



Financiariza  
**INVERSIÓN**



# Manual de la inversión en bolsa

[TOMO I]  
Novena edición, revisada,  
ampliada y actualizada



# APRENDA con CaixaBank

## 1. Guías para el inversor

Edición de guías formativas, sobre conceptos y temas financieros de interés para los inversores.

## 2. Materiales web

Videos formativos y fichas de consulta sobre productos financieros, mercados, derechos y retribución del accionista, e información sobre actividades de divulgación.

## 3. Formación presencial

Iniciativas de formación presencial sobre mercados de valores y coyuntura económica, en diferentes provincias españolas.

Para más información, consulte la sección "Aprenda con CaixaBank" en [www.CaixaBank.com](http://www.CaixaBank.com) o llame al teléfono de atención al accionista 902 11 05 82.



# Manual de la inversión en bolsa

Novena edición  
(ampliada, revisada y actualizada)

TOMO I

Responsables de esta reedición:  
Cristina Vallejo y Óscar Torres

**Cristina Vallejo**, redactora de «INVERSIÓN» desde 2005, es Licenciada en Ciencias de la Información por la Universidad Complutense de Madrid, y en Sociología por la UNED, Máster UCM-ABC en Periodismo y Experta en información económica por la Universidad de Zaragoza. Colabora con ABC y con los diarios regionales de Vocento.

**Óscar Torres**, redactor de «INVERSIÓN» desde 2007, es Licenciado en Periodismo por la Universidad Rey Juan Carlos y Experto en información económica por la Universidad de Zaragoza. Inició su carrera profesional en la edición digital de Expansión y colabora con ABC y los diarios regionales de Vocento.

Edita: **INVERSOR EDICIONES, S. L.**

Director: **Rafael Rubio**

Subdirector: **Manuel Moreno Capa**

Juan Ignacio Luca de Tena, 6 - 3ª planta- 28027 Madrid

Imprime: Cobrhi, S. L.

ISBN: 978-84-15304-08-1

Depósito Legal: M-16506-2012

## Introducción

El semanario «**INVERSIÓN**» publicó su anterior edición del «**Manual de la inversión en bolsa**» en el año 2010. Y dos ejercicios son mucho tiempo en los mercados. Desde la anterior edición de esta obra, se han sucedido las novedades vividas por los mercados de renta variable, la aparición de nuevos productos ligados a la bolsa y los cambios normativos y fiscales que afectan a la inversión en acciones. De ahí que procedamos ahora, en colaboración con **CaixaBank**, a una novena edición, revisada, ampliada y actualizada, de esta obra.

Esta renovada entrega del «**Manual de la inversión en bolsa**» se publica, en dos tomos, en un momento en que, pese a las turbulencias vividas durante los últimos tiempos en el mundo económico y financiero, cada vez más inversores muestran su interés por el apasionante mundo de la renta variable y requieren un creciente volumen de información y análisis sobre el funcionamiento de los mercados.

Los responsables de la actualización, revisión y ampliación de este manual, Cristina Vallejo y Óscar Torres, son dos redactores del semanario «**INVERSIÓN**» especializados, entre otros temas, en la información y el análisis bursátil. Pero este libro es en realidad fruto de una autoría colectiva, ya que en sus sucesivas reediciones han participado diversos especialistas ligados a esta revista, siempre bajo la supervisión directa de su subdirector, Manuel Moreno Capa.

El objetivo de este manual es el que caracteriza a la amplia colección de libros (más de setenta títulos desde 1993) editados por «**INVERSIÓN**»: ofrecer un contenido riguroso y, al tiempo, accesible y práctico para el inversor, de modo que éste pueda encontrar con facilidad las respuestas a todas sus dudas.



# Índice

## 1 ¿Qué es el mercado de valores?

1.1. ¿Qué es la bolsa?	11
1.2. ¿Qué elementos integran el mercado de valores?	12
1.3. ¿Qué características tiene el mercado bursátil?	14
1.4. ¿Qué funciones desempeña la bolsa?	14
1.5. ¿Es la bolsa un mercado eficiente?	17
1.6. ¿Qué activos se negocian en bolsa?	18

## 2 ¿Cómo funciona la bolsa española?

2.1. ¿Cómo nació la bolsa española?	29
2.2. ¿Cuál es la organización del mercado bursátil?	29
2.3. ¿Qué otros mercados organizados existen en España?	31
2.4. ¿Qué sistemas de contratación existen en las bolsas españolas?	34
2.5. ¿Cuál es el sistema para controlar la fluctuación de los valores?	37
2.6. ¿Cómo se liquidan las operaciones bursátiles?	39
2.7. ¿Cómo se determina el precio en las compraventas de bolsa?	40
2.8. ¿Qué papel desempeña la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)?	40
2.9. ¿Qué recomendaciones realiza la CNMV al inversor?	41
2.10. ¿Con qué normativa se rige la bolsa?	42

## 3 ¿Qué se debe tener en cuenta antes de invertir en bolsa?

3.1. ¿Cómo interpretar el valor de una acción?	49
3.2. ¿Qué alternativas se analizan en la inversión bursátil?	50
3.3. ¿Cómo determinar el riesgo de la inversión?	50
3.4. ¿Qué es la liquidez de los valores?	51
3.5. ¿Qué rentabilidad cabe esperar de una inversión en acciones?	53

3.6. ¿Es necesario diversificar las inversiones?.....	54
3.7. ¿Cómo influye el plazo en la bolsa?.....	56
3.8. ¿Cuál debe ser el horizonte temporal de una inversión en bolsa?.....	56
3.9. ¿Qué fiscalidad se aplica a la inversión de una persona física en acciones?.....	57
3.10. ¿Qué consejos pueden darse al recién llegado a bolsa?.....	64

## 4 ¿Qué información influye en la bolsa?

4.1. La información: un elemento básico en la evolución del mercado bursátil.....	71
4.2. ¿Qué factores intrínsecos influyen en los precios?.....	72
4.3. ¿Qué factores extrínsecos influyen en los precios?.....	73
4.4. ¿Qué derecho a la información tiene el accionista?.....	80
4.5. ¿Qué información deben tener los inversores antes de suscribir un fondo de inversión?.....	80
4.6. ¿Deben informar al público las sociedades cotizadas en bolsa?.....	82
4.7. ¿Qué otras informaciones son precisas para invertir?.....	84
4.8. ¿Qué obligaciones de información tiene el intermediario bursátil con su cliente?.....	85
4.9. ¿Qué es la información privilegiada en el mercado de valores?.....	87
4.10. ¿Qué son las «murallas chinas»?.....	89
4.11. Las tres teorías de los mercados eficientes.....	90
4.12. ¿Qué es la estadística bursátil?.....	90
4.13. ¿Para qué sirven los índices de cotización?.....	91
4.14. ¿Cuáles son los principales índices bursátiles españoles?.....	92

## 5 ¿Cómo se opera en bolsa?

5.1. ¿Qué es una operación de bolsa?.....	99
5.2. ¿A quién dirigirse para invertir en bolsa?.....	99

5.3. ¿Qué otras entidades o personas están autorizadas para operar en el mercado?	104
5.4. ¿Cómo se opera a través de internet?	104
5.5. ¿Qué es un «chiringuito financiero»?	106
5.6. ¿Qué condiciones debe reunir un intermediario bursátil?	107
5.7. ¿Cómo pueden ser los pactos, condiciones y contratos con el intermediario bursátil?	109
5.8. ¿Cómo se dan las órdenes de bolsa y cuál es su contenido?	111
5.9. Tipos de órdenes en el mercado continuo	112
5.10. ¿Cuáles son las obligaciones del comisionista («broker») miembro del mercado bursátil?	114
5.11. ¿Está obligado el intermediario bursátil a aceptar todas las órdenes recibidas de sus clientes?	115
5.12. ¿Qué obligaciones contrae el cliente con el intermediario bursátil?	115
5.13. ¿Cuál es la inversión mínima en bolsa?	116
5.14. ¿Qué comisiones y gastos lleva consigo la contratación en bolsa?	116
5.15. ¿Hay que pagar al contado en bolsa?	118
5.16. ¿Se puede operar en bolsa a crédito?	119
5.17. ¿A quién se puede reclamar?	121

## 6. ¿Cómo seleccionar valores con el análisis fundamental?

6.1. ¿Qué papel representa el análisis en las decisiones de inversión en bolsa?	127
6.2. ¿En qué consiste el análisis fundamental?	128
6.3. Los estados financieros de las empresas	129
6.4. ¿Cuáles son los ratios o coeficientes más utilizados en el análisis bursátil?	131
6.5. Los multiplicadores sobre el valor de la empresa	139
6.6. Ratios útiles para el análisis sectorial	139
6.7. La importancia de las nuevas normas de contabilidad internacional (NIIF)	141



---

## ¿Qué es el mercado de valores

- 1.1. ¿Qué es la bolsa?
- 1.2. ¿Qué elementos integran el mercado de valores?
- 1.3. ¿Qué características tiene el mercado bursátil?
- 1.4. ¿Qué funciones desempeña la bolsa?
- 1.5. ¿Es la bolsa un mercado eficiente?
- 1.6. ¿Qué activos se negocian en bolsa?



# 1 ¿Qué es el mercado de valores?

## 1.1. ¿Qué es la bolsa?

La bolsa, en una definición sencilla, es un mercado especializado en el que se producen compras y ventas de acciones u obligaciones, para las que se fija un precio público, denominado cambio o cotización. Las ofertas y demandas de valores negociables e instrumentos financieros se canalizan a través de un mercado organizado, que se conoce como bolsa, en donde se formaliza un precio de equilibrio o cotización de los títulos negociados.

Las dos fuerzas que mueven la bolsa se encuentran habitualmente en todo mercado:

1) Por un lado, la demanda de capitales, integrada por las nuevas emisiones de títulos y por los valores que venden los titulares que quieren destinar el producto de la venta a otras finalidades que no sean su inversión en otros activos del mercado.

2) Por otro, la oferta de capitales, que está compuesta por el total de rentas de la comunidad que no se destinan al consumo, al mercado monetario o al de capitales no organizado.

La expresión «mercado de valores» se utiliza comúnmente para designar conceptos distintos que es preciso delimitar a fin de conocer su significado correcto.

Se pueden establecer los siguientes conceptos del «mercado de valores»:

a) Geográfico: lugar donde se compran y venden valores mobiliarios e instrumentos financieros.

b) Estructural: Sistema de organizaciones relacionadas entre sí que se dedican a la compraventa de valores mobiliarios e instrumentos financieros.

c) Regulador de precios: conjunto de condiciones o fuerzas que entran en juego y determinan los precios de los valores mobiliarios e instrumentos financieros.

Desde un punto de vista legal, se pueden distinguir los siguientes tipos de mercados:

a) Mercado de valores primario o de emisiones: es aquel en el que se desarrolla la oferta y demanda de valores en el momento de

la entrada de una sociedad en bolsa, una privatización de empresa pública o de la ampliación de su capital con la aportación de nuevos títulos, y que requiere una relación directa entre el emisor y el suscriptor de los valores.

b) Mercado secundario organizado o mercado bursátil: es aquel en el que se produce la confrontación de ofertas y demandas de valores ya emitidos con anterioridad y admitidos a negociación en bolsa. Este mercado es el que nos va a ocupar a lo largo de este manual.

c) Mercado paralelo o mercado OTC (Over the Counter): es el mercado de valores de emisiones antiguas que no se canaliza a través de los mercados bursátiles organizados y no está sujeto a sus normas.

d) Sistemas Multilaterales de Negociación. La ley los define como todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión o una o varias sociedades rectoras de un mercado secundario oficial, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión que permita reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de terceros para dar lugar a contratos, en función de normas no discrecionales. La CNMV aplica esta tipología a los mercados SENAF SMN, Latibex SMN y al MAB (Mercado Alternativo Bursátil). Este último se creó en 2005 y su desarrollo ha sido muy gradual. En un primer momento fue un sistema de financiación de SICAVS y después se fue ampliando a entidades de capital riesgo, PYMES y empresas en expansión. Se creó para compañías que por su dimensión o volumen de contratación no pueden acceder al mercado secundario o mercado bursátil. Los requisitos que deben cumplir las empresas para cotizar en este mercado son menos estrictos que en el primer mercado.

## 1.2. ¿Qué elementos integran el mercado de valores?

La definición del concepto de mercado de valores puede realizarse por la descripción de los elementos que lo conforman:

a) Elementos personales. En torno al mercado de valores se mueven los inversores u oferentes de capital (personas físicas o jurídicas) que acuden a colocar su dinero en valores emitidos por los demandantes de capital (empresas, instituciones públicas, etc.). Junto a estos elementos personales están quienes actúan como intermediarios

financieros en el mercado y cuya función profesional es facilitar los recursos necesarios para poner en relación a oferentes y demandantes. Pueden actuar por cuenta de terceros –Agencias de Valores y Bolsa–, o por cuenta propia y de terceros –Sociedades de Valores y Bolsa–. La Bolsa de Madrid es la que más miembros tiene. En abril de 2012, había registradas cuatro Agencias de Valores y Bolsa y 25 Sociedades de Valores y Bolsa. Desde el 1 de enero de 2000, las entidades de crédito también pueden ser miembros de la bolsa. En la actualidad, son 16 las entidades de crédito miembros de la Bolsa de Madrid.

b) Elementos reales. Están constituidos por la mercancía que es objeto de transacción en el mercado de valores y que en España se limita a los valores negociables en mercados organizados y a los que nos referimos en el apartado 6 de este mismo capítulo.

c) Elementos formales. Se trata de las formas y modos en que se realizan las transacciones en los mercados de valores. Estos modos vienen impuestos por la normativa que regula el funcionamiento del mercado de valores. Esta legislación es muy extensa en nuestro país. A lo largo de los años, ha sufrido alteraciones importantes para adaptarla a las corrientes de los mercados de valores más desarrollados, así como a la implantación de la operativa informática y a unos sistemas de liquidación y depósito de operaciones bursátiles más ágiles y tecnificados. Además, la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) ha puesto fin al monopolio de BME en la gestión de plataformas de negociación bursátil. Ahora, los intermediarios de servicios financieros pueden acudir a otras plataformas.

Distribución de la propiedad de las acciones por tipo de inversor:

Bancos y Cajas de Ahorro	4,6%
Compañías de seguros	2,0%
Familias	22,2%
Inversión colectiva	5,6%
Empresas no financieras	26,1%
No residentes	39,2%
Administraciones públicas	0,3%

Fuente: Bolsa de Madrid, año 2010.

### 1.3. ¿Qué características tiene el mercado bursátil?

Las peculiaridades más sobresalientes de la bolsa frente a otros mercados son:

a) En el lugar de contratación no se encuentran los objetos o valores que se contratan para poder ser examinados por los posibles compradores, como suele ocurrir en los mercados de productos. Además, los valores, con los nuevos sistemas de liquidación y compensación por anotaciones en cuenta están desprovistos de entidad física. Por ello, la propia organización bursátil y la normativa aplicable velan por la regularidad de los valores objeto de negociación en el mercado.

b) Es un mercado permanente, donde sólo operan profesionales, los miembros de la bolsa, que reciben de sus clientes las órdenes de compra y venta de valores negociables.

c) Es un mercado organizado, ya que funciona de acuerdo a una legislación determinada, con organismos rectores y supervisores que deben velar por su buen desarrollo. Además, dispone y garantiza el mecanismo necesario para la correcta ejecución de las transacciones.

d) La formación de la relación contractual bursátil se ha de realizar de acuerdo con la normativa específica del mercado.

e) En el mercado bursátil existe una técnica de contratación peculiar a la que luego nos referiremos.

f) Es un mercado seguro, tanto en su sentido jurídico como económico. Se produce una regularidad de las operaciones y de los valores objeto de contratación y una garantía de la liquidación de los contratos.

g) Por último, la publicidad de los precios es su principal característica, lo que permite una mayor transparencia del mercado. Su fin último es la formación objetiva e imparcial de las cotizaciones. Para ello, el organismo supervisor, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) cuenta con las herramientas necesarias para la detección y denuncia de manipulaciones de mercado que entorpecen el correcto funcionamiento del mismo.

### 1.4. ¿Qué funciones desempeña la bolsa?

La bolsa cumple unas funciones importantes dentro del sistema financiero de un país. Se resumen básicamente en las siguientes:

a) Canalización del ahorro. La bolsa conecta el ahorro con la inversión productiva. Al mercado bursátil acuden, por un lado, las empresas en busca de capital, que ofrecen a los ahorradores la posibilidad de convertirse en socios o acreedores de dichas empresas. Por otro lado, acude el público en general, que ofrece sus excedentes monetarios en forma de ahorro. Así, la bolsa pone en contacto a las empresas con los ahorradores y en esa relación se genera un traspaso de capitales de unos a otros. Realiza, pues, un trasvase de fondos entre inversores financieros –el público ahorrador– e inversores reales: las empresas.

b) Función de liquidez. Los titulares de los valores negociados en el mercado bursátil pueden desprenderse de ellos con rapidez y convertirlos en dinero en el momento en que lo deseen. La existencia de la organización bursátil y la concentración de gran cantidad de compradores y vendedores favorecen la liquidez de los valores, es decir, que estos puedan venderse y cobrar su liquidación con rapidez y facilidad. No obstante, como se explicará más adelante, no todos los valores tienen la misma liquidez.

c) Función social de movilización de la propiedad. Supone el acceso de pequeños ahorradores al capital de grandes empresas. Se trata de la democratización de la propiedad de las empresas, ya que la difusión de las acciones en bolsa permite su adquisición por pequeños ahorradores. De esta forma, se convierten en accionistas o propietarios en su parte, aunque sea modesta, de grandes empresas. Si estas empresas no estuviesen cotizadas en bolsa, difícilmente el pequeño inversor podría acceder a su propiedad. La difusión de la propiedad entre pequeños ahorradores ha permitido la acuñación del término «capitalismo popular». Las grandes masas de ahorradores han llegado al capital de las grandes empresas, un fenómeno que se ha incrementado con las privatizaciones de empresas públicas.

d) Función de estimación. Esta función tiene dos vertientes: una general, que hace referencia a la bolsa como institución, y otra concreta, que se aplica sobre los valores que se pueden contratar en el mercado.

En el aspecto general, la bolsa se considera como instrumento central para valorar los rendimientos en la economía capitalista.

Los movimientos de la bolsa son un barómetro de las perspectivas económicas del país. Si la bolsa va mal, los políticos, empresarios y público en general saben que algo no funciona en la economía.

