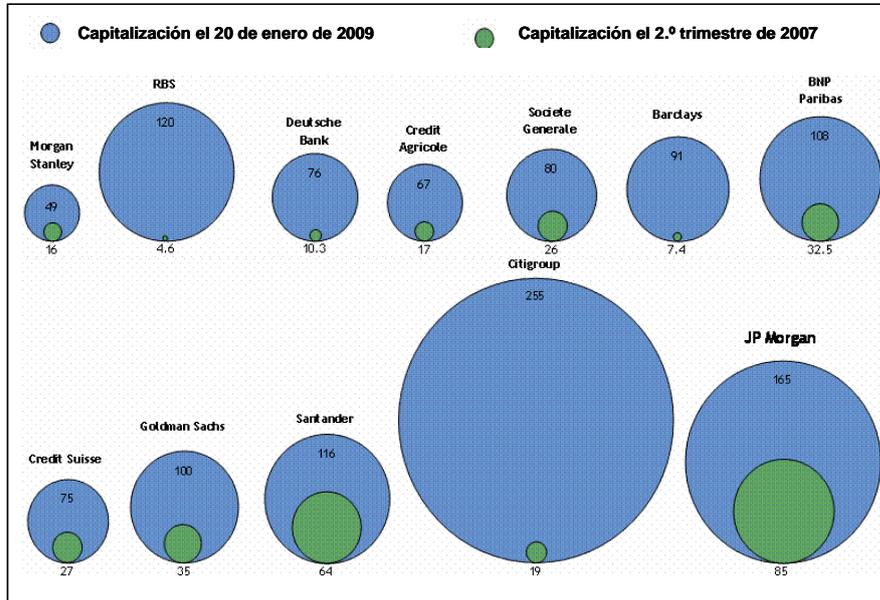
	Valor M/Valor contable			
	2004	2005	2006	2007
BARCLAYS	2,2	2,3	2,4	1,4
CITIGROUP	2,3	2,2	2,3	1,3
CREDIT SUISSE GROUP N	1,5	1,8	2,1	1,6
DEUTSCHE BANK	1,3	1,4	1,5	1,2
JPMORGAN CHASE & CO.	1,3	1,3	1,4	1,2
BANCO SANTANDER	1,7	1,8	2,0	1,7
BBVA	2,8	3,1	3,0	2,3
UBS 'R'	2,8	2,8	2,9	2,8
GOLDMAN SACHS GROUP	1,7	1,6	2,0	2,1
MORGAN STANLEY	2,0	1,7	2,4	1,8
MERRILL LYNCH & CO. (15/01/09)	1,8	1,9	2,2	6,8
ABN AMRO HOLDING (25/04/08)	2,3	1,9	1,9	2,3
LEHMAN BROTHERS HOLDINGS	1,5	1,9	1,9	1,6
BNP PARIBAS	1,5	1,4	1,5	1,2
SOCIETE GENERALE	1,6	1,8	1,9	1,6
BANK OF AMERICA	1,9	1,8	1,8	1,3
ING GROEP	1,9	2,3	2,4	1,7
NOMURA HOLDINGS	1,0	2,0	1,4	1,3
BANCO POPULAR ESPANOL	2,8	2,5	3,0	2,3
BANCO DE SABADELL	1,7	1,9	2,5	2,0
BANESTO	2,4	2,5	2,7	2,0
BANKINTER	3,0	2,5	3,0	2,8

	Beneficio (millones de dólares)			
	2004	2005	2006	2007
	3.268	3.297	3.913	4.898
	17.046	17.214	24.787	20.911
	5.455	5.504	6.453	11.452
	2.472	2.634	4.136	6.397
	4.466	4.800	9.300	16.150
	3.136	3.936	6.515	7.905
	2.802	3.047	4.011	5.666
	8.089	8.364	14.913	12.023
	4.553	4.772	6.593	10.255
	4.486	4.662	5.098	8.570
	4.436	4.396	4.379	9.182
	4.109	3.935	4.490	9.848
	2.369	2.574	3.470	4.068
	4.668	5.456	6.115	7.674
	3.269	3.703	4.698	5.140
	14.143	16.157	16.756	21.402
	5.968	6.566	7.289	7.590
	702	1.523	1.399	4.302
	801	694	910	1.070
	326	410	484	980
	456	476	593	1.470
	163	172	203	227

Anexo 8

Crisis bancaria mundial. Algunos datos de los mayores bancos

Datos en miles de millones de dólares



		Máxima cotización 2007	Mínima cotización 2009	Mín./Máx.
Bancos estadounidenses	Citigroup	61,36	1,35	2,2%
	Bank of America	52,71	3,22	6,1%
	Morgan Stanley	60,5	9,2	15,2%
	Goldman	245,49	63	25,7%
	JPMorgan	53,8	16,76	31,2%
	Bank of New York	49,82	19	38,1%
Bancos europeos y asiáticos	BNP Paribas	94,25	21,38	22,7%
	Deutsche Bank	117,96	16,875	14,3%
	Fortis Bank	34	0,583	1,7%
	Société Générale	158,42	24,3	15,3%
	ING	34,5	2,46	7,1%
	Royal Bank of Scotland	634,86	10,3	1,6%
	Barclays	770	51,3	6,7%
	Banca Monte dei Paschi di Siena	5,23	0,792	15,1%
	UNICREDITO	7,67	0,729	9,5%
	Credit Suisse	78,15	20,11	25,7%
	UBS	79,95	9,05	11,3%
Bancos españoles	HSBC HOLDINGS	9,615	3,61	37,5%
	Nomura Holdings	23,53	4,09	17,4%
	BBVA	20,08	4,68	23,3%
	Banco Santander	15	4	26,7%
	Banco Popular	16,03	3,34	20,8%
Bankinter	14,6	5,81	39,8%	
Banco Sabadell	9,325	2,97	31,8%	

Fuente: Bloomberg y JPMorgan.