En su vertiente concreta, la bolsa permite determinar indirectamente el valor de las empresas, al establecerse un precio bursátil o precio de mercado, que tiene su importancia a efectos de compra-venta de empresas y activos. A través de ese precio es posible aplicar lo que en terminología anglosajona se conoce como «mark to market», que es el sistema aprobado por las normativas internacionales de contabilidad para dar valor a las posiciones en instrumentos financieros, a partir del precio que tengan en el mercado. Además, también constituye el mejor elemento de juicio sobre la mayor o menor eficacia de la gestión empresarial y advierte a los accionistas sobre la validez o no de los gestores elegidos. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la cotización de los valores (sobre todo de los grandes) está cada vez más sujeta al comportamiento general del mercado, debido a la mayor globalización de las economías mundiales. De esta manera, la bolsa se convierte así en instrumento probatorio de la eficacia de las empresas y de control de la gestión por parte de los accionistas y del público en general.

e) Función aseguradora. La bolsa protege al público ahorrador frente al fraude, al existir un mercado organizado y regulado, que se rodea de unas garantías y una publicidad. Si no existiesen esas cautelas y garantías del mercado bursátil, el inversor privado no se arriesgaría a invertir.

f) Función informativa y formativa de estados de opinión. Las cotizaciones son públicas, lo que permite a los inversores formarse una idea clara del valor de las sociedades en las que invierte, así como canalizar su dinero hacia las empresas que ofrecen mayor rentabilidad. A través de los índices de precios y de negociación es posible conocer estados de opinión colectiva que de otra forma no serían detectables.

g) Función de protección del ahorro frente a la subida de precios. La inversión en acciones permite al ahorro evitar la erosión monetaria, porque tales valores representan partes alícuotas de activos reales y, al haber inflación, el valor monetario de estos activos crece.

Lo normal es que el precio de las acciones aumente de forma paralela a como lo hace el índice general de precios. Los estudios sobre la evolución a medio y largo plazo de los valores aseguran que la inversión en acciones puede suponer una defensa más eficaz que la inversión en renta fija durante procesos inflacionistas. Sin embargo, la experiencia de los últimos años demuestra que no siempre sucede así. Por ello, a la hora de invertir es necesario tener en cuenta la coyuntura de mercados, la situación macroeconómica y las perspectivas del momento. Cada contexto es único y siempre puede haber detalles que rompan con ciertas pautas que la teoría da por sentadas.

### 1.5. ¿Es la bolsa un mercado eficiente?

Se dice que un mercado es «eficiente» cuando la competencia de los distintos inversores -que actúan con el objetivo de maximizar el beneficio- conduce a una situación en la que en cualquier momento el precio de cualquier valor -acciones, obligaciones etc.- constituye una buena estimación de su valor intrínseco o real.

Las condiciones de eficiencia de un mercado son básicamente:

1ª) Homogeneidad de los valores negociables. Los valores contratados como iguales, son idénticos y fungibles entre sí. Este aspecto se cumple en bolsa: una acción del Santander o de Gas Natural Fenosa es idéntica a otra de la misma serie o clase emitida por dichas empresas.

2ª) Ha de ser un mercado con gran cantidad de compradores y vendedores. Para que funcione correctamente, el mercado ha de tener un volumen mínimo de contratación, una frecuencia en la ejecución de órdenes sobre valores y una distribución de los títulos en muchas manos. Esto permite que ningún inversor individual tenga el suficiente poder para influir sobre las cotizaciones. Una mayor liquidez es síntoma de madurez y buen funcionamiento del mercado.

3ª) Ha de permitirse libremente la salida y entrada del mercado, lo que implica la no existencia de mecanismos que limiten esta libertad. La libertad de transmisión de los valores negociables ha de ser una de las condiciones para las empresas que accedan al mercado.

4ª) Ha de ser un mercado donde exista información fiable, veraz y pública de las empresas que cotizan y del desarrollo, precios y situación de la propia bolsa.

5ª) El número de valores admitidos a cotización en el mercado ha de ser lo más amplio posible, a fin de que los inversores puedan diversificar y reducir así sus riesgos.

6ª) Es necesaria una moderada especulación en el mercado. Esto implica que los inversores a cortoplacistas pueden dar contrapartida y liquidez a los movimientos de los inversores a más largo plazo. Si toda la inversión fuese a medio y largo plazo, sería difícil encontrar contrapartida en cada momento. Por tanto, la especulación incrementa la actividad bursátil y favorece la oferta y demanda de valores negociables.

7ª) La uniformidad y tipificación de las operaciones permite simplificarlas y agilizarlas, a fin de que el mercado funcione con mayor eficacia y rapidez.

Todas estas condiciones definen el mercado eficiente. Su mayor o menor cumplimiento permite distinguir distintos niveles de eficiencia: «débil», «intermedia» y «fuerte».

## 1.6. ¿Qué activos se negocian en bolsa?

La bolsa es un gran supermercado para el ahorro y las «mercancías» objeto de contratación son muy variadas: desde valores de renta fija –obligaciones, bonos, letras, pagarés, deuda pública– a valores de renta variable –acciones– y valores mixtos –las obligaciones convertibles, los derechos de suscripción y las participaciones en fondos de inversión–. En ese gran supermercado de los productos financieros hay artículos rebajados –valores que tienen un precio por debajo de su valor real de mercado–, gangas –valores o instrumentos financieros cuyo potencial de crecimiento bursátil es muy elevado–, también productos caros –los valores o instrumentos que tienen un precio muy por encima de su valor real de mercado– y artículos invendibles –los valores con poca negociación o con un valor intrínseco muy bajo–. Quien acude a este supermercado bursátil deberá valorar ampliamente los productos que selecciona en función de sus objetivos de compra e inversión.

Entre los objetos de negociación bursátil, hay que distinguir:

A) Valores privados emitidos por empresas y personas jurídicas que se rigen por normas de derecho privado. Entre ellos, hay que destacar:

a) Acciones: es el típico objeto de contratación en bolsa, hasta el punto que se identifica el mercado de acciones con el mercado bursátil. La mayor parte de las estadísticas bursátiles están referidas a este mercado. Las acciones son partes alícuotas del capital de una sociedad anónima que confieren a su titular una serie de derechos: el de dividendo, el de voto, el de suscripción preferente en caso de ampliación de capital y el de participar en el reparto del patrimonio social en caso de liquidación. Se denominan valores de renta variable porque el dividendo o renta que producen corresponde a la fracción de los beneficios distribuidos por la sociedad que ha emitido las acciones. Estos beneficios varían según los resultados de la empresa cada año. Por eso son rentas variables: unos años pueden subir, otros bajar e incluso se puede incurrir en pérdidas, lo que obligará a no repartir dividendos a los accionistas. Hay incluso empresas que no distribuyen dividendos con la justificación de necesitar los fondos a repartir para financiar operaciones de crecimiento (por ejemplo, la compra de otras empresas o inversiones en infraestructuras). Las acciones se denominan también inversión de riesgo porque el inversor asume el riesgo de la marcha empresarial y de los datos económicos que cada año presente la empresa emisora de las acciones.

b) Obligaciones: Son partes alícuotas de un empréstito contraído por una sociedad mercantil y que confieren un derecho patrimonial único referente al pago de capital e intereses. Se les denominan también valores de renta fija porque, en sus modalidades de interés fijo, se puede determinar exactamente la renta que percibe el titular en los periodos establecidos en la emisión. Pueden subdividirse en:

- Simples o con garantía especial: por ejemplo, las obligaciones o cédulas hipotecarias.

- Sin prima o con prima, según se pague al obligacionista una prima o no.

- A interés fijo o a interés variable: en el segundo caso, la renta es variable en función de unos índices de referencia establecidos en el contrato de emisión.

- Con participación o no en los beneficios de la sociedad. En el caso de obligaciones participativas, la renta tiene un componente incierto, el de los beneficios que genere cada año la empresa emisora.

– Con interés pagadero periódicamente, trimestral, semestral o anualmente, o con cupón cero, cuando el inversor recibe los intereses acumulados al final del periodo de amortización de los valores.

c) Bonos: son emitidos a un plazo más corto que las obligaciones. Las modalidades son similares a las de las obligaciones.

d) Letras y pagarés: son valores emitidos por empresas privadas con el objeto de captar fondos para su financiación a corto plazo. Confieren a su titular la condición de acreedor a corto plazo –normalmente de seis meses a un año– de la empresa emisora de las letras o pagarés, que se obligará a reembolsar, al adquirente de los mismos, el importe del capital más los intereses pactados.

e) Obligaciones y bonos convertibles: otorgan a sus tenedores, además del interés pactado en la emisión, el derecho a convertir, en las fechas previamente determinadas y con los precios de conversión establecidos, sus valores en acciones. Esto permite que el inversor transforme su posición de acreedor-obligacionista o bonista en otra de socio-accionista. La convertibilidad consiste en la facultad, por parte del titular o comprador del activo, de optar por la transformación de dicho producto en otra clase de valor, de acuerdo con unas condiciones especificadas previamente por el emisor. Este tipo de valores han sido muy empleados por las entidades financieras españolas para mejorar sus ratios de capital durante los años de la crisis.

La existencia de diferentes clases de acciones y obligaciones permite definir un número amplio de tipos de conversión, como, por ejemplo, acciones ordinarias convertibles en acciones privilegiadas, acciones sin voto convertibles en acciones con voto, obligaciones de una clase o plazo convertibles en obligaciones de otra clase o plazo, obligaciones convertibles contingentes (también conocidos como CoCo's, se transforman en otro activo en función de una serie de circunstancias definidas en el folleto) etc. Sin embargo, entre todas las combinaciones posibles, la forma de conversión más conocida o utilizada es la conversión de obligaciones en acciones. Son aquellas en las que el titular tiene la facultad de convertir dicho título en acciones de la sociedad emisora, bajo unas condiciones de plazo y precio, especificadas por el emisor en la escritura de emisión.

Desde el punto de vista del emisor, las obligaciones convertibles han sido utilizadas tradicionalmente por las empresas como instrumento financiero sustitutivo de las ampliaciones de capital, ya que ofrecen algunas ventajas frente a la emisión de deuda ordinaria. Entre otras, el emisor ofrece normalmente un tipo de interés o rentabilidad inferior frente a terceros. Además, en el caso de obligaciones convertibles en acciones, permiten realizar ampliaciones de capital en el momento de la conversión. Desde el punto de vista del inversor, la adquisición de obligaciones convertibles combina dos atractivos: la seguridad de la inversión en renta fija (es un activo que proporciona un flujo de rentas a una tasa de interés conocida previamente), con el potencial de revalorización del precio de la acción. Esta última característica puede, además, ser materializada por parte del titular del bono a través de la venta del mismo en el mercado secundario, sin tener que acceder a la conversión. No obstante, se corre el riesgo de que la rentabilidad del bono haya perdido su atractivo con respecto a otros activos de renta fija. Además, existen emisiones de bonos obligatoriamente convertibles, que pasan a ser acciones a vencimiento, aunque su titular no lo desee. En este caso, el riesgo que asume el inversor es el de mercado. Si los títulos están a un precio demasiado bajo, se podría incurrir en pérdidas. Hay varios tipos de obligaciones convertibles. Quien esté interesado en invertir en productos de este tipo, debe informarse bien de su funcionamiento y tipología antes de colocar su dinero en ellos. Se trata de productos complejos que han traído muchos quebraderos de cabeza a muchos ahorradores en tiempos de crisis, además de sentencias judiciales por su mala comercialización por parte de algunas entidades financieras.

f) Derechos de suscripción: valores que materializan el derecho a suscribir acciones de una nueva emisión. El titular de acciones puede optar entre vender su derecho de suscripción de nuevas acciones, que tienen su valor teórico y bursátil, o proceder con dichos derechos de suscripción a suscribir las nuevas acciones en las condiciones que se establecen en la ampliación de capital anunciada.

g) Participaciones de fondos de inversión: Valores negociables en bolsa y fuera de ella, que legitiman a sus titulares para el ejercicio

de los derechos inherentes a su condición de partícipes del fondo. Se materializan en forma de certificados que son nominativos.

h) Bonos de suscripción: son valores que permiten suscribir acciones nuevas durante un cierto periodo y a un precio determinado con anterioridad. Estos bonos van unidos, en ocasiones, a determinadas emisiones de acciones u obligaciones como un aliciente más para el suscriptor de las mismas. Tienen su propio mercado separado del de la obligación o acción, al que están unidos inicialmente.

i) «Warrants»: son opciones financieras que cotizan en el mercado. Su poseedor tiene el derecho a comprar («call warrant») o vender («put warrant») un determinado activo subyacente a un precio fijado de antemano en una fecha determinada. Su coste se denomina prima y se expresa en euros. Su mayor ventaja es el llamado efecto apalancamiento, es decir, invertir a crédito. El inversor se endeuda para adquirir un mayor volumen de activos y así multiplicar la ganancia. No obstante, si la operación sale mal, las pérdidas también se multiplican. Por ello, los «warrants» pueden ofrecer mayor rentabilidad con una menor inversión, aunque también un mayor riesgo (existe el peligro de perder la totalidad de lo invertido).

j) Cédulas, bonos y participaciones hipotecarias son valores de renta fija con garantía hipotecaria.

k) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

B) Valores públicos: son los valores emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas, otras Corporaciones de Derecho Público y los Organismos Internacionales de los que España sea miembro. Su importancia es creciente, pues su objeto es financiar los déficits de las Administraciones Públicas. De ellos conviene destacar lo siguiente:

– Que la Deuda Pública o Fondos Públicos son valores emitidos por el Estado o Corporaciones Públicas y que confieren a su titular la condición de acreedor del Estado o de la Corporación Pública

emisora. El titular adquiere el derecho a la restitución del capital nominal invertido y a los intereses pactados en la emisión de la deuda. La ventaja de la Deuda Pública deviene de la propia garantía del Tesoro Público, que la hace más atractiva desde la perspectiva de la seguridad frente a las emisiones privadas (a cambio, suelen ofrecer una menor rentabilidad que los activos emitidos por las empresas). Tradicionalmente, la deuda pública se ha considerado siempre uno de los activos más seguros del universo financiero. Sin embargo, la crisis de la deuda europea ha demostrado que las emisiones de renta fija pública no están exentas de peligro. Prueba de ello son las grandes fluctuaciones en el mercado secundario del precio de los títulos de deuda de los países de la periferia europea. Algunos fondos de renta fija pública, una categoría que normalmente se considera segura, han llegado a registrar pérdidas del 20 por ciento en un año. Resulta llamativo que en 2011 se alcanzase un nuevo récord en volúmenes negociados en deuda pública, al superar los 6,8 billones de euros en operaciones de compraventa simple al contado.

Desde el 1 de enero de 1999, todos los valores emitidos por el Estado tienen un nominal de 1.000 euros y son contratables a partir de esta cantidad. Por tanto, esta medida unifica el valor nominal de los Bonos, Letras y Obligaciones. Existen, al igual que en las obligaciones, varias modalidades de emisión, pero, en estos momentos, en nuestro país podemos concretar que la Deuda Pública interior al alcance del inversor privado tiene estas tres formas:

- Letras del Tesoro: documentos que incorporan una promesa de pago a corto plazo por parte del Estado. Se emiten al descuento (modalidad de emisión propia de los valores que no tienen cupones periódicos), su precio de adquisición (interés) se determina en subasta, carecen de retención fiscal, pero los rendimientos generados en su transmisión o amortización están sometidos a la tributación de las rentas de capital. Sus vencimientos pueden ser a tres, seis, 12 ó 18 meses.

- Bonos del Estado: valores emitidos con vencimientos a dos, tres y cinco años, con valor nominal de 1.000 euros. Se emiten mediante subasta competitiva, que es un procedimiento de emisión en el que los inversores presentan sus peticiones al emisor, en las que se refle-

jan los precios que están dispuestos a pagar por los valores. El emisor decide el precio mínimo que acepta recibir, rechazando todas las peticiones a precios inferiores a éste. Los valores son, en consecuencia, adjudicados al mejor o mejores postores.

– Obligaciones del Estado: la deuda del Estado con plazo de vida superior a cinco años (normalmente 10, 15 y 30 años), con valor nominal de 1.000 euros y cuyo interés viene fijado en la propia emisión, aunque para su determinación se acude a subasta competitiva.

Existen también, como ya se ha dicho, emisiones de valores de otras instituciones públicas como ayuntamientos, comunidades autónomas, empresas públicas, etc.

Como puede observarse, el ahorrador que acude al mercado bursátil puede llenar su cesta con productos muy diversificados y para todos los gustos, en donde los condicionantes de liquidez, rentabilidad, plazo, riesgo, etc. pueden ir combinándose según los criterios personales de cada uno. Habría que añadir, además, los mercados organizados de futuros y opciones sobre productos bursátiles y productos estructurados de renta variable (bonos indicados, permutas financieras, fondos garantizados, etc.) para completar el muestrario de «mercancías» bursátiles ofrecida al inversor particular. de «mercancías» bursátiles ofrecida al inversor particular.





---

## ¿Cómo funciona la bolsa española

- 2.1. ¿Cómo nació la bolsa española?
- 2.2. ¿Cuál es la organización del mercado bursátil?
- 2.3. ¿Qué otros mercados organizados existen en España?
- 2.4. ¿Qué sistemas de contratación existen en las bolsas españolas?
- 2.5. ¿Cuál es el sistema para controlar la fluctuación de los valores?
- 2.6. ¿Cómo se liquidan las operaciones bursátiles?
- 2.7. ¿Cómo se determina el precio en las compraventas de bolsa?
- 2.8. ¿Qué papel desempeña la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)?
- 2.9. ¿Qué recomendaciones realiza la CNMV al inversor?
- 2.10. ¿Con qué normativa se rige la bolsa?



## 2 ¿Cómo funciona la bolsa española?

### 2.1. ¿Cómo nació la bolsa española?

El origen de las bolsas españolas son las antiguas Lonjas de Contratación de Valencia, Barcelona y Palma de Mallorca, entre otras, que sirvieron como centros de reunión permanente de compradores y vendedores de mercaderías. Los mediadores en el mercado de valores y mercaderías tradicionales fueron los Corredores de Comercio, que actuaban también como fedatarios públicos en la contratación mercantil y cuyo origen se remonta al siglo XIII.

La primera bolsa creada en España fue la de Madrid, en el año 1809 y consolidada en 1831. La creación de las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia fue posterior y como consecuencia de la existencia ya en el siglo pasado de Bolsines de Valores en estas ciudades, que tenían gran actividad y que fue preciso elevar a condición de bolsas, para regularlos oficialmente. A inicios del siglo XVIII, se contrataron los primeros valores mobiliarios, emitidos por la Real Compañía de San Fernando de Sevilla, la Real Compañía de Comercio de Barcelona, la Compañía para el Comercio del Cacao con Caracas, etc. Sin olvidar los valores emitidos por el Gobierno, en forma de «vales reales», que se convirtieron posteriormente en Deuda Pública.

### 2.2. ¿Cuál es la organización del mercado bursátil?

2.a) La Ley del Mercado de Valores, que es la normativa que rige la actividad bursátil, reconoce como mercados secundarios oficiales a las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao. Cada una está regida y administrada por una sociedad anónima, responsable de su organización y funcionamiento interno. Sus accionistas son los miembros de las correspondientes bolsas. Es decir, las sociedades y agencias de valores, así como las entidades de crédito.

Junto a estos cuatro centros de contratación individualizados, existe el denominado Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) de ámbito estatal, integrado a través de una red informática, en donde se negocian los principales valores admitidos a negociación en un Mercado Continuo. La dirección y administración de dicho sistema corresponde a otra sociedad anónima, la Sociedad de

Bolsas, constituida por las Sociedades Rectoras de las cuatro Bolsas. El SIBE fue desarrollado por la Bolsa de Madrid. Comenzó a funcionar en septiembre de 1995, con 50 valores, y empezó a ser totalmente operativo a partir de noviembre de ese mismo año, al incorporarse el resto de valores del mercado continuo. El SIBE sustituyó al viejo sistema de contratación CATS (Computer Asisted Trading System o Sistema de Contratación Asistido por Ordenador), que comenzó su andadura en 1988.

Para compensar y liquidar las operaciones se creó otra sociedad anónima: el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), que tras su fusión con la Central de Anotaciones del Banco de España, ha pasado a denominarse Iberclear. Sus funciones son la compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en las bolsas y el registro contable de los valores negociables por anotaciones en cuenta. Todas estas sociedades pertenecen actualmente a Bolsas y Mercados Españoles (BME), una compañía que cotiza en bolsa desde 2006, y que, como ya se ha mencionado anteriormente, disfrutó de monopolio en sus funciones hasta 2008. Actualmente, la directiva europea de mercados e instrumentos financieros (MiFID), permite a otras plataformas de negociación bursátil, como Turquoise, funcionar en el mercado español como alternativa a la gestión de BME. El objetivo final es incrementar la competencia en el sector para reducir las comisiones de negociación en los mercados. No obstante, BME mantiene su liderazgo indiscutible en este nicho en España, pero en Alemania, por ejemplo, la plataforma Chi-X cuenta con cerca del 20 por ciento de la negociación del DAX.

Finalmente, los intermediarios del mercado son las sociedades y agencias de valores miembros de la bolsa. Están sometidas a un régimen de garantías, fianzas y cautelas que impide, por ejemplo, que las agencias operen por cuenta propia, aseguren emisiones o den créditos relacionados con los valores. Estas sociedades y agencias, además de los requisitos que contiene su normativa, deben convertirse en accionistas de una bolsa para poder operar directamente en ella.

2.b) Unificación de mercados. Las sociedades rectoras de las cuatro bolsas españolas, los mercados de renta fija AIAF y SENAF, el de futuros financieros MEFF y los servicios de liquidación se han

integrado en la misma sociedad «holding» BME. Con ella se materializó el protocolo de intenciones firmado el 20 de junio de 2001. Este «holding» engloba las diferentes actividades de los mercados españoles, desde la negociación hasta la liquidación.

### **2.3. ¿Qué otros mercados organizados existen en España?**

3.a) Mercados organizados. En España conviene diferenciar la bolsa de otros mercados organizados:

1) El mercado de deuda pública por anotaciones en cuenta: es un mercado que funciona a través del Banco de España y cuyo objeto de contratación exclusivo son los fondos públicos, en sus diversas modalidades y plazos, cuyo sistema de representación son las anotaciones en cuenta. Es un mercado informático cuyos intermediarios autorizados son las entidades gestoras que compran y venden valores públicos por cuenta de sus clientes. Pueden realizarse operaciones al contado, con pacto de recompra y a plazo. La bolsa tiene también un mercado de Deuda Pública anotada distinto de éste, que opera con un sistema de contratación electrónico, el SENAF (véase página 34). El mercado AIAF de renta fija es el mercado creado por la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF) en el que tiene lugar la emisión y contratación de valores y activos de renta fija de empresas y entidades privadas. Es un mercado secundario de valores de renta fija organizado de carácter oficial. Está compuesto por un total de 81 miembros entre los que se encuentran los principales bancos, cajas de ahorro, sociedades y agencias de valores.

2) El mercado hipotecario: fue creado en 1981 para la compra-venta de títulos hipotecarios (cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios y participaciones hipotecarias). Participan en este mercado las entidades financieras y las sociedades de crédito hipotecario. Para asegurar la liquidez de los títulos existen los fondos de regulación del mercado, que actúan ofreciendo contrapartidas.

3) El MAB: Se creó en 2005 como sistema de financiación de las SICAVs. Después se fue ampliando a entidades de capital riesgo, PYMEs, sociedades de inversión libre y empresas en expansión. En el verano de 2008, Zinkia, una productora de contenidos audiovisuales

infantiles, fue la primera compañía en cotizar en este mercado. Con él se pretende facilitar el acceso a la financiación a pequeñas y medianas empresas con un consistente plan de expansión, que por su dimensión no podrían acudir al primer mercado o bolsa. Como requisito básico, el MAB exige colocar en el mercado un mínimo de dos millones de euros del capital de la compañía en bolsa. Dado el poco volumen de negocio de estos valores, la contratación de sus títulos se suele realizar a través de un sistema de fijación de precios conocido como «fixing». La oferta y demanda se confrontan en dos momentos del día (a las 12.00 y a las 16.00) para determinar al precio de cada título. No obstante, la Comisión de Supervisión del Mercado puede decidir que alguno de los valores pueda tener un periodo de mercado abierto, si su liquidez y difusión lo permiten. Debido al poco éxito de su predecesor, el Segundo Mercado, Gobierno y autonomías están poniendo en marcha incentivos fiscales y ayudas para que las empresas se animen a cotizar en el MAB, así como para atraer capital de inversores. Sin embargo, un buen número de expertos considera que todavía hay mucho camino por recorrer para alcanzar el grado de desarrollo de sus homólogos en el extranjero como el Alternext, de Francia, o el AIM británico, donde cotizan en torno a 1.100 compañías. En abril de 2012, en el MAB fluctuaban los títulos de 21 empresas.

4) El mercado de productos derivados: en 1992 se concede a MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros, SA) la condición de mercado secundario oficial de futuros y opciones. MEFF Renta Fija se encarga de la contratación de derivados sobre activos de renta fija. MEFF Renta Variable realiza el mismo cometido con los derivados sobre activos de renta variable. Actualmente, ambos están fusionados en una única sociedad. Es un mercado oficial y, por lo tanto, está totalmente regulado, controlado y supervisado por las autoridades económicas (Comisión Nacional del Mercado de Valores y Ministerio de Economía). MEFF también ofrece servicios de contrapartida central para repos sobre deuda soberana española y desde el 21 de marzo de 2011 desarrolla un nuevo grupo en la cámara de contrapartida para derivados sobre energía. Cualquier persona, física o jurídica, española o extranjera, puede ser cliente y operar en MEFF, realizando compras y ventas de futuros y opciones. El pro-

cedimiento es sencillo. Basta con la simple apertura de una cuenta corriente con un intermediario financiero.

Un contrato de futuros es un acuerdo, negociado en una bolsa o mercado organizado, que obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número de bienes o valores (activo subyacente) en una fecha futura, pero con un precio establecido de antemano. Quien compra contratos de futuros, adopta una posición «larga», por lo que tiene el derecho a recibir en la fecha de vencimiento del contrato el activo subyacente objeto de la negociación.

Asimismo, quien vende contratos adopta una posición «corta» ante el mercado, por lo que al llegar la fecha de vencimiento del contrato deberá entregar el correspondiente activo subyacente, recibiendo a cambio la cantidad correspondiente, acordada en la fecha de negociación del contrato de futuros. El inversor puede comprar o vender futuros sobre tipos de interés (Bono Nacional de deuda pública a diez años), y sobre el Ibex-35. También existen los futuros Mini sobre el Ibex-35 y los futuros sobre acciones españolas. Desde finales del año 2001, el inversor puede contratar en MEFV dos tipos de contratos diferentes sobre el índice Ibex-35: el clásico, con un multiplicador de 10 euros, y el nuevo, de multiplicador de un euro. Si el indicador cotiza a 12.000 puntos, el valor nominal del contrato Mini es de 12.000 euros, mientras que el contrato «grande» sería de  $12.000 \times 10 = 120.000$  euros. Además de la diferencia en el multiplicador, el «tick» mínimo del Mini es de 5 puntos (es decir, 5 euros) y, por tanto, varía con las cotizaciones que terminan en «0» o en «5» (12.005, 12.010, 12.015,...). El «tick» del contrato grande sigue siendo de 1 punto (10 euros).

Una opción es un contrato entre dos partes, por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio y en un momento futuro. La decisión de ejecutarlo o no es derecho de una de las partes que lo adquirió mediante el pago a la otra de una prima. Estos contratos se negocian en un mercado organizado cuya rectora los registra, compensa y liquida actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el comprador. Actualmente, se negocian en España opciones

sobre el futuro Mini Ibex-35 y opciones sobre acciones. Todas las opciones sobre el Ibex-35 tendrán un multiplicador de 1 euro. Por tanto, el precio efectivo en euros de una opción será igual a la prima cotizada multiplicada por 1 euro. En el caso de las opciones sobre acciones, el nominal es de 100 acciones por contrato. Es decir, el precio de un contrato de opciones sobre acciones con una prima, por ejemplo, de 1,5 euros será:  $100 \times 1,5 = 150$  euros.

5) El SENAF: El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros es la plataforma electrónica de negociación mayorista de BME para deuda pública española, tanto al contado como en repos y algunos activos registrados en AIAF. Como se ha dicho anteriormente, su estatus jurídico es el de Sistema Multilateral de Negociación (SMN) y su funcionamiento está supervisado por la sociedad rectora del mercado AIAF de Renta Fija.

6) El SEND: Bolsas y Mercados Españoles puso en marcha el 10 de mayo de 2010 el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda. Se trata de la primera plataforma para la negociación de activos de renta fija destinada a inversores minoristas. En él cotizan varios tipos de emisiones privadas: como participaciones preferentes, bonos, obligaciones simples, subordinadas y con bonificación fiscal, cédulas y pagarés con vencimiento superior a seis meses. El objetivo principal de este sistema es dotar de dinamismo, transparencia y liquidez a la negociación de activos de renta fija

## **2.4. ¿Qué sistemas de contratación existen en las bolsas españolas?**

1) Hasta 2009, la tradicional contratación de viva voz convivía con el sistema electrónico. Hasta ese mismo año se mantuvieron los históricos corros de bolsa, pero el escaso volumen negociado en ellos provocó su desaparición. Los pequeños valores que se intercambiaban a través de este sistema pasaron a cotizar en los llamados corros electrónicos. Los inversores pueden contratar en este mercado de lunes a viernes entre las 8:30 y las 16:00, en la modalidad «fixing» (los precios se fijan en dos momentos del día: a las 12:00 y a las 16:00). No obstante, conviene señalar que la contratación de viva voz fue el sistema tradicional de inversión en bolsa hasta la

implantación en 1989 de los sistemas de contratación informáticos. Consistía en una subasta abierta entre los distintos miembros del mercado, en corro para los distintos valores, y con horario limitado para cada sector de valores. La confrontación de las distintas posturas de oferta y demanda de valores manifestadas públicamente da origen al cambio o cotización cuando se produce el acuerdo. Este sistema se empleaba en los recintos de las cuatro bolsas españolas. Actualmente, la bolsa, como espacio físico en el que se reúnen compradores y vendedores, ha desaparecido en España. Es un mercado único para cada valor contratado, con la fijación de un precio único en un instante determinado por la confluencia de todas las ofertas y demandas sobre dicho valor en un solo punto de contratación.

El Mercado Continuo es un mercado informatizado, continuo y único para los valores incluidos en este sistema. A diferencia del mercado de viva voz, los miembros del mercado –sociedades y agencias de valores– no están físicamente presentes en el acto de contratación. Es una «contratación entre ausentes», conectada por medio de una red de ordenadores dispersos geográficamente, en donde se introducen las órdenes de compra y de venta. Por confrontación informática de las ofertas y demandas de valores surge el precio o cotización. El Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) es la plataforma tecnológica de la contratación electrónica en el mercado bursátil de nuestro país, al interconectar las cuatro bolsas existentes en España (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) y crear un único mercado integrado, con la determinación temporal de un precio único para cada valor admitido en este sistema de contratación. El Continuo es un mercado dirigido por órdenes, con información en tiempo real a través de las pantallas informáticas y difusión automática de la información sobre la contratación que se efectúe. Por ello, la transparencia del mercado está garantizada por todos aquellos que intervienen en el mismo. Este mercado permite a las cuatro bolsas españolas dirigir órdenes recibidas a través de terminales informáticos a un ordenador central. Estas órdenes se clasifican según criterios de precios y hora de introducción en el sistema. Si existe contrapartida, la orden permanece a la espera de ser ejecutada.

2) Horarios de contratación. Tras una subasta de apertura de media hora, que comienza a las ocho y media, la negociación informática asistida por ordenador comienza a las nueve de la mañana y finaliza a las cinco y media de la tarde, lo cual permite incrementar la agilidad del mercado y aumentar su transparencia. Se pueden introducir órdenes sobre cualquier valor en cualquier momento, desde la preapertura al cierre del mercado. Durante este periodo de ocho horas y media se cruzan operaciones continuamente. La sesión finaliza con una subasta de cinco minutos, entre las 17:30 y las 17:35 horas y con un cierre aleatorio de 30 segundos. Desde el 21 de mayo de 2012, el horario de negociación de los contratos de futuros sobre el Ibex 35 se ha ampliado y se extiende desde las 9:00 hasta las 20:00 horas. El resto de los derivados que se negocian en el mercado MEFF mantienen el horario habitual de 9:00 a 17:35. El objetivo es permitir la negociación de los futuros sobre el Ibex durante las horas posteriores al cierre de la bolsa española, mientras están abiertas otras bolsas internacionales, especialmente, la de Nueva York.

3) Nuevas modalidades de contratación. Desde 1998 se han añadido dos nuevas modalidades de contratación dentro del mercado continuo bursátil:

a) El «fixing», que se refiere a la fijación de precios sólo dos veces al día –a las 12:00 y a las 16:00– en lugar de en toda la sesión, y cuyo objeto de contratación son valores de empresas que no tienen mucha liquidez o volumen de contratación. Con la agrupación de la contratación en momentos puntuales, estos valores permiten una mejor determinación de su precio bursátil, al confluir temporalmente en el mercado todas las ofertas y demandas sobre dichos valores, que antes se dispersaban a lo largo de todo el horario del mercado continuo.

b) El mercado de bloques de acciones es un mercado diseñado para la negociación de operaciones de elevado volumen. Es una modalidad en la que las órdenes de compra o venta se casan a través de la introducción de precios y no de órdenes. Está dirigido a los inversores institucionales (los minoristas no pueden participar) que operan con grandes paquetes de títulos que no han encontrado contrapartida en el mercado o que se cruzan a cambio convenido entre

las partes fuera del mercado. La difusión informativa del mercado en tiempo real, a través de redifusores, permite que los inversores en este mercado conozcan al instante las posiciones compradoras y vendedoras que están introducidas en el mismo, lo que lo hace un mercado transparente desde el punto de vista informativo. Dentro del mercado de bloques hay dos modalidades: bloques convenidos y bloques por precios. El primero se utiliza para comunicar bloques previamente casados, y el segundo se usa para negociar y comunicar bloques de acciones con una variación de precios del 15 por ciento respecto al precio de referencia.

c) El mercado de operaciones especiales permite realizar operaciones fuera del horario de contratación, desde el cierre del mercado (17:35 horas) y hasta las 20:00 horas de la tarde.

## **2.5. ¿Cuál es el sistema para controlar la fluctuación de los valores?**

La contratación en el Mercado Continuo es en régimen de mercado, y permite una serie de oscilaciones de precios en función de su índice y cotización. Para las compañías del Ibex cuya cotización esté por encima de los 10 euros, el salto mínimo será de 0,005 euros, mientras que para las que coticen por debajo de esta cantidad será de 0,001 euros. Para las que estén fuera del Ibex, el salto mínimo será de 0,01 euros, si sus títulos valen más de 10 euros, mientras que las que estén entre uno y diez euros, el cambio mínimo será de 0,005 euros. Por último, las que coticen por debajo del euro, tendrán fluctuaciones de un mínimo de 0,001 euros.

En 2008, BME decidió que los valores de la bolsa española cotizaran con cuatro decimales debido a las fuertes caídas que se sufrieron con motivo de la crisis financiera. De momento, lo hacen con tres, pero está prevista la inclusión de un cuarto decimal en el futuro. Con ello, se pretende facilitar la contratación de aquellos valores cuya cotización se mueve por debajo del euro.

Por otro lado, el cambio introducido por la Sociedad de Bolsas el 14 de mayo del 2001 para controlar las fluctuaciones diarias de los valores fue decisivo. Hasta entonces, el límite de variación máxima permitida reglamentariamente en la cotización de un valor en una

sola sesión era del 15 por ciento (excepto en los valores del extinto Nuevo Mercado, donde podían oscilar hasta un 25 por ciento).

Con el nuevo sistema, cada valor tiene un límite de fluctuación diferente que dependerá, en gran medida, de su volatilidad histórica (pasada). Es decir, de su cambiante comportamiento en los últimos tiempos. El límite de cada título se establece a través de dos rangos diferentes, el estático y el dinámico, que son revisados mensualmente por la Sociedad de Bolsas. Estos rangos también podrán ser modificados excepcionalmente por la CNMV.

1) El rango estático hace referencia a la variación máxima que puede tener un valor respecto al precio de apertura. Los rangos oscilan del 4 al 8 por ciento. Para las empresas del Latibex (el mercado de valores latinoamericanos en euros) es del 8 por ciento. Cuando los valores alcanzan estos límites de fluctuación, se suspenden las operaciones de compra/ venta y comienza un periodo de subasta donde se obtiene un nuevo precio, que pasa a ser el de referencia. Si el valor volviera a superar el nuevo límite se iniciaría una nueva subasta, y así sucesivamente. En las subastas se introducen, modifican y cancelan órdenes pero no se cruzan operaciones, mientras que en la negociación continua sí se realizan negociaciones. El sistema de negociación no permitirá la entrada de órdenes limitadas de compra por encima del precio estático más el rango estático ni de las órdenes de venta por debajo del precio estático menos el rango estático.

2) El rango dinámico está directamente relacionado con el precio dinámico, es decir, el último negociado de un valor después de la ejecución de cada orden. Dentro de una misma sesión, el nuevo precio fijado mediante la subasta o en la mera negociación en el mercado abierto no puede superar al anterior en un porcentaje superior al rango dinámico. El objetivo de este rango es que no se abran brechas importantes entre precios, para proteger al inversor. Este último rango es inferior al estático y se calcula analizando la volatilidad de las variaciones de precios del valor de las últimas sesiones. Los rangos dinámicos oscilan entre el 1 y el 8 por ciento. En caso de ruptura de este rango también se realiza una subasta de volatilidad. Los rangos dinámicos solamente van a actuar durante el mercado abierto y en la subasta de cierre. Por lo tanto, no se activarán en

la subasta de apertura ni en las subastas de volatilidad. Cuando en un valor se vaya a producir una negociación al precio límite o fuera del rango dinámico, el valor se pondrá automáticamente en subasta de volatilidad durante cinco minutos. El precio resultante de esta subasta pasará a ser el nuevo precio estático. Es cierto que con este sistema las fluctuaciones diarias de los valores son más lentas y complejas, pero no tienen límites ni de bajada ni de subida.

En el mercado informatizado, la desproporción de las partidas (de compra o de venta) puede obligar a retrasar el horario normal de «apertura» del valor, que incluso puede quedarse sin cotizar. En algunos casos especiales, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) puede llegar a suspender la cotización de algunas empresas. Esto ocurre cuando la empresa anuncia o prepara medidas que pueden afectar a su cotización, como una adquisición, una fusión, una OPA (Oferta Pública de Adquisición de Acciones) u otro tipo de informaciones.

## **2.6. ¿Cómo se liquidan las operaciones bursátiles?**

Iberclear es el depositario central de valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en AIAF Mercado de Renta Fija, así como en el Latibex. Sus principales funciones son:

a) Llevar el registro contable correspondiente a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las Bolsas de Valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo soliciten.

b) Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivados de las operaciones ordinarias realizadas en las Bolsas de Valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios.

c) Prestar servicios técnicos y operativos directamente relacionados con los de registro, compensación y liquidación de valores, y cualesquiera otros requeridos para que Iberclear colabore y coordine sus

actuaciones con otros ámbitos y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y pueda participar en estos últimos.

El SCLV (Servicio de Compensación y Liquidación de Valores) abonará los valores y practicará el correspondiente adeudo en las cuentas de las correspondientes entidades adheridas al Sistema de Compensación y Liquidación. Las entidades adheridas abonarán los valores en las cuentas de los adquirientes y harán el adeudo en las cuentas de los transmitentes.

El futuro de la compensación y liquidación de valores pasa por la integración en el plano internacional. El Parlamento Europeo aboga por que sea el propio mercado el que defina el modelo preferido en este sector. Del mismo modo, urge a la Comisión Europea a que se preserve la competencia de una forma proactiva y se impulsa el desmantelamiento de las denominadas 15 «Barreras de Giovannini», que dificultan la eficacia del servicio de liquidación y compensación de valores a nivel europeo. Asimismo, desde la Comisión Europea, en el grupo de trabajo de alto nivel denominado CESAME, en el cual participa Iberclear, se ha trabajado con fuerza para acabar con estas barreras y mejorar la integración financiera europea. Ya se han dado grandes pasos en este sentido y se ha creado el CESAME II para seguir con los avances.

## **2.7. ¿Cómo se determina el precio en las compraventas de bolsa?**

La determinación del cambio, precio o cotización de los valores se realiza en régimen de mercado, mediante la confrontación de ofertas y demandas de los valores objeto de transacción. Sin embargo, en la determinación de ese precio entran variables que no se tienen en cuenta en los mercados de productos, como el riesgo, la incertidumbre y las expectativas de valor a futuro. Todo ello provoca que las oscilaciones de precios sean más intensas y frecuentes en el mercado bursátil que en los mercados de bienes.

## **2.8. ¿Qué papel desempeña la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)?**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) actúa como órgano de vigilancia y control. Tiene encomendadas las fun-

ciones de supervisión e inspección de los mercados y de la actividad de cuantas personas se relacionan en la negociación en las bolsas. Ejerce su potestad sancionadora en caso de incumplimiento de las normas del mercado.

La Comisión Nacional debe velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección a los inversores. Debe promover la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de estos fines. Autoriza la admisión de valores a cotización y la creación y control de los intermediarios bursátiles y sus representantes.

La Comisión puede dictar disposiciones en forma de circulares que son de obligado cumplimiento por los miembros del mercado. La CNMV está regida por un Consejo y como órgano de asesoramiento cuenta con el Comité Consultivo, cuyo número de miembros se ha elevado recientemente a 17.

## **2.9. ¿Qué recomendaciones realiza la CNMV al inversor?**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su función tutora del mercado y de sus intervinientes, ha elaborado un decálogo de precauciones para invertir, cuyo contenido es el siguiente:

1. Tome sus decisiones de inversión siempre basándose en los hechos y no en rumores o confidencias. Recuerde que es ilegal comprar o vender valores con información privilegiada que no está al alcance de otros inversores.

2. Posponga la decisión de invertir en valores ofertados por internet, por teléfono o en una «visita inesperada» hasta que disponga de toda la información por escrito y se haya asegurado de que quien se los ofrece representa a una entidad debidamente registrada.

3. Tenga en cuenta que en las inversiones usted compromete su ahorro. Tome precauciones ante los vendedores que intentan presionarle para actuar inmediatamente o le prometan rápidos beneficios.

4. Pida y revise las credenciales de las personas y entidades que no conozca e intenten venderle valores; tenga en cuenta que sólo están habilitadas para efectuar este tipo de operaciones las que están debidamente registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

5. Examine cuidadosamente los consejos o juicios de valor que le puedan transmitir terceras personas, solicite a su intermediario la información oficial registrada en la CNMV (folleto informativo), y no tome su decisión hasta que no conozca las características del producto financiero objeto de su inversión.

6. Recuerde que éxitos anteriores no son garantía de futuros éxitos en una inversión.

7. Sea especialmente cuidadoso con las inversiones en valores que ofrecen rentabilidades superiores a las del mercado o cuyo supuesto rendimiento se base en que están exentas de impuestos o cuentan con alguna ventaja fiscal.

8. Asegúrese de conocer los riesgos de pérdidas en sus operaciones con valores, sin olvidar que a mayores expectativas de grandes y rápidas ganancias suelen corresponder mayores riesgos.

9. Recuerde que la especulación es una apuesta que sólo es adecuada para aquellos que entienden y pueden controlar los riesgos.

10. Sepa que sus relaciones con la entidad que le ofrece servicios de inversión deben formalizarse en un documento contractual. Infórmese sobre las comisiones y gastos aplicables a sus operaciones solicitando el Folleto de Tarifas y recuerde, además, que debe exigir de su intermediario información periódica del estado de sus inversiones y de los gastos originados por su mantenimiento y custodia, sin perjuicio de que también deba recibir información puntual de cada liquidación que le practique por sus operaciones o por los servicios prestados con sus inversiones.

Finalmente, añada un mensaje: «No dude en dirigirse a la CNMV para solicitar información sobre un intermediario o sobre las operaciones que le puedan proponer y para poner en su conocimiento cualquier irregularidad que pudiera detectar».

## **2.10. ¿Con qué normativa se rige la bolsa?**

La bolsa tiene una normativa específica que se condensa y se basa en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988, que es el eje central del derecho que regula el mercado bursátil. Posteriormente, multitud de órdenes, decretos y circulares (disposiciones) de la CNMV han ido desarrollando y ampliando la normativa reguladora de la bol-

sa, hasta el punto de que existe una auténtica inflación de normas que deja obsoleta inmediatamente cualquier recopilación que se realice. No obstante, esta normativa fue reformada sustancialmente en 1998 con la entrada en vigor de la Ley 37/1998 de Reforma del Mercado de Valores, de 16 de noviembre de 1998, para introducir en nuestro derecho interno la Directiva Europea sobre Servicios de Inversión de 1993.

Con esta reforma del mercado de valores se introduce el principio de «pasaporte comunitario» o «licencia única», que permite a los intermediarios españoles operar en los mercados financieros comunitarios en régimen de libre prestación de servicios o a través de sucursales (lo mismo para las entidades extranjeras). También amplía el concepto de instrumento financiero y crea la figura del Fondo de Garantía de Inversiones, que permite recuperar a los inversores hasta 100.000 euros en caso de que la sociedad de valores, agencia de valores o sociedad gestora de carteras con la que trabajan entre en una situación de concurso de acreedores o declaración de insolvencia.

La Ley Financiera entró en vigor el 24 de noviembre de 2002, con el objetivo de hacer que los mercados sean más transparentes, competitivos y vigilantes con la protección del pequeño ahorrador. Sus principales novedades son las siguientes:

a) Creación de tres nuevos órganos para atender consultas y quejas de los usuarios. Estos órganos son para la defensa del cliente de servicios bancarios, del inversor y otro para el asegurado o partícipe de planes de pensiones.

b) La CNMV tiene gana armas para el control de las irregularidades del mercado. Se le faculta para suspender la autorización concedida a una empresa de servicio de inversión y se elevará la cuantía de las multas.

c) Se imponen normas de transparencia en las operaciones vinculadas para evitar abusos por parte de directivos y consejeros. Además, se refuerza la regulación de la información relevante o privilegiada.

d) La Ley introduce también una nueva categoría de entidad de crédito: la entidad de dinero electrónico, que emite este tipo de medios de pago.

El 1 de noviembre de 2007 entró en vigor la MiFID (Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros a nivel europeo), en sus-

titución de la Directiva Europea sobre Servicios de Inversión. Se trata de la normativa que rige el sistema financiero en los 27 estados miembros de la Unión Europea más Islandia, Noruega y Liechtenstein. Sus objetivos principales son incrementar la competencia en el sector financiero europeo y elevar la protección del consumidor de sus servicios. Para ello, la MiFID retiene los principios del «pasaporte» europeo para que las compañías de servicios de inversión puedan operar a lo largo y ancho de Europa. También introdujo el concepto de máxima armonización en la supervisión local de cada estado miembro. Incide directamente en la relación entre las empresas de servicios financieros y sus clientes, ya que obliga a estas compañías a clasificarlos en función de su conocimiento y experiencia de los mercados, además de establecer una serie de conductas a seguir para adaptar los servicios y productos financieros a la medida de cada cliente. También establece normas para favorecer la transparencia, pero el catálogo de objetivos y aplicaciones de la MiFID es realmente extenso.





---

## ¿Qué se debe tener en cuenta antes de invertir en bolsa?

- 3.1. ¿Cómo interpretar el valor de una acción?
- 3.2. ¿Qué alternativas se analizan en la inversión bursátil?
- 3.3. ¿Cómo determinar el riesgo de la inversión?
- 3.4. ¿Qué es la liquidez de los valores?
- 3.5. ¿Qué rentabilidad cabe esperar de una inversión en acciones?
- 3.6. ¿Es necesario diversificar las inversiones?
- 3.7. ¿Cómo influye el plazo en la bolsa?
- 3.8. ¿Cuál debe ser el horizonte temporal de una inversión en bolsa?
- 3.9. ¿Qué fiscalidad se aplica a la inversión de una persona física en acciones?
- 3.10. ¿Qué consejos pueden darse al recién llegado a bolsa?



### 3 ¿Qué se debe tener en cuenta antes de invertir en bolsa?

#### 3.1. ¿Cómo interpretar el valor de una acción?

Existen varias acepciones y conceptos del valor de una acción que es preciso conocer antes de realizar una inversión:

a) El valor nominal: Es el valor inicial o de emisión que tienen las acciones. Es el resultado de dividir el capital de una sociedad por el número de acciones de la misma. Si tomamos como ejemplo la sociedad X, cuyo capital es de 200 millones de euros dividido en 10.000 acciones, el valor nominal de cada acción será de 20.000 euros.

$$\text{Valor nominal} = \text{Capital Social (200 millones)} / \text{Número de acciones (10.000)} = 20.000$$

b) El valor teórico, contable, en libros o valor de balance: Es el valor actualizado de una acción en función del propio funcionamiento de la empresa y de su crecimiento. Es el resultado de dividir los llamados recursos propios, que es la suma del capital social y las reservas, por el número de acciones.

$$\text{Valor teórico} = \text{Capital} + \text{Reservas (recursos propios)} / \text{Número de acciones}$$

c) El valor de coste o valor histórico de una acción: Es el precio de compra de una acción y que nos servirá de referencia cuando procedamos a su venta para determinar la plusvalía o minusvalía alcanzada por la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra o valor de coste o histórico. Este valor de coste tiene su trascendencia para determinar las alteraciones patrimoniales, a efectos de tributación en los impuestos sobre la renta.

d) El valor de mercado o valor bursátil: Es el precio o cotización que tiene la acción en bolsa y que depende de múltiples factores, a los que a continuación nos referiremos. Se fija en función de la ley de la oferta y la demanda sobre ese valor.

### 3.2. ¿Qué alternativas se analizan en la inversión bursátil?

Cuando el inversor decide invertir en bolsa, debe conjugar los principios de rentabilidad, seguridad y liquidez. Sin embargo, estos principios tienen un alto grado de incompatibilidad entre sí (sobre todo los dos primeros), dado que un valor muy rentable no suele ser el más seguro, un valor muy líquido puede ser poco rentable y un valor muy seguro puede ser poco líquido.

El inversor en bolsa tratará de combinar las diferentes alternativas de beneficio-seguridad-liquidez que le permita conseguir su inversión óptima.

En este esfuerzo de análisis, los objetivos que condicionan al inversor son los siguientes:

– Primero desea la seguridad de que el dinero que invierte le será devuelto, lo que supone analizar la solvencia y la propia seguridad de las empresas en que se invierte.

– En segundo lugar, pretende recuperar el dinero invertido en el momento en que lo desee o lo necesite. Para ello se requiere que el valor en el que ha invertido sea líquido. Es decir, que tenga un mercado comprador lo suficientemente amplio para que se realice la transacción en corto plazo.

–En tercer lugar, desea conseguir una rentabilidad, tanto por dividendos de la empresa en la que ha invertido, como por plusvalías derivadas de la subida de las cotizaciones. Se trata de obtener una compensación como consecuencia del ahorro invertido en valores.

### 3.3. ¿Cómo determinar el riesgo de la inversión?

El inversor toma sus decisiones de colocación de su capital en unas situaciones de riesgo. Estas situaciones están ligadas a una serie de factores extrínsecos e intrínsecos cuyas variaciones son muy difíciles de prever. El inversor se mueve entre dos polos opuestos: el deseo de obtener beneficios para su inversión y su aversión hacia el riesgo. Por ello, debe combinar adecuadamente su ecuación «rendimiento -riesgo», de modo que obtenga una fórmula que le permita conseguir la colocación de fondos deseada.

El riesgo de una inversión está dividido en dos modalidades:

a) La derivada del propio valor, según las condiciones, funcionamiento, expectativas, resultados, etc., de la empresa emisora de las

acciones. Este riesgo puede aminorarse con una conveniente diversificación de las inversiones en varios valores. Por ello se denomina riesgo diversificable.

b) La que depende de factores distintos de los valores: las situaciones económicas generales o sectoriales, nivel de ahorro, tipos de interés, tasa de inflación, aspectos políticos y electorales, comportamiento psicológico de los inversores, etc. A esta modalidad de riesgo se le denomina riesgo no diversificable, porque no es posible eliminarlo o minimizarlo con una diversificación de la inversión.

Un método para conocer el riesgo de un valor es su volatilidad con respecto al mercado. Es decir, poner en relación la variabilidad de la cotización de una acción, respecto a las fluctuaciones del mercado. Se puede expresar como la relación media entre las variaciones de la cotización de un título frente a las variaciones del índice del mercado. Un alto grado de volatilidad supone un mayor riesgo, tanto en las fluctuaciones bursátiles como en la liquidez de las acciones.

El riesgo se liga al concepto seguridad, que implica la necesidad de garantizar que el dinero invertido se va a recuperar y sin que se produzca una minusvalía o pérdida importante.

### **3.4. ¿Qué es la liquidez de los valores?**

La liquidez de una inversión es la posibilidad de recuperar fácilmente el dinero invertido en caso de que el inversor lo requiera. Esa posibilidad se concreta en la venta rápida y a un precio adecuado de las acciones adquiridas. La liquidez de una acción es uno de los elementos fundamentales de su cotización y está ligada al denominado riesgo de iliquidez. Los valores más líquidos son más seguros que los ilíquidos porque permiten al inversor desligarse de su posición con rapidez. La bolsa proporciona la liquidez que precisan los valores negociables, pero algunos son más líquidos que otros por diversos motivos.

En la bolsa española, los valores más negociados, y por tanto, los más líquidos, son los denominados «blue chips»(que es la denominación anglosajona que se aplica a estos valores): Santander, Telefónica, BBVA, Repsol-YPF e Iberdrola. Estas cinco compañías

son las que más pesan en el índice Ibex-35. Además, forman parte del indicador selectivo de la zona euro: el Eurostoxx 50.

El propio mercado crea unos métodos de valoración de la liquidez de los valores, que hacen referencia a su frecuencia de contratación y a su volumen de negociación, como indicadores que reflejan la facilidad de compraventa de las acciones.

El inversor debe inclinarse por aquellos valores que mayor posibilidad de recolocación rápida en el mercado tengan en un momento determinado. Dos son los indicadores que marcan la liquidez de un valor:

1) El índice de frecuencia (IF), que es la relación existente entre el número de sesiones bursátiles en que se ha contratado una acción en un momento determinado (nA) y el número de sesiones bursátiles celebradas hasta ese momento (NB).

$$IF = nA / NB \times 100$$

Un índice de frecuencia del 75 por ciento indicaría que la acción se ha contratado en 75 de cada cien sesiones bursátiles. Es un índice de gran importancia, porque un valor con baja frecuencia de contratación tiene poca liquidez. Un inversor puede quedarse colgado con las acciones y sin poder venderlas. Es un índice que se publica periódicamente en los medios de información especializados.

2) El índice de volumen de contratación (IVC), nos da la relación porcentual existente entre el volumen nominal contratado en bolsa (VB) y el capital social admitido a contratación en el mercado (CA).

$$IVC = VB / CA \times 100$$

Este es un indicador de la rotación del capital admitido en bolsa. Permite conocer el volumen contratado en bolsa y relacionarlo con el total susceptible de negociación. Una acción con un alto volumen de contratación habitual es un valor consolidado en el mercado, con apetencias para compradores y vendedores y que cambia continuamente de manos. Esto significa que es un valor realizable y liquidable con facilidad.

### 3.5. ¿Qué rentabilidad cabe esperar de una inversión en acciones?

Junto a la seguridad y la liquidez, existe otro factor importante que determina la decisión de colocar capital en una determinada acción: el rendimiento esperado que va a proporcionar dicho valor.

La rentabilidad de una inversión en bolsa viene dada por la suma de tres conceptos:

a) El dividendo que perciben los accionistas como consecuencia de los beneficios generados por la sociedad. En este apartado puede incluirse la prima de asistencia a las juntas generales que algunas compañías emplean para fomentar la participación de los accionistas en este organismo.

b) El valor de los derechos de suscripción preferente, en el caso de la venta de dichos derechos como consecuencia de una ampliación de capital. En este apartado puede incluirse también la venta de «warrants» u opciones concedidas al accionista en determinados casos.

c) La plusvalía por la venta de valores, que está compuesta por la diferencia entre el precio de adquisición y el precio de venta.

Los ingresos obtenidos (I) de carácter nominal serían la suma de los tres conceptos (puntos a, b y c) antes citados. Pero esta suma debe analizarse comparándola con la inversión realizada (C), lo que nos da, para un periodo de un año en que se perciben todos los ingresos, la rentabilidad nominal alcanzada (R).

$$R = (I / C) \times 100$$

Esta es una formulación muy sencilla que trata de determinar simplemente el beneficio obtenido por la diferencia entre lo que se ha invertido y lo que se ha recibido por una inversión en un periodo determinado, así como el porcentaje de rentabilidad que se ha logrado, poniendo en relación la inversión, la desinversión y los beneficios obtenidos.

Sin embargo, desde el punto de vista financiero es preciso tener en cuenta los plazos en que se producen los ingresos y, con la utilización de métodos de actualización, homogeneizar la valoración

de las cantidades que se percibirán en periodos distintos. Surgen así los criterios del valor capital, la tasa de retorno, etc. También hay que tener en mente las fluctuaciones en el valor de la divisa que se emplea para invertir.

A modo de síntesis, el rendimiento de una acción depende de la evolución de los beneficios distribuidos por la empresa emisora de los valores y de las variaciones de las cotizaciones. El incremento del importe pagado por dividendos y el alza de las cotizaciones proporcionarán mayor rentabilidad a nuestra inversión. Posteriormente, al referirnos al análisis fundamental, concretaremos algunos métodos de determinación de la rentabilidad de las acciones.

Por último, a la hora de determinar las plusvalías que nos aporta una inversión hay que incluir los gastos asociados que ésta supone: comisiones, tasas de corretaje, cánón de bolsa, etc.

### **3.6. ¿Es necesario diversificar las inversiones?**

El término diversificación hace referencia a la posibilidad de destinar un capital a la inversión en diferentes valores o activos. Si un inversor apuesta por un único valor y sus títulos registran un comportamiento bursátil negativo, se perderá parte del capital invertido. Sin embargo, si invierte en varios valores, unos pueden tener un comportamiento positivo y otros negativo, con lo que se produce un efecto de compensación.

Esta diversificación predicada para la inversión individual es practicada habitualmente por las instituciones de inversión colectiva, como, por ejemplo, los fondos de inversión, que colocan sus capitales en una cesta formada por varios valores.

La diversificación de las inversiones puede realizarse de diferentes formas:

a) Por monedas y países: Gracias a la libre circulación del capital, el inversor puede colocar su dinero con total libertad en algunos mercados organizados exteriores. Esta diversificación permite al inversor aprovechar los periodos alcistas de las bolsas exteriores o de las monedas en las que se invierte, lo que implica un posible doble beneficio: por incremento de las cotizaciones bursátiles y por la subida de los cambios en divisas. Sin embargo, esta diversificación

añade al riesgo derivado del propio mercado de valores, el del mercado de divisas. Esto exige un doble esfuerzo por parte del inversor para entender el impacto de la fluctuación de la moneda en sus posiciones. No obstante, la implantación del euro en los mercados financieros desde enero del 2000 ha eliminado el riesgo del cambio de divisas para las inversiones en valores admitidos en bolsas de los países de la Unión Europea que han adoptado la moneda única.

Por lo general, invertir de forma directa en mercados extranjeros es desaconsejable para el pequeño inversor sin experiencia. Además, las comisiones aplicadas a la operativa internacional son elevadas y a ellas hay que añadir las tasas por cambio de moneda que aplican las entidades. Por ello, el inversor minorista que desee tener exposición a mercados internacionales debería hacerlo a través de fondos de inversión especializados.

b) Por valores negociables: comporta una distribución entre valores de renta fija y variable, en las proporciones que el inversor desee. Un inversor de riesgo tendrá una exposición a renta variable –acciones– superior que a renta fija. Un inversor conservador dará prioridad a la renta fija, frente a la renta variable.

c) Por sectores bursátiles: permite compensar los riesgos que llevan consigo las fluctuaciones económicas de los diferentes sectores. Por ejemplo, si colocamos todo el capital en el sector inmobiliario, y existe una crisis que se deprime las cotizaciones del mismo, habremos perdido gran parte de nuestro dinero. Por el contrario, si invertimos en varios sectores, el factor compensación de las oscilaciones puede aminorar el riesgo de pérdida. Eligiendo entre distintos sectores se puede ajustar también el riesgo de una cartera. Por ejemplo, las compañías que operan en sectores regulados (electricidad, gas, etc.) suelen tener menos riesgo que otras con ingresos más variables (financieras, tecnología, etc.).

d) Por empresas: la diversificación entre distintas compañías de bolsa con escasa correlación entre sí tiende a eliminar el riesgo asociado a una sociedad. Para carteras pequeñas se recomiendan un mínimo de 7 u 8 valores, y para carteras grandes un mínimo de 15 valores diferentes, obviamente todos ellos con escasa o nula correlación entre sí.

### 3.7. ¿Cómo influye el plazo en la bolsa?

El plazo es un factor importante en las inversiones bursátiles, que depende también de la tipología del inversor:

a) El ahorrador sistemático en bolsa coloca su dinero a largo plazo. Se «sienta» en su cartera y adquiere simplemente títulos de calidad, los que en la terminología anglosajona se denominan «blue chips». La estadística ha demostrado que, por lo general, este tipo de inversor a largo plazo en acciones alcanza rentabilidades superiores a la de otras alternativas de inversión y, sobre todo, a los inversores en renta fija.

b) El especulador nato realiza inversiones a muy corto plazo. Entra y sale en valores, en función de su propio análisis técnico o de los derivados del chartismo (los gráficos). El factor tiempo es fundamental y obliga al estudio del proceso temporal de la inversión especulativa desde que se inicia hasta el momento en que es conveniente deshacer la posición. Este tipo de inversor ha de tener muy presente el concepto de liquidez de los valores, para poder operar con agilidad.

c) Entre los dos extremos citados, existen inversores que responden al elemento temporal de las inversiones desde diversas alternativas: hay quien invierte a corto plazo porque tiene unas disponibilidades líquidas ociosas durante un periodo corto; quien invierte a medio y largo plazo con el objetivo de alcanzar una rentabilidad mayor que el de otras inversiones alternativas; o quien finalmente invierte en acciones como un proceso de diversificación y con un plazo de inversión indeterminado.

### 3.8. ¿Cuál debe ser el horizonte temporal de una inversión en bolsa?

Normalmente, la inversión más rentable es siempre aquella que se realiza con un horizonte temporal a largo plazo (un plazo superior a los cinco años). Lo habitual es que los inversores que apuestan por este tipo de estrategia, optan por comprar acciones de los grandes valores de la bolsa. Sin embargo, hay muchos ahorradores que prefieren apostar por el corto plazo, especialmente en momentos de elevada volatilidad.

La aparición y desarrollo de Internet, junto con el aumento de los analistas técnicos (que basan sus recomendaciones en función de lo que muestren los gráficos), han favorecido la aparición de muchos inversores con horizontes temporales a muy corto plazo. Este tipo de inversor debe adquirir títulos de compañías líquidas, ya que, de lo contrario, podrá encontrarse sin contrapartida en el momento de deshacer posiciones. En este sentido, tener en cuenta la liquidez del valor y el perfil de riesgo de cada inversor, son dos asuntos básicos a la hora de tomar decisiones de inversión.

### **3.9. ¿Qué fiscalidad se aplica a la inversión de una persona física en acciones?**

La fiscalidad de la inversión en acciones influye en la de la rentabilidad neta que obtiene el inversor. Desde el punto de vista fiscal, los valores negociables en bolsa son nominativos, ya que los titulares de los mismos están identificados y los intermediarios bursátiles tienen la obligación tributaria de comunicar al fisco los nombres de los adquirentes y vendedores, así como las demás condiciones de las compraventas. La tributación sobre la inversión en bolsa ha sufrido diversos y significativos cambios a lo largo de los últimos años. Los últimos cambios legislativos importantes se produjeron en:

- 1998, con la aprobación de la nueva Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1998) que introdujo importantes modificaciones en aras de la armonización fiscal con el resto de la Unión Europea
- 2000, con la entrada en vigor del Real Decreto 3/2000
- 2007, con la reforma de la Ley del IRPF
- 2009, con la aprobación de diferentes reformas para superar la crisis económica como la Ley de Presupuestos Generales 26/2009.
- 2011, con la aprobación del Real Decreto-ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público.

La actual fiscalidad (aplicable a las declaraciones de la renta que se realizarán en 2011 y 2012) de las inversiones en los mercados de valores es la siguiente:

El ahorrador –persona física– que invierte en acciones cotizadas en bolsa vuelve a estar en estos dos ejercicios sometido a dos impuestos directos: el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y al Impuesto de Patrimonio (anulado por el gobierno socialista en 2008 y recuperado a finales de 2011). En este sentido, la tenencia y transmisión de valores negociables tienen en la Renta de las Personas Físicas dos conceptos que afectan a la tributación de su inversión:

A) Los rendimientos obtenidos por la tenencia y titularidad de valores negociables que son objeto impositivo por el concepto de «rendimientos del capital mobiliario».

B) Las alteraciones patrimoniales derivadas de la transmisión de valores negociables que se integran en el concepto impositivo de «ganancias y pérdidas patrimoniales». La Ley 44/1998 de 9 de diciembre del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas modificó nuevamente el tratamiento fiscal de los valores negociables en relación con los rendimientos derivados de su titularidad y de las pérdidas o beneficios generados por su transmisión. De esta forma, siguiendo los dos conceptos implicados en la renta del sujeto pasivo del IRPF, distinguiremos entre:

A) Los rendimientos del capital mobiliario que integran la base imponible del sujeto pasivo. Tienen dicha consideración los siguientes:

1. Rendimientos obtenidos por la participación con fondos propios de cualquier tipo de entidad. Quedan incluidos dentro de esta categoría los siguientes rendimientos, dinerarios o en especie: 1) Los dividendos, primas de asistencia a juntas y participaciones en los beneficios de cualquier tipo de entidad, así como cualquier otra utilidad percibida de una entidad en virtud de la condición de socio, accionista o asociado. 2) Los rendimientos procedentes de cualquier clase de activos, excepto la entrega de acciones liberadas, que, estatutariamente o por decisión de los órganos sociales, faculten para participar en beneficios, ventas, operaciones, ingresos o conceptos análogos de una entidad por causa distinta de la remuneración del trabajo personal. 3) Los rendimientos que se deriven de la constitución o cesión de derechos o facultades de uso o disfrute, cualquiera que sea su denominación o naturaleza sobre los valores o participaciones que representen

la participación en los fondos propios de la entidad. 4) La distribución de la prima de emisión de acciones o participaciones, que minorará, hasta su anulación, el valor de adquisición de las acciones, y el exceso tributará como rendimiento del capital mobiliario. 5) Cualquier otra utilidad, distinta de las anteriores, procedente de una entidad por la condición de socio, accionista, asociado o partícipe.

A efectos de la renta 2011, este tipo de rendimientos está sujeto a una retención del 19 por ciento para los primeros 6.000 euros y del 21 por ciento, a partir de esta cantidad. Sin embargo, el Real Decreto-Ley 20/2011 ha modificado su fiscalidad durante los ejercicios 2012 y 2013. Ha elevado al 21 por ciento el tipo aplicable sobre los primeros 6.000 euros, al 25 por ciento el tipo sobre rendimientos entre 6.000 y 24.000 euros y al 27 por ciento, a partir de los 24.000 euros. Cabe destacar el caso especial que se aplica sobre los dividendos generados por valores negociados en mercados secundarios. Los primeros 1.500 euros están exentos de tributar al fisco. Para los 6.000 euros siguientes (que son los primeros de base imponible) y a partir de esta cantidad se aplicará el tipo correspondiente a cada ejercicio fiscal.

2. Rendimientos obtenidos por la cesión temporal a terceros de capitales propios (Letras del Tesoro, Pagarés, Bonos y Obligaciones de Estado). Tienen esta consideración las contraprestaciones de todo tipo, cualquiera que sea su denominación o naturaleza, dinerarias o en especie, como los intereses y cualquier otra forma de retribución pactada como remuneración por tal cesión, así como las derivadas de la transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de cualquier clase de activos representativos de la captación y utilización de capitales ajenos.

En el caso de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de valores, se computará como rendimiento la diferencia entre el valor de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de los mismos y su valor de adquisición o suscripción. Como valor de canje o conversión se tomará el que corresponda a los valores que se reciban. Los gastos accesorios de adquisición y enajenación serán computados para la cuantificación del rendimiento en tanto se justifiquen adecuadamente. Las Letras o Pagarés

se emiten al descuento, lo que determina que se produzca un rendimiento del capital mobiliario que se integra en la parte general de la base imponible. No obstante, sus rendimientos no están sujetos a retención. Los Bonos y Obligaciones generan un doble rendimiento: por el cupón percibido con carácter semestral o anual y el obtenido por la diferencia entre el precio de compra y el de venta. El importe del cupón tiene también una retención y se integra en la parte general de la base imponible. La diferencia también se integra.

Para la determinación del rendimiento neto, se deducirán de los rendimientos íntegros exclusivamente los gastos siguientes: los de administración y depósito de valores negociables, que repercutan las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito u otras entidades financieras. No obstante, después de la reforma fiscal de 2007 ya no se puede aplicar el coeficiente reductor del 40 por ciento para los rendimientos reflejados en los artículos 25.4 y 25.1 de la Ley 35/2006 (que regula los dividendos de acciones) que se reciban en un período de generación superior a dos años o que se califiquen reglamentariamente como obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo. A efectos de la declaración de 2011, en caso de que el régimen fiscal establecido en la actual Ley del IRPF (desaparición del coeficiente reductor del 40 por ciento, pero tributación del rendimiento a tipo fijo del 19 y 21 por ciento en lugar de al tipo variable resultante de la aplicación de la escala del impuesto) sea menos favorable que el regulado en la anterior Ley del IRPF y los rendimientos procedentes de la cesión a terceros de capitales propios procedan de instrumentos financieros contratados antes del 20 de enero de 2006, el contribuyente podrá aplicar, conforme a la disposición transitoria decimotercera b) de la Ley del IRPF, la compensación fiscal establecida en la Ley 39/2010, de 22 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2011 (BOE del 23).

B) Las alteraciones patrimoniales, ganancias y pérdidas patrimoniales que se pongan de manifiesto como consecuencia de las transmisiones de valores, deberán computarse para la determinación de la renta del sujeto pasivo. Son ganancias y pérdidas patrimoniales las variaciones en el valor del patrimonio del contribuyente que

se pongan de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en la composición de aquél, salvo que por la Ley 40/1998 se califiquen como rendimientos. Las operaciones de calificación de las ganancias o pérdidas patrimoniales a efectos liquidatorios y la tributación efectiva de las primeras se realizan, con independencia de la naturaleza del elemento patrimonial de que deriven, en función de su período de generación:

1) Hasta un año, inclusive, desde la adquisición del elemento patrimonial o la realización de la mejora hasta su transmisión (ganancias o pérdidas patrimoniales a corto plazo).

2) Más de un año desde la adquisición del elemento patrimonial o la realización de la mejora hasta su transmisión (ganancias o pérdidas patrimoniales a largo plazo).

Las ganancias patrimoniales a corto plazo, una vez compensado su saldo con el resultante de las pérdidas patrimoniales de idéntico período temporal, se integran en la parte general de la base imponible y tributan al tipo resultante de aplicar la escala del impuesto a la citada base. Por su parte, el saldo neto resultante de las ganancias patrimoniales a largo plazo, una vez efectuadas las compensaciones e integraciones de las pérdidas patrimoniales con idéntico período de generación, se incluyen en la parte especial de la base imponible. De esta manera, en 2011 tributarán a un tipo del 19 por ciento para los primeros 6.000 euros y del 21 por ciento para el resto. En 2012 y 2013 se aplicará la nueva tributación del Real Decreto-Ley 20-2011.

No obstante, a la hora de compensar minusvalías hay que tener en cuenta la norma «antiaplicación». Una aplicación consiste en la venta de un activo y su compra simultánea, o en un corto espacio de tiempo, con la finalidad de materializar una pérdida fiscal al mismo tiempo que se mantiene el título en cartera. La Ley de IRPF establece una serie de normas para evitar la práctica anteriormente descrita. Así, únicamente se puede declarar la pérdida patrimonial obtenida que se genere al vender el valor, siempre que durante los dos meses anteriores o posteriores a la venta no se hayan adquirido valores idénticos. Además, bajo la legislación actual no es posible compensar pérdidas patrimoniales obtenidas de rendimientos del capital mobiliario con ganancias procedentes de los rendimientos

del trabajo. No obstante, sí es posible hacerlo con las ganancias obtenidas a través de la venta de una vivienda. Eso sí, el límite para compensar minusvalías con plusvalías es del 25 por ciento y el plazo máximo para realizar esta operación es de cuatro años.

Los coeficientes reductores y actualizadores de la inflación existentes hasta 1999 han desaparecido con la actual Ley de IRPF, excepto para las acciones adquiridas antes del 31 de diciembre de 1994. Cuando se vendan estos títulos, la ganancia de capital generada se podrá reducir en un 25 por ciento por cada año de antigüedad que excediese de dos al 31 de diciembre de 1996. También es necesario comprender cómo se determina la ganancia o pérdida de una inversión, en función de la forma en que fueron adquiridos:

a) Valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales: La ganancia o pérdida se computará por la diferencia entre su valor de adquisición y el valor de transmisión, determinado por su cotización en el mercado secundario oficial de valores españoles en la fecha en que se produzca aquella o por el precio pactado cuando sea superior a la cotización. Para la determinación del valor de adquisición se deducirá el importe obtenido por la transmisión de los derechos de suscripción. Pese a lo dispuesto en el párrafo anterior, si el importe obtenido en la transmisión de los derechos de suscripción llegara a ser superior al valor de adquisición de los valores de los cuales procedan tales derechos, la diferencia tendrá la consideración de ganancia patrimonial para el transmitente, en el periodo impositivo en que se produzca la transmisión. Cuando se trate de acciones parcialmente liberadas, su valor de adquisición será el importe realmente satisfecho por el contribuyente. Cuando se trate de acciones totalmente liberadas, el valor de adquisición, tanto de éstas como de las que procedan, resultará de repartir el coste total entre el número de títulos, tanto los antiguos como los liberados que correspondan.

La disposición adicional quinta de la Ley 43/1995 del Impuesto de Sociedades señala que el importe obtenido por la transmisión de derechos de suscripción preferente resultantes de ampliaciones de capital realizadas con objeto de incrementar el grado de difusión de las acciones de una sociedad, con carácter previo a su admisión a ne-

gociación en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores previstos en la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, tendrá para los sujetos pasivos del IRPF el tratamiento fiscal previsto para los valores admitidos a negociación en mercado secundarios oficiales que acabamos de ver.

b) Tanto en el caso de transmisión onerosa de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial como en el de valores no admitidos, cuando existan valores homogéneos se considerará que los transmitidos por el contribuyente son aquellos que adquirió en primer lugar.

Asimismo, cuando no se transmita la totalidad de los derechos de suscripción, se entenderá que los transmitidos corresponden a los valores adquiridos en primer lugar. Cuando se trate de acciones totalmente liberadas, se considerará como antigüedad de las mismas la que corresponda a las acciones de las cuales procedan.

Con respecto al Impuesto de Patrimonio que se recupera en la Renta 2011, conviene saber que sólo se podrá presentar a través de internet. Además, quien esté obligado a cumplir con el impuesto de patrimonio también estará obligado a utilizar la vía telemática para presentar Declaración de la Renta, a través de [www.aeat.es](http://www.aeat.es). En esta web se podrá encontrar toda la información necesaria para cumplimentarla.

¿Quién está sujeto a este impuesto? Quien presente una cuota tributaria que resulte a ingresar al fisco, tras aplicar las deducciones y bonificaciones correspondientes, o bien cuando el valor de los bienes del contribuyente supere los dos millones de euros.

Para determinar la base liquidable, el declarante debe especificar todos los bienes y derechos de los que gozó en 2011: inmuebles urbanos, bienes y derechos no exentos relacionados con actividades empresariales, depósitos bancarios, fondos de inversión, acciones, seguros de vida, rentas temporales, vehículos, joyas, objetos de piel, embarcaciones, aeronaves, objetos de arte, antigüedades, derechos reales de uso y disfrute, concesiones administrativas, derechos derivados de la propiedad intelectual, opciones contractuales y otros bienes. Al total de bienes hay que aplicar una deducción en concepto de deudas que puedan aplicarse para cada caso.

Hecho esto, hay que aplicar las exenciones. Por ejemplo, la vivienda habitual está exenta de contribución para los primeros 300.000 euros. Además, las propias normas del impuesto establecen un mínimo exento con carácter general de 700.000 euros para todos los bienes del contribuyente.

Por último, hay que aplicar las bonificaciones. Además de los beneficios fiscales de cada comunidad autónoma, existe una bonificación estatal para los bienes de Ceuta y Melilla y otra para reducir los intereses abonados en el extranjero.

### **3.10. ¿Qué consejos pueden darse al recién llegado a bolsa?**

Quien quiera invertir en bolsa por primera vez, puede tomar nota de estos consejos, fruto de la experiencia de muchos inversores:

- Déjese aconsejar por un experto, puesto que es muy difícil analizar individualmente los múltiples factores que inciden sobre los precios bursátiles.

- Desconfíe del asesor que le promete altas rentabilidades, porque la bolsa es un mercado de incertidumbre y riesgo, donde nadie puede asegurar una ganancia elevada. Piense que si ello fuera así, el asesor no se dedicaría a asesorar, sino a invertir directamente su propio patrimonio para alcanzar las ganancias que promete.

- Invierta en valores líquidos: si usted desea poder recuperar su dinero cuando lo necesite, fíjese en aquellos valores que muestren una frecuencia y volumen de contratación elevado para poder deshacer posiciones fácilmente y cuando se desee.

- No invierta en mercado sobrecomprado: este fenómeno se produce cuando ya hay un gran número de inversores dentro del mercado, que han ido comprando valores al ver que las cotizaciones subían sin cesar (lo que se suele llamar burbuja financiera). Es cuando la bolsa se convierte en comentario habitual en reuniones sociales, en el trabajo, en los bares, en la calle... En momentos así es más difícil que entre dinero nuevo para mover las cotizaciones al alza, por lo que es preferible no tomar posiciones en renta variable.

- Diversifique su inversión: para aminorar los riesgos, invierta un porcentaje de su cartera en renta fija y otro en renta variable. Com-

bine también valores y sectores distintos para compensar riesgos. Como se suele decir en lenguaje coloquial: no ponga todos los huevos en la misma cesta.

– Venda cuando considere que ya tiene una ganancia aceptable, aunque el valor siga subiendo. No espere a la última subida, pues un cambio de tendencia puede hacerle perder lo ganado. Hay otro dicho bursátil al respecto: «el último euro, que se lo lleve otro».

– Invierta en valores con buenos datos fundamentales y solidez: Es conveniente invertir en compañías de «canto dorado», con balances saneados y con resultados recurrentes. En el mercado se suelen denominar «blue chips». Sea especialmente cauteloso, al invertir en pequeños y medianos valores, también conocidos como «chicharos». Estos son altamente especulativos. Pueden dar buenas ganancias, pero también son susceptibles de fuertes caídas por el escaso volumen de títulos negociados.

– Vigile periódicamente las cotizaciones: una cartera de inversión no es eterna y hay que manejarla (comprar y vender acciones). La pereza no es propia del bolsista. Actúe con rapidez para descubrir nuevas oportunidades de inversión.

– Hay que saber vender a tiempo cuando ya se ha ganado, o bien cuando se pierde para evitar males mayores. La disciplina es muy importante a la hora de invertir en bolsa. Es mejor perder que «perder más».

– No es preciso tener invertido todo nuestro capital: es preferible tener disponibilidades líquidas suficientes para operar a corto plazo en determinadas oportunidades.

– Invierta en bolsa aquella parte de sus ahorros que pueda perder sin que le suponga una situación de endeudamiento difícil o que pueda hacer peligrar su patrimonio personal y familiar. No olvide que la inversión en acciones es una inversión de riesgos.

– La bolsa no es un juego de azar, sino que se mueve por muchos condicionantes que deben analizarse para conseguir la máxima rentabilidad. Quien crea que la bolsa es un juego donde siempre se gana en periodos alcistas, no tiene memoria histórica bursátil.

– Defina sus objetivos antes de invertir, plazo y riesgos para su inversión. Cada inversor tiene un diseño de cartera específico, con-

dicionado por su patrimonio, edad, aversión al riesgo, expectativas de beneficio, etc... En suma, por su perfil inversor.

– Evite la «sobrediversificación». Dispersar en exceso sus inversiones dificulta la vigilancia de los valores. Es conveniente asumir un compromiso entre control y diversificación.

– No invierta indiscriminadamente en valores a la baja porque crea que remontarán. Esa persistencia a la baja puede demostrar una difícil situación de la empresa, que quizás provoque nuevas caídas.

– Invierta con intermediarios bursátiles registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). No se deje sorprender por ningún «chiringuito» financiero de los que actúan en el mercado sin estar autorizados y sin los requisitos exigidos a las agencias y sociedades de valores y bolsa. Desconfíe de los que le ofrezcan rentabilidades excesivas y compruebe que su intermediario está debidamente registrado en la CNMV. Puede acceder al registro de entidades autorizadas para ofrecer servicios de inversión en la página web del regulador: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

– Evite entrar en valores que se encuentren en máximos de cotización. En estos casos, lo más adecuado es esperar recortes. Es posible que muchos inversores aprovechen para recoger beneficios.

– Evite las inversiones a corto plazo, reservadas para especuladores. Estos abren y cierran operaciones en un mismo día y cuentan con una elevada velocidad de reacción, gracias a los avanzados sistemas de inversión que emplean. No obstante, se requiere una dedicación exclusiva al mercado y una vigilancia permanente. El inversor normal en bolsa debe tener un horizonte temporal más amplio, que le permita digerir los datos y extraer conclusiones sobre la conveniencia de invertir en tal o cual valor.

– Infórmese al máximo. Para ello, tiene a su alcance multitud de datos, informes e indicadores de carácter público que le permiten estar al tanto de lo que sucede en los valores y sus empresas emisoras.

– Compre barato y venda caro. Es una de las máximas de la inversión. Analice siempre el precio. Las técnicas de análisis fundamental y análisis técnico aportan información sobre la infravaloración o sobrevaloración de cada acción. Dedique un tiempo a estudiarlo.

– No invierta a crédito. No se endeude para invertir en el mercado, si no tiene una certeza de la revalorización de las cotizaciones. La inversión a crédito es desaconsejable para un inversor poco experto en el mercado y para aquel a quien el endeudamiento pueda provocar un peligro para su patrimonio familiar y personal.

– Tome sus decisiones de inversión en bolsa con rapidez. Una demora en la ejecución de una decisión puede haber modificado el panorama en sentido contrario a su interés. La agilidad operativa es importante, y no sólo por su parte, sino también por parte del intermediario bursátil, que debe seguir sus instrucciones con la mayor prontitud. Internet es una gran herramienta para el pequeño inversor.

– Haga las órdenes sobre compra o venta de valores cotizados a su intermediario bursátil o banco con claridad y exactitud, para evitar problemas posteriores. Establezca exactamente el día de ejecución de la orden, precio o banda de precios de compra o venta de los valores y plazo de validez de la orden para evitar las sorpresas derivadas de las oscilaciones inmediatas de las cotizaciones bursátiles.

– Sea especialmente prudente con los valores o mercados que le sean desconocidos por muy atractivos, sofisticados o exóticos que le parezcan, porque la atracción por lo desconocido y más novedoso puede generarle pérdidas incalculables. Los mercados de países emergentes o los mercados de productos derivados tienen un alto riesgo, que va ligado a relevantes pérdidas o ganancias, incluso con el auxilio de expertos concedores de los mismos.

– No coloque todos sus ahorros en bolsa. La bolsa es una inversión de riesgo y, por lo tanto, generadora de pérdidas o ganancias. Por ello, se recomienda que un patrimonio se diversifique en activos mobiliarios e inmobiliarios, con sólo una parte destinada a la inversión bursátil directa. Lo dedicado a la renta variable dependerá del perfil humano y personal del ahorrador, en función de su edad, de sus perspectivas vitales y de su aversión o no al riesgo que generen las inversiones en bolsa.



## ¿Qué información influye en la bolsa?

- 4.1. La información: un elemento básico en la evolución del mercado bursátil
- 4.2. ¿Qué factores intrínsecos influyen en los precios?
- 4.3. ¿Qué factores extrínsecos influyen en los precios?
- 4.4. ¿Qué derecho a la información tiene el accionista?
- 4.5. ¿Qué información deben tener los inversores antes de suscribir un fondo de inversión?
- 4.6. ¿Deben informar al público las sociedades cotizadas en bolsa?
- 4.7. ¿Qué otras informaciones son precisas para invertir?
- 4.8. ¿Qué obligaciones de información tiene el intermediario bursátil con su cliente?
- 4.9. ¿Qué es la información privilegiada en el mercado de valores?
- 4.10. ¿Qué son las «murallas chinas»?
- 4.11. ¿Las tres teorías de los mercados eficientes?
- 4.12. ¿Qué es la estadística bursátil?
- 4.13. ¿Para qué sirven los índices de cotización?
- 4.14. ¿Cuáles son los principales índices bursátiles españoles?



## **4 ¿Qué información influye en la bolsa?**

La información relativa a las empresas cotizadas y a su entorno económico es decisiva en la toma de decisiones bursátiles. Los mercados se mueven según expectativas y cualquier noticia puede desencadenar un cambio de las mismas. Por esta razón, la información es el activo máspreciado y el acceso a datos de primera mano es fundamental en la toma de decisiones de inversión. Pero tan importante como tener un acceso rápido a la información es saber interpretarla, prever sus consecuencias sobre la compañía y la reacción de los inversores.

### **4.1. La información: un elemento básico en la evolución del mercado bursátil**

El inversor necesita la máxima información sobre índices, volúmenes de contratación, frecuencia, volatilidad y otras estadísticas, tanto en el ámbito global como sectorial. Pero no sólo debe conocer la información del mercado, sino también la relativa a las empresas que cotizan en él: su situación económica-financiera, resultados y perspectivas. La publicación de esta información permite que las cotizaciones reflejen con más objetividad el valor de la empresa. De hecho, la normativa establece obligaciones de información cuando una empresa accede al mercado y también de manera periódica mientras cotice.

Un mercado con una información adecuada y suficiente para la toma de decisiones será un mercado más eficiente y perfecto. Dicha información ha de ser real, fidedigna, objetiva, actualizada, continuada e igual para todos. La información es un componente de la protección al pequeño inversor: garantiza que éste tenga las mismas posibilidades de formación de opinión bursátil que los inversores institucionales.

La transparencia es uno de los requisitos del mercado perfecto y está ligada a las exigencias de información, a la forma pública de contratar, a la publicidad de los cambios e incluso a las posiciones de mercado en cada instante. En la medida en que se mejore la información, el mercado será más fluido y transparente y los inversores tendrán una mayor posición de igualdad, sea cual sea su potencial

económico. La transparencia informativa es uno de los pilares básicos de un mercado bursátil desarrollado y eficiente.

La información que influye sobre las cotizaciones bursátiles se puede dividir en dos grupos: factores intrínsecos y extrínsecos.

#### **4.2. ¿Qué factores intrínsecos influyen en los precios?**

Los factores intrínsecos son los que se encuentran en la misma bolsa y están relacionados con los valores que en ella se contratan.

Entre estos factores se encuentran el volumen y la frecuencia de contratación, la amplitud o estrechez del mercado, la rentabilidad del valor, los niveles máximos y mínimos de contratación, los precios anteriores, la posición del mercado a crédito, la psicología del inversor en bolsa y la diversificación en varios valores.

Por volumen y frecuencia de contratación, podemos distinguir dos grandes grupos de valores: los «blue chips» y los valores de pequeña y mediana capitalización bursátil.

El término anglosajón «blue chips» se aplica a los valores estrella, con alta capitalización bursátil y elevada frecuencia de contratación, es decir, muy líquidos. En general, tienen buenos datos fundamentales y en el largo plazo ofrecen buena rentabilidad. Son valores que deberían tenerse en cualquier cartera diversificada, ya que son los que más pesan en los índices bursátiles por capitalización.

Otra de las ventajas de los «blue chips» es la posibilidad de operar a través de productos derivados. En estos momentos, el inversor puede encontrar opciones, futuros y «warrants» sobre los principales valores de la bolsa española. Las opciones sobre estos valores permiten realizar operaciones de cobertura en momentos de turbulencia de los mercados y amplificar los movimientos de los subyacentes arriesgando únicamente una prima de valor inferior al subyacente.

En el extremo opuesto, se encuentran los valores de pequeña y mediana capitalización bursátil. La inversión en algunos de ellos es tan segura como la inversión en «blue chips». Pero los más pequeños, conocidos coloquialmente como «chicharros», sí entrañan más riesgo: se caracterizan por su reducida frecuencia y volumen de contratación, por lo que, muchas veces, su control lo ejercen grupos reducidos que pueden llegar a influir directamente en los precios bursátiles.

Este tipo de valores es desaconsejable para inversores inexpertos: los riesgos de iliquidez son importantes y el potencial de revalorización de las acciones no está delimitado por el libre juego de la oferta y la demanda, con lo que el inversor se puede quedar atrapado por los intereses de los grupos dominantes en ese valor.

### 4.3. ¿Qué factores extrínsecos influyen en los precios?

Los factores extrínsecos al mercado son los que se encuentran fuera del mismo. Pueden ser económicos, sociales y políticos:

a) **La coyuntura económica.** La coyuntura económica de un país influye en la bolsa. De hecho, ésta es el termómetro de la situación de la economía, no sólo nacional, sino también mundial. Aunque el mercado bursátil es un buen índice de la coyuntura económica, también se utiliza para predecir el futuro, puesto que en bolsa cotizan expectativas.

En situación de expansión y prosperidad de la economía, existirá más ahorro disponible para la bolsa. Por el contrario, en periodos de recesión y alto nivel de desempleo, llega casi a desaparecer la capacidad de ahorro de las familias y por ello habrá menos capital para destinar al mercado bursátil. Además, la aversión al riesgo de los inversores aumenta y la liquidez migra hacia inversiones más seguras que la renta variable.

En la fase expansiva de la economía, las empresas suelen acudir al mercado mediante la emisión acciones. Pero en fases recesivas, prefieren emitir obligaciones y bonos de renta fija, operaciones que se les complican porque deben competir con las emisiones del Estado. Por ello, la financiación empresarial por la vía del mercado de valores es fácil en la fase expansiva o de recuperación de la economía, pero resulta complicada en la fase recesiva o de depresión. Esto último provoca el deterioro de la participación del mercado de valores en la financiación de la economía.

La situación bursátil está ligada a la coyuntura económica. Pero en la mayoría, se anticipa. Los inversores descuentan a veces los efectos de determinados acontecimientos positivos o negativos. Por ello, no es raro ver una bolsa alcista en un momento recesivo, si el mercado piensa que en un plazo razonable el ciclo depresivo va a

tocar fondo y va a iniciarse una recuperación. Por eso, muchos experimentados inversores dicen que el mejor momento para comprar es cuando todo el mundo está aterrado: de esa manera, se conseguirán los mejores precios.

Por el contrario, puede verse una bolsa bajista en un momento de euforia económica si los participantes en el mercado consideran que es previsible a corto plazo el final de un periodo de expansión. De ahí que el mejor momento para vender sea aquél en el que se perciba una euforia descontrolada en la bolsa.

b) **El mercado monetario y los tipos de interés.** El mercado monetario podría definirse sencillamente como la oferta y demanda de activos financieros a corto plazo. En nuestro país, sería el constituido básicamente por pagarés, letras y certificados de depósito. La dependencia de la bolsa con respecto a los activos financieros a corto plazo es obvia, ya que existe una competencia de inversión. Si los tipos de interés de estos activos son elevados, el inversor preferirá estos títulos de renta fija bien remunerados, que además tienen un vencimiento cercano en el tiempo (alrededor de un año), lo que asegura su liquidez y su garantía sin ser emitidos por Estados o por empresas solventes.

La relación entre cotizaciones bajas y altos tipos de interés y subidas de las bolsas cuando los tipos de interés son bajos es evidente por la competencia existente entre diferentes alternativas de inversión. Ello implica que las cotizaciones bursátiles se tienen que colocar en una situación tal que proporcionen al inversor una rentabilidad esperada que supere a la de los títulos de renta fija para compensar, además, el mayor riesgo que supone invertir en bolsa. Así, cuando los tipos de interés suben, los precios de las acciones bajan y, como consecuencia, aumenta la rentabilidad por dividendo. Y cuando los tipos de interés se reducen, las acciones suben, reduciéndose a su vez la rentabilidad por dividendo.

Si los tipos de interés para las Letras del Tesoro están, por ejemplo, al tres por ciento, el inversor en acciones debería esperar alcanzar un mínimo entre el seis y el ocho por ciento (incluyendo dividendo y plusvalías) para compensar el riesgo que supone invertir en títulos de renta variable.

La subida de los tipos de interés, pues, influye negativamente en los títulos bursátiles. Otro efecto negativo de la subida de los tipos es que un alza en el precio del dinero aumenta los costes financieros y, por tanto, reduce los beneficios. Esto será más significativo cuando los recursos de las empresas dependan más de los acreedores externos que de los propios (capital y reservas). Es decir, será más problemático para las empresas muy endeudadas que para las poco apalancadas.

Los dos mercados, el monetario y el bursátil, están interrelacionados por el mecanismo del crédito al mercado bursátil: para financiar estas operaciones se acude al mercado monetario, pues su duración máxima, con prórrogas, es de tres meses y medio. En consecuencia, una bajada de tipos incentivaría la entrada de compradores a crédito en el mercado y una subida experimentaría el efecto contrario.

c) **La política monetaria.** Condiciona la remuneración y la expansión o control de la masa monetaria. Por tanto, para anticipar los movimientos de los bancos centrales, podemos vigilar la evolución de la M3, la masa monetaria en circulación, que incluye el nivel de dinero en efectivo, además de los depósitos bancarios. Porque, en términos generales, las autoridades monetarias de todo el mundo intentan controlar la estabilidad de precios y la existencia de mucha masa monetaria en circulación implica subida de la inflación.

La política monetaria influye en las cotizaciones bursátiles, fundamentalmente, en lo referente a las tasas de interés, por lo señalado antes. También repercute en la liquidez del sistema: cuanto mayor sea el crecimiento de la masa monetaria, mayores podrán ser las disponibilidades líquidas del sistema financiero dirigidas a la bolsa. Por eso, los diversos programas de compra de activos por parte de la Reserva Federal y las subastas de liquidez a largo plazo realizadas por el Banco Central Europeo en los últimos años han favorecido subidas bursátiles.

Debido a la importancia que tienen los tipos internacionales, es aconsejable seguir las decisiones de los grandes bancos centrales. Y no sólo del Banco Central Europeo. Cualquier noticia al otro lado del Atlántico repercute en el Viejo Continente. Siempre se deberá estar atento a las decisiones de la Reserva Federal (el banco central

de Estados Unidos). Las reuniones del Comité de la Reserva Federal americana (conocida como Fed) suelen tener lugar ocho veces al año en Washington. En cada reunión, se realiza una revisión sobre las perspectivas de la economía de Estados Unidos y las opciones de política monetaria. Las actas de cada reunión se publican seis semanas después de haberse celebrado y pocos días antes de que tenga lugar la siguiente. En ocasiones, la Reserva Federal toma decisiones entre una reunión y otra. Un ejemplo de ello fue cuando en febrero de 2010 subió por sorpresa la tasa de descuento que aplica a los préstamos de urgencia a los bancos.

En Europa, la política monetaria viene dictada por el Banco Central Europeo (BCE). El Consejo de Gobierno del BCE se reúne generalmente dos veces al mes en su sede, ubicada en Fráncfort, Alemania. En su primera reunión mensual, el Consejo de Gobierno valora la evolución económica y monetaria y adopta su decisión mensual de política monetaria (mantener, subir o bajar el precio oficial del dinero). En su segunda reunión, el Consejo considera asuntos relacionados con otras funciones y competencias del BCE y el Eurosistema. Aunque las actas de las reuniones del BCE no se publican, la decisión de política monetaria se explica detalladamente en la conferencia de prensa que se celebra poco después de la primera reunión del mes.

A diferencia de la Reserva Federal, que tiene dos mandatos (controlar la inflación y velar por el crecimiento económico), el Banco Central Europeo sólo tiene una orden: mantener la estabilidad de precios.

Aunque las políticas de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo son las que más trascendencia tienen en las bolsas, los mercados cada vez siguen con más atención las medidas que adoptan las autoridades monetarias de China y de India, por ejemplo, por su creciente peso en la economía mundial.

d) **La inflación.** Un proceso inflacionista, que conlleva una subida de precios constante y elevada, desalienta el ahorro y afecta a toda inversión, fundamentalmente a la realizada en los mercados de renta fija a medio y largo plazo, ya que los tipos de interés y el nominal a amortizar están fijados de antemano, salvo el caso de que estén indicados.

A medio y largo plazo, la inversión en valores de renta variable permite controlar la erosión monetaria de los ahorros colocados, dado que estos valores representan partes alícuotas de activos reales que crecen al mismo tiempo que los demás precios y ese crecimiento se refleja en sus cotizaciones bursátiles.

En conclusión: el ahorrador a medio y largo plazo se defiende de la inflación con más eficacia invirtiendo en acciones que si lo hace en obligaciones o bonos de renta fija.

e) **Los beneficios empresariales.** Teóricamente, el valor de una acción será tanto mayor cuanto más elevados sean los resultados de la empresa cotizada. Como siempre en bolsa, lo más relevante son las expectativas de beneficios futuros. Sin embargo, conviene tener en cuenta los beneficios pasados, en la medida en que sirven para determinar si la evolución de resultados de una compañía en los últimos años ha sido positiva y consistente, o no. Así podemos evaluar la recurrencia de los beneficios de la empresa o la capacidad que tiene la compañía para generar beneficios a lo largo del tiempo. Por tanto, todo aquello que pueda afectar a los beneficios es relevante. Entre estos factores, habría que diferenciar los internos de la propia sociedad y los externos.

Entre los factores internos se encuentra la situación de su negocio. Para evaluarla, los analistas disponen de dos herramientas fundamentales: el balance (proporción de endeudamiento en relación a los fondos propios, distribución de los activos...) y la cuenta de resultados (margen de explotación, amortizaciones, peso de los resultados extraordinarios en el resultado final, impuestos, gastos financieros...). El estudio de los datos particulares de una empresa lo realiza el análisis fundamental, disciplina que se tratará en otro capítulo posterior.

Pero también existen factores externos a la compañía que el inversor debe tener en cuenta: la evolución de la economía a escala mundial, las huelgas, los costes de producción del país, los tipos de cambio, la inestabilidad política, el entorno sectorial y competitivo o los cambios de gobierno que impliquen cambio de la política económica o regulatoria influyen de modo negativo o positivo sobre las cuentas futuras de la sociedad.

f) **Las bolsas internacionales y la economía mundial.** La interdependencia mundial de las economías nacionales es un hecho, tras

la creación de grandes espacios económicos, por el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información y de la comunicación y por la creciente libertad de movimientos de capitales. Esto provoca que todas las bolsas del mundo estén cada vez más correlacionadas: el comportamiento de todas ellas está influido por las mismas variables financieras, economías y políticas.

Pese a ello, la inversión en un país determinado vendrá determinada inicialmente por su situación política, por la estabilidad de su moneda y por las expectativas del mercado de valores y los tipos de interés de los activos financieros.

La estabilidad del mercado internacional de divisas es un condicionante financiero del mercado bursátil, ya que las inversiones internacionales en bolsa se realizan en la moneda del país en donde se invierte. El inversor necesita que esta moneda sea estable y que le permita liquidar su posición sin sobresaltos. Pero, además, necesita la estabilidad de las principales monedas del sistema financiero internacional, el dólar y el euro. La cotización del dólar es un índice de la situación de Estados Unidos que, hoy por hoy, es el motor del mundo. Una bajada del dólar suele suponer un descenso en las cotizaciones de las bolsas mundiales, y viceversa. Aunque tras el estallido de la crisis de la deuda europea ya no se cumple esta «ley» del mercado. Desde su introducción, el euro también ha ganado en importancia en los mercados internacionales, al desplazar de los primeros puestos a monedas como la libra esterlina o el yen japonés.

Otro factor que se debe seguir son los efectos que tienen una apreciación o depreciación sobre los títulos bursátiles. Las compañías exportadoras (o con filiales en el extranjero) preferirían una moneda débil para que sus ventas en el exterior sean más competitivas. Por el contrario, las importadoras o aquéllas que dependan mucho del petróleo agradecerán una moneda nacional fuerte.

La entrada de capital extranjero en la bolsa española provoca el alza de las cotizaciones bursátiles. Una salida de capital extranjero puede provocar una bajada de los precios si no se sustituye por ahorro interno, debido a las grandes masas de capital que mueven los inversores institucionales foráneos. Durante la crisis de deuda, hemos observado salidas de capitales de España, sobre todo en 2010,

y del resto de los países de la periferia europea que más dudas han suscitado.

Existe, además, una creciente interdependencia entre las distintas bolsas internacionales, con pequeños desfases temporales, que tienen su explicación:

– En que todos los mercados bursátiles reaccionan de la misma forma a causas económicas comunes, que se derivan de la universalización de los fenómenos económicos.

– En que existe un mimetismo entre el comportamiento de los movimientos de las bolsas más importantes y el resto de plazas bursátiles, consecuencia de la creciente libertad de movimientos de capitales, de los criterios comunes de selección y análisis de inversiones y de la internacionalización de los inversores.

Este dato se comprueba diariamente en el seguimiento que se realiza del comportamiento de las Bolsas de Nueva York, Tokio y Londres. Esta circunstancia tuvo su ejemplo más espectacular en el «crash» de Wall Street en octubre de 1987, cuando se transmitió el fenómeno de caída inmediata de las cotizaciones a todas las bolsas mundiales; con ocasión de la denominada «Guerra del Golfo»; con la crisis de las bolsas asiáticas (entre 1997 y 1998); con los ataques terroristas a las Torres Gemelas en septiembre del ejercicio 2001; con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y, en general, con la crisis financiera provocada por las hipotecas «subprime» americanas, que estallaba en 2007 y se prolongó hasta 2009; y con la crisis de la deuda pública griega, que comenzó a principios de 2010 y que en 2012 aún no ha terminado, y que está afectando a todo el mundo, aunque de manera especial a la zona euro, sobre todo a sus países periféricos.

g) **Las tensiones políticas internacionales.** Una situación de inestabilidad política internacional (como el conflicto de los Balcanes, que lastró a las bolsas europeas en la primavera de 1999, o como la invasión de Irak por parte de Estados Unidos en 2003), no favorece el funcionamiento de los mercados bursátiles, ya que en situaciones de riesgo los inversores internacionales suelen repatriar sus inversiones, aunque sea asumiendo pérdidas, lo cual provoca las caídas de las cotizaciones en las bolsas dependientes de esta inversión exterior.

Estas inestabilidades políticas suelen provocar además temores en los inversores, que prefieren colocarse en posiciones de liquidez o en inversiones en renta fija, lo que incrementa todavía más las tensiones a la baja en las cotizaciones bursátiles. Finalmente, el efecto contagio de las bolsas crea un clima general de crisis bursátil ante el que es difícil reaccionar.

#### **4.4. ¿Qué derecho a la información tiene el accionista?**

La información al accionista como tal está ligada a la normativa contenida en la Ley de Sociedades Anónimas y, en concreto, al derecho de información que tienen los accionistas en la junta general. Un derecho del que podrán hacer uso por escrito con anterioridad a la junta o verbalmente durante la misma, solicitando informes o aclaraciones sobre los asuntos comprendidos en el orden del día. A partir de la convocatoria de la junta, cualquier accionista podrá obtener de la sociedad, de forma inmediata y gratuita, los documentos que serán sometidos a la aprobación de la misma y el informe de los auditores de cuentas.

Junto a este derecho de información personal del accionista, la Ley de Sociedades Anónimas recoge una serie de supuestos específicos de protección al derecho de información del accionista en materia de ampliaciones de capital, fusión, modificaciones estatutarias, adquisición de acciones propias, etc.

La Ley de Sociedades Anónimas impone también el deber de depósito y publicidad de las cuentas anuales, del informe de gestión y del informe de los auditores de las sociedades en el Registro Mercantil. Cualquier persona podrá obtener información de todos los documentos depositados. Existe, pues, un deber de información general de las sociedades estén o no cotizadas en bolsa.

#### **4.5. ¿Qué información deben tener los inversores antes de suscribir un fondo de inversión?**

Las entidades comercializadoras de fondos de inversión están obligadas a entregar un folleto a sus clientes, en su formato simplificado, antes de la suscripción de las participaciones, cualquiera que

sea el canal que se emplee para la venta. El inversor siempre podrá obtener el folleto de los fondos de los que sea partícipe en las propias entidades financieras, en sus páginas web y en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En el folleto será necesario comprobar los siguientes datos, según recomienda la guía informativa que ha editado la CNMV sobre la industria de los fondos de inversión:

a) Denominación exacta del fondo de inversión, de su sociedad gestora y de la entidad depositaria de los valores y la liquidez que integran el patrimonio del fondo.

b) Características generales del fondo, como el perfil de riesgo, la inversión mínima inicial, la inversión mínima a mantener, la duración mínima recomendada de la inversión y el periodo de comercialización en el caso de los fondos garantizados.

c) Suscripciones y reembolsos: valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos, hora de corte, preavisos para el reembolso, frecuencia del cálculo del valor liquidativo y lugares de publicación de ese valor liquidativo.

d) Política de inversión: categoría del fondo, tipos de activos en los que invierte, objetivo de gestión. En los fondos garantizados, las características principales de la garantía.

e) Situación patrimonial, económica y financiera, y número de partícipes del fondo.

f) Cuáles son las comisiones de suscripción, de gestión y de reembolso que tiene el fondo de inversión. Se debe informar sobre las comisiones aplicadas, la base para su cálculo (si será el patrimonio o los resultados), además de otras condiciones para la aplicación de comisiones (términos de permanencia, ventanas de liquidez), así como el límite máximo de cada una de ellas.

g) Garantía de rentabilidad (sólo en los fondos garantizados): alcance y circunstancias condicionantes de la garantía, así como su fecha de vencimiento. Las fórmulas de cálculo de la posible revalorización y la TAE garantizada -si es que es posible su cálculo-.

La entidad gestora del fondo deberá entregar al partícipe las cuentas anuales y el último informe trimestral y suministrar periódicamente esa información al partícipe.

#### 4.6. ¿Deben informar al público las sociedades cotizadas en bolsa?

En un punto anterior veíamos que el accionista tiene derecho a que la sociedad en la que participa le informe. Pero las sociedades cotizadas también deben informar al público.

El deber de información ligado a las sociedades cotizadas en bolsa nace desde su propia emisión y oferta pública de venta. La Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo exige a las empresas emisoras de valores:

a) La comunicación de la emisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) La aportación y registro previo por la CNMV de los documentos acreditativos del acuerdo de emisión, de las características de los valores que se emiten, y de los derechos y obligaciones de sus tenedores.

c) La verificación y registro por la CNMV de los informes de auditoría y de las cuentas anuales del emisor.

d) La verificación y registro por la CNMV de un folleto informativo sobre la emisión proyectada.

El contenido de la información se detalla en el folleto informativo de la emisión, que contiene los datos de la emisión, de los valores que se emiten y de la entidad emisora. Este documento, que deberá ser editado por la sociedad emisora y entregado gratuitamente a los suscriptores de valores que lo soliciten, contendrá la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone.

El folleto deberá estar disponible para el público en el domicilio social del emisor y, en su caso, en el domicilio social y en las sucursales de las entidades encargadas de la colocación de la emisión o del servicio financiero de las mismas.

Uno de los factores que hay que tener en cuenta es si la emisión se realiza a través de una oferta pública de venta (OPV) o a través de una oferta pública de suscripción (OPS). En la primera, uno o varios accionistas ofrecen en venta sus acciones, es decir, el capital social no varía, sólo cambia de manos. La OPS, en cambio, es una operación por la que la sociedad ofrece acciones de nueva emisión,

producto de una ampliación de capital. Su finalidad principal es la captación de recursos para la financiación de proyectos empresariales, por lo que el comprador de las nuevas acciones debe analizar en qué se van a utilizar los fondos captados.

Junto a la obligación de información en el mercado de emisiones, el derecho bursátil español tiene también un apartado de normas de información relativas al mercado secundario o bursátil de las empresas cotizadas:

a) Los emisores cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado están obligados a presentar un informe financiero anual en el plazo máximo de cuatro meses desde la finalización de cada ejercicio. Este documento debe contener tanto las cuentas anuales como un informe de gestión, ambos revisados por un auditor. Ese informe debe estar a disposición del público durante cinco años.

b) Las empresas que coticen en bolsa deben presentar sus resultados trimestrales en los que se incluya una explicación de los hechos y de las operaciones significativas que hayan tenido lugar durante el periodo correspondiente y los efectos que han podido tener en la situación de la compañía. También se debe incluir una descripción general de la situación financiera, de sus resultados y los de las empresas que controla.

c) Las sociedades anónimas cotizadas están obligadas a disponer de una página web para atender al ejercicio del derecho a la información por parte de los accionistas, y para difundir la información relevante.

Las sociedades rectoras de las bolsas tienen la obligación de facilitar la difusión de las informaciones trimestrales mediante su publicación en el Boletín de Cotización. Dichas sociedades y la CNMV mantendrán en sus locales, a disposición del público, los estados financieros y la información recibida de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación oficial.

d) Además de la información periódica, las compañías que cotizan en bolsa están obligadas a comunicar a los inversores todos los hechos relevantes. Se considera información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda influir razonablemente a un inversor para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto,

pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario. Por ello, los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir inmediatamente al mercado toda información relevante. La ley requiere que la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se haga simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho. Cuando la información relevante pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicar la información relevante, con carácter previo a su publicación, a la CNMV, que la difundirá inmediatamente.

La CNMV está habilitada para ordenar a los emisores de los valores que pongan en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones significativas que puedan afectar a la negociación de los mismos. Si las sociedades no hacen públicos estos hechos relevantes, la propia CNMV puede hacerlo.

La CNMV tiene además registros públicos de folletos informativos y de los informes de auditoría de cuentas y ampliación y revisión.

Finalmente existen obligaciones específicas de información sobre la existencia de participaciones significativas en sociedades cotizadas, sobre autocartera y adquisición de acciones propias y en el caso de ofertas públicas de adquisición de valores (OPAS).

#### **4.7. ¿Qué otras informaciones son precisas para invertir?**

Se completa la información con la publicación de los datos estadísticos del mercado y de los valores admitidos a contratación: volumen de contratación, índices bursátiles, frecuencia de contratación, volatilidad de los valores, volumen intermediado por las sociedades y agencias de bolsa, etc.

La publicación de estos datos la realizan tanto la CNMV, como las sociedades rectoras de las bolsas en el Boletín de Cotización y en sus informes trimestrales y memoria anual, la Sociedad de Bolsas en el Mercado Continuo, en incluso el Banco de España en su Boletín Estadístico Mensual.

Para el día a día, la información del mercado bursátil aparece en todos los diarios de información general y especializada, así como se-

manalmente en las revistas y publicaciones de información económica y bursátil como «INVERSION», o en los diversos portales financieros, como finanzas.com

Si el inversor desea una información en tiempo real del Mercado Continuo bursátil, existe una red de redifusores de los datos del mercado a la que se puede acceder en las salas y tiendas de bolsa creadas por las sociedades y agencias, a través de las pantallas de información instaladas en determinadas sucursales de las entidades financieras, o finalmente en los propios recintos de las cuatro bolsas. También es posible contratar los servicios de plataformas web que permiten operar en tiempo real y, por tanto, disponer de la información de las cotizaciones en directo.

El sistema de redifusión de la información del mercado es en tiempo real, lo que supone que la información de precios, valores, volúmenes y operadores es la que se está intercambiando en el momento en el mercado. Esto permite al inversor tomar decisiones instantáneas de compra y venta en función de la evolución inmediata del mercado.

La información sobre la evolución de las empresas y de sus sectores a corto plazo puede también obtenerse por las noticias publicadas en revistas y diarios especializados, en las páginas de economía de los de información general o en los portales financieros. Es un tipo de información que, a veces, aún no está contrastada por los informes obligatorios que deben emitirse para el mercado, pero añade un elemento más de juicio para las inversiones.

#### **4.8. ¿Qué obligaciones de información tiene el intermediario bursátil con su cliente?**

Las entidades que operan en el mercado de valores deben asesorar profesional, objetiva e imparcialmente a su clientela. Para ello existen normas de conducta, que se concretan en:

a) Las entidades ofrecerán y suministrarán a sus clientes toda la información de que dispongan cuando pueda ser relevante para la adopción por ellos de decisiones de inversión. Deberán dedicar a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos.

b) Las entidades dispondrán de los sistemas de información necesarios y actualizados con periodicidad adecuada, para poderse la proporcionar a sus clientes.

c) La información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo, para evitar su incorrecta interpretación. Debe hacer hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, especialmente en productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata. Cualquier previsión debe estar justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos.

d) Toda información que las entidades, sus empleados o representantes divulguen entre sus clientes debe representar la opinión de la entidad sobre el asunto de referencia y estar basada en criterios objetivos, sin hacer uso de información privilegiada. A estos efectos, conservarán de forma sistematizada los estudios o análisis sobre la base de los cuales se han realizado las recomendaciones.

e) Las entidades deberán informar a sus clientes con la máxima celeridad de todas las incidencias relativas a las operaciones contratadas por ellos. Deben también recabar de inmediato nuevas instrucciones en caso de ser necesario para el interés del cliente. Sólo cuando por razones de rapidez ello no resulte posible, deberán proceder a tomar por sí mismas las medidas que, basadas en la prudencia, sean oportunas a los intereses de los clientes.

f) Deberán exponerse a los clientes las vinculaciones económicas o de cualquier otro tipo que existan entre la entidad y otras entidades que puedan actuar de contrapartida.

g) Las entidades que realicen actividades de asesoramiento a sus clientes deberán:

- Comportarse leal, profesional e imparcialmente en la elaboración de informes.

- Poner en conocimiento de los clientes las vinculaciones relevantes, económicas o de cualquier tipo, que existan o que vayan a establecerse, entre dichas entidades y las proveedoras de los productos objeto de su asesoramiento.

- Abstenerse de negociar para sí antes de divulgar análisis o estudios que puedan afectar a un valor.

– Abstenerse de distribuir estudios o análisis que contengan recomendaciones de inversiones con el exclusivo objeto de beneficiar a la propia compañía.

Ya hablando de la toma de decisiones, de la ejecución de órdenes de inversión, en la guía que sobre la MIFID elaboró la CNMV, resumía las obligaciones de información de las entidades con respecto a sus clientes en las siguientes:

– En el caso de compra o venta de productos financieros, una vez ejecutada la orden, el cliente recibirá una confirmación con información sobre las condiciones en las que se ha llevado a cabo (importe, fecha, hora, mercado, además del desglose de todas las comisiones y los gastos).

– En el caso de que haya contratado la gestión de una cartera, la entidad debe remitirle información periódica sobre la composición y la valoración de las inversiones, los rendimientos y la cantidad total de comisiones y gastos soportados en el periodo.

Ahora, con la entrada en vigor de la MiFID (desde 2007), las entidades operantes en el mercado de valores deben solicitar de sus clientes la información necesaria para la correcta identificación de su perfil de inversor, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando sea relevante para los servicios que se vayan a proveer. De este modo, la entidad evaluará sus conocimientos y su experiencia previa en los mercados a través de llamado «test de idoneidad». También le preguntará sobre la fuente y el nivel de ingresos regulares, el patrimonio y los pagos periódicos. Y, finalmente, sobre los objetivos de su inversión, su horizonte temporal y su apetito o aversión al riesgo. Todo ello se debe a que, según la nueva normativa, las entidades están obligadas a ofrecer a sus clientes sólo los productos que consideren apropiados para ellos de acuerdo con sus características. Toda esta información tendrá carácter confidencial y no podrá ser utilizada en beneficio propio de la entidad o de terceros.

#### **4.9. ¿Qué es la información privilegiada en el mercado de valores?**

La Ley del Mercado de Valores establece que todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar

por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes:

- a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere.
- b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
- c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

La Ley Financiera refuerza la regulación sobre la información privilegiada, extendiendo este concepto a otros instrumentos distintos de los valores negociables. Además, se desarrolla de forma muy detallada la información relevante que es de obligada comunicación al mercado, de forma universal y sin conceder prioridades.

La Ley entiende por «información privilegiada» toda información de carácter concreto referente a uno o varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que, de haberse hecho pública, hubiera podido influir de modo relevante en su cotización.

Lo que se trata de impedir es el beneficio de unos pocos en detrimento del resto del mercado. Su origen se halla en la figura anglosajona del «insider trading», iniciado o conocedor, que es quien utiliza informaciones privilegiadas para obtener un beneficio al que no tienen acceso los demás participantes en el mercado.

Con esta práctica se produce un fraude al principio de formación imparcial y objetiva de los precios.

La lucha contra este fraude que atenta a la transparencia y fluidez del mercado se inició ya hace años en Estados Unidos, con penas incluso de cárcel para los que se sirviesen de información privilegiada. Se ha desarrollado en Directivas de la Unión Europea que están aplicándose en España y que intentan evitar las posiciones de privilegio que perjudican a la igualdad de oportunidades de los participantes en el mercado.

La dificultad de recoger pruebas contundentes ha permitido que este delito quede a veces impune. Pese a ello, las sanciones a los «iniciados» han de ser lo suficientemente disuasorias para evitar la proliferación de esta práctica contraria al mercado.

#### 4.10. ¿Qué son las «murallas chinas»?

Es un concepto ligado al de información privilegiada, que hemos visto en el apartado anterior. Las «murallas chinas» suponen la necesidad de la separación física, con compromisos de conducta y confidencialidad, de los departamentos de banca tradicional, servicios financieros a las empresas, los de gestión, negociación en los mercados de valores y análisis, dentro de una entidad de crédito o de una empresa de servicios de inversión. Esta separación de las diferentes áreas de negocio de este tipo de sociedades tiene como objetivo resolver el conflicto de intereses que puede surgir del desempeño de varias actividades a un tiempo: el conocimiento confidencial de una empresa, el préstamo de servicios a esa compañía, el asesoramiento a los inversores, así como la inversión por cuenta propia o «prop-trading».

La Ley Financiera aprobada a finales de 2002 dice a este respecto que todas las entidades que presten servicios de inversión y las demás entidades que actúen o presten servicios de asesoramiento de inversión en los mercados de valores tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés. Estas entidades están obligadas a:

a) Establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas. Así, deberán constituirse en áreas separadas, al menos, cada uno de los departamentos que desarrollen las actividades de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis.

b) Establecer adecuadas barreras de información entre cada área y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas.

c) Definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada.

d) Elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.

#### 4.11. Las tres teorías de los mercados eficientes

La teoría débil afirma que los cambios consecutivos en los precios de los valores son independientes los unos de los otros y que la información contenida en los datos históricos está ya inmersa en los precios actuales. Según esta teoría, el análisis técnico no añadiría ningún valor, ya que toda la información contenida en los precios está reflejada en los mismos.

La teoría semifuerte afirma que los precios de las acciones reflejan de un modo inmediato y eficiente toda la información pública disponible y que toda decisión tomada después de un hecho conocido no produce más que resultados aleatorios. Según esta teoría, tampoco el análisis fundamental aportaría ningún valor, ya que toda la información disponible ya está reflejada en los precios.

La teoría fuerte afirma que los precios de los valores reflejan no sólo toda la información disponible, sino también aquella que todavía no ha sido revelada al mercado. Esta teoría ratificaría la invalidez del análisis fundamental para aventajar al mercado, al tiempo que afirma que incluso la información no pública ya está incorporada a los precios.

#### 4.12. ¿Qué es la estadística bursátil?

La aplicación de la estadística a la bolsa como método de análisis ha permitido el conocimiento de las variaciones de las magnitudes bursátiles en relación con la misma magnitud en otro periodo considerado como base. La estadística bursátil se ha centrado en:

a) La capitalización bursátil: es el resultado de multiplicar la cotización de un valor por el número de unidades que del mismo existen. Si lo referimos a todos los valores negociados en el mercado de valores nacional, tendremos la capitalización bursátil nacional, que podremos comparar con otros años y con otros mercados.

b) El volumen de contratación: es la cifra en moneda nacional del mercado bursátil. Es un instrumento utilizado para conocer el incremento o disminución de la contratación y como medida de la liquidez del mercado, dado que volúmenes de contratación pequeños demuestran la escasa dimensión del mercado bursátil y su estrechez.

c) Las variaciones de los precios bursátiles: se miden con el instrumento estadístico más utilizado, que son los índices bursátiles o

de cotización de acciones. Con el índice de cotización de acciones pueden medirse las variaciones agregadas de las cotizaciones de los valores. El índice bursátil proporciona una visión de conjunto de las cotizaciones del mercado bursátil en un periodo determinado, relacionándolo con otro tomado como base. En un ejemplo sencillo y sobre un solo valor, sería así:

Si  $C_0$  designa la cotización de una acción en la fecha base, y  $C_1$  la cotización de la misma acción en la fecha en que se trata de determinar el índice, se calcula el índice de cotización (I) mediante la fórmula:

$$I = (C_0/C_1) \times 100$$

Para el cálculo de los índices se recogen las cotizaciones de los valores más representativos del mercado, seleccionados previamente para su comparación homogénea. Se realiza la media aritmética o geométrica de los mismos, según la fórmula utilizada para su determinación y que varía en su composición, número de valores, ponderación, de un mercado bursátil a otro.

La difusión diaria de la estadística bursátil a través del «Boletín de Cotización de las Bolsas», de los medios de información, general y económica, y otros medios de difusión, permite al inversor estar al día de todas las magnitudes bursátiles. Además, Bolsas y Mercados Españoles publica los datos mensuales de contratación, al igual que la CNMV y el boletín estadístico del Banco de España. Con ello, se demuestra la importancia de la estadística bursátil como medio de información para la toma de decisiones de inversión.

#### **4.13. ¿Para qué sirven los índices de cotización?**

Los índices de cotización de acciones tienen múltiples funciones:

- 1) Son reflejo de lo que sucede en el mercado.
- 2) Permiten la comparación con carteras de valores para juzgar la gestión de las mismas.
- 3) Miden las experiencias inversoras de los que colocan sus ahorros en bolsa.
- 4) Sirven como instrumentos de predicción de la evolución del mercado bursátil.

5) Son utilizados como base para decisiones económicas y políticas.

#### 4.14. ¿Cuáles son los principales índices bursátiles españoles?

El Ibex-35 es el principal índice selectivo del mercado bursátil español. Lo elabora la Sociedad de Bolsas para el Mercado Continuo. Está compuesto por los 35 valores con mayor capitalización en la bolsa española. El conjunto de valores que lo componen varía, igual que su ponderación, según las modificaciones de la capitalización bursátil de cada uno y de sus niveles de liquidez. Un Comité Técnico Asesor se reúne cada seis meses para estudiar posibles cambios en la composición del índice de acuerdo con estos datos. Este comité también decidirá sobre la inclusión o exclusión de valores cuando concurren circunstancias extraordinarias (la exclusión de un valor de cotización, la fusión de dos compañías, etc.). Los índices calculados por capitalización (como el Ibex-35) son muy representativos respecto del conjunto de la bolsa española, hasta el punto de que se sobre ellos se negocian desde hace años productos derivados (futuros, opciones y «warrants»).

Los valores que componen, en el mes de mayo de 2012, el índice selectivo son: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Amadeus, ArcelorMittal, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, Bankinter, BBVA, BME, CaixaBank, Dia, Enagás, Endesa, FCC, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Grifols, IAG, Iberdrola, Inditex, Indra, Mapfre, Mediaset, OHL, Red Eléctrica, Repsol, Sacyr Vallehermoso, Técnicas Reunidas y Telefónica. El selectivo español estuvo compuesto, de manera excepcional, por 36 valores, entre enero y mayo de 2012 porque el Comité Asesor Técnico, en la revisión de finales de 2011, consideró oportuno incorporar a Dia, pero sin excluir a ningún valor. A su juicio, circunstancias coyunturales, como la prohibición de la toma de posiciones cortas en los valores financieros para protegerlos contra las caídas, provocó la caída del volumen de negociación de algunos de ellos. Con la exclusión de Ebro Foods el 2 de mayo el selectivo volvió a tener 35 valores.

**Ibex sectoriales.** Para facilitar la aproximación al comportamiento sectorial del mercado se utiliza la clasificación sectorial armonizada de

las compañías cotizadas en el Índice General de la Bolsa de Madrid, que cuentan seis sectores y 27 subsectores. Los seis índices sectoriales son: El Ibex Petróleo y Energía, el Ibex Materiales Básicos Industriales y Construcción, el Ibex de Bienes de Consumo, el Ibex de Servicios de Consumo, el Ibex de Servicios Financieros e Inmobiliarios y el Ibex Tecnología y Telecomunicaciones.

Además, existen otros índices formados con distintos criterios. Por ejemplo, la capitalización bursátil. En este sentido, además del Ibex-35, en el que cotizan las compañías más grandes y más líquidas del mercado español, existen otros dos índices: el Ibex Small Cap y el Ibex Medium Cap.

También hay un índice, el Ibex Top Dividendo, en el que se recogen los valores del mercado español que destaquen por su elevada rentabilidad por dividendo.

Y, a partir del 22 de abril de 2010, se comenzaron a difundir otros cinco índices: el Ibex-35 con dividendos netos, el Ibex-35 doble apalancado inverso, el Ibex-35 triple inverso, el Ibex-35 doble apalancado y el Ibex-35 triple apalancado. Estos nuevos índices nacen con la finalidad de servir de subyacente de productos financieros como certificados o fondos cotizados (ETFs).

**Latibex.** El 1 de diciembre de 1999 se constituyó el Latibex (el mercado español de valores latinoamericanos en euros). Ofrece a los inversores la oportunidad de negociar las acciones de las principales empresas latinoamericanas a través de un único mercado y una divisa única (el euro). El Latibex se inició con cinco valores. En abril de 2012, cotizaban ya 29 valores. Y en el Latibex Top, quince. La evolución del Latibex en sus primeros años de vida fue algo decepcionante, con bajos niveles de contratación y pobres rentabilidades. En 2000, cayó un 23 por ciento; el siguiente año recuperó un 6 por ciento, para perder otro 34 por ciento en 2002. Pero, a continuación, encadenó cinco años de fuertes subidas. Destacó la revalorización del 84 por ciento que registró en 2005. En 2008 sufrió los rigores de la crisis con una caída del 51 por ciento, pero su rebote en 2009 fue del 97 por ciento. El ejercicio 2011 lo cerró con un recorte del 23 por ciento.

**Nuevo Mercado.** El 10 de abril de 2000 se constituyó el Nuevo Mercado, que nació con diez valores relacionados con las nuevas tec-

nologías. En sus tres primeros años de vida tuvo un comportamiento muy decepcionante. Su evolución estuvo marcada por el pinchazo de la burbuja tecnológica en marzo de 2000.

En diciembre de 2007, Bolsas y Mercados Españoles dejó de calcular este índice, que, en ese momento, estaba compuesto por Amper, Abengoa, Avánzit, Indra, Jazztel, Natraceutical, Tecnocom y Zeltia.

El **Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM)** englobaba, al cierre del ejercicio bursátil 2011, 131 valores. Este índice comenzó a publicarse en 1940. Es un índice de precios, es decir, que refleja la rentabilidad obtenida por el aumento o disminución del precio de las acciones. Hasta 1985 la base era 100 cada año. A partir de enero de 1986 comenzó a calcularse como una serie histórica continua con base 100 el día 31 de diciembre de 1985. Actualmente se encuentra en torno a los 750 puntos.

El **BCN MID-50** es un índice específico, elaborado por la Bolsa de Barcelona, que engloba a las 50 mayores compañías españolas que cotizan en la Bolsa de Barcelona y están fuera del Ibex-35. Se presentó el 2 de enero de 1996 con un valor base de 4.000 puntos, fijados el 31 de diciembre de 1996. Incluye valores de mediana y pequeña capitalización bursátil y todos ellos tienen el mismo peso.

El **Mercado Alternativo Bursátil (MAB)** para empresas en expansión fue diseñado para facilitar el acceso de las medianas y pequeñas compañías a los mercados de valores. 2009 fue su primer año de funcionamiento efectivo con el debut de dos sociedades cotizadas: Zinkia e Imaginarium. En mayo de 2012 ya cotizaban 22 compañías en este índice. La salida de compañías al MAB se perfila como una alternativa para que empresas de menor tamaño puedan conseguir no sólo financiación, sino también liquidez para sus accionistas, una valoración permanente o reconocimiento público. El inversor ha de tener en cuenta que la liquidez de este mercado es limitada, dado que sólo se producen dos cambios diarios: uno por la mañana, a las doce, y otro a las cuatro de la tarde. Antes de que las pequeñas y medianas empresas cotizaran en el MAB, ya lo hacían sociedades de capital riesgo y SICAV's.





## ¿Cómo se opera en bolsa?

- 5.1. ¿Qué es una operación de bolsa?
- 5.2. ¿A quién dirigirse para invertir en bolsa?
- 5.3. ¿Qué otras entidades o personas están autorizadas para operar en el mercado?
- 5.4. ¿Cómo se opera a través de internet?
- 5.5. ¿Qué es un «chiringuito financiero»?
- 5.6. ¿Qué condiciones debe reunir un intermediario bursátil?
- 5.7. ¿Cómo pueden ser los pactos, condiciones y contratos con el intermediario bursátil?
- 5.8. ¿Cómo se dan las órdenes de bolsa y cuál es su contenido?
- 5.9. Tipos de órdenes en el mercado continuo
- 5.10. ¿Cuáles son las obligaciones del comisionista («broker») miembro del mercado bursátil?
- 5.11. ¿Está obligado el intermediario bursátil a aceptar todas las órdenes recibidas de sus clientes?
- 5.12. ¿Qué obligaciones contrae el cliente con el intermediario bursátil?
- 5.13. ¿Cuál es la inversión mínima en bolsa?
- 5.14. ¿Qué comisiones y gastos lleva consigo la contratación en bolsa?
- 5.15. ¿Hay que pagar al contado en bolsa?
- 5.16. ¿Se puede operar en bolsa a crédito?
- 5.17. ¿A quién se puede reclamar?



## 5 ¿Cómo se opera en bolsa?

### 5.1. ¿Qué es una operación de bolsa?

Se denomina operación de bolsa a las transmisiones de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores. Dichas operaciones se realizarán, en todo caso, con la participación o mediación de al menos un miembro de la bolsa y a través de los sistemas de contratación que las bolsas de valores tengan establecidos. La operación de bolsa requiere, por tanto, varios elementos:

a) El ordenante, persona física o jurídica que da la orden de compra o venta de valores en bolsa. Este ordenante tendrá que tener capacidad jurídica suficiente para comprar o vender valores. La orden deberá expresar con claridad la voluntad del ordenante respecto a la operación bursátil que se pretende llevar a cabo.

b) El miembro de bolsa. Para ejecutar una operación de compra o venta de valores en bolsa se requiere que intervenga obligatoriamente una sociedad o agencia de valores y bolsa miembro del mercado.

c) El objeto de la operación, es decir, valores admitidos a negociación en bolsa. La compraventa de valores no admitidos a cotización no tiene la consideración de operación bursátil.

d) Sistemas de contratación que las bolsas tengan establecidos a través de las que realizar esas compraventas de valores.

### 5.2. ¿A quién dirigirse para invertir en bolsa?

Para invertir en bolsa, el inversor se puede dirigir a las empresas de servicios de inversión (ESI), cuya actividad se desarrolla específicamente en los mercados de valores. También puede acudir a un banco, caja de ahorros o a una cooperativa de crédito.

La realización de actividades bancarias debe ser autorizada por el Banco de España; la actividad de seguros, planes y fondos de pensiones debe ser autorizada por la Dirección General de Seguros; y toda actividad relacionada con los mercados de valores y con los fondos de inversión debe ser autorizada por la CNMV.

Sólo las empresas autorizadas por la CNMV o las entidades crediticias autorizadas por el Banco de España pueden ofrecer servicios de inversión. Para poder recibir esta autorización, las empresas de-

ben cumplir unos requisitos que garanticen su solvencia financiera y su capacidad para prestar los servicios que ofrecen. Estos requisitos se encuentran establecidos en la normativa y su cumplimiento es supervisado por la CNMV.

Por eso, una primera cautela que debe adoptar el inversor es asegurarse de que la entidad está debidamente autorizada por la CNMV o por el Banco de España para prestar servicios de inversión. Además, es recomendable exigir siempre la documentación de todas las operaciones que realice con la entidad.

Las empresas de servicios de inversión están autorizadas para realizar las siguientes actividades:

- Recibir, transmitir y ejecutar órdenes de compra y venta de bonos, acciones y otros productos en los mercados de valores por cuenta de sus clientes.

- Gestionar el patrimonio o cartera de los inversores que les hayan dado un mandato para ello.

- Actuar como intermediarios cuando las empresas realizan emisiones de acciones, bonos u obligaciones, y cuando llevan a cabo ofertas públicas de venta de valores, poniendo en conocimiento de los inversores estas emisiones y ofertas.

- Ser depositarios y administradores de valores y productos financieros de los ahorradores.

- Conceder créditos o préstamos a los inversores para que éstos puedan realizar operaciones.

- Asesorar a empresas e inversores.

No todas las empresas de servicios de inversión están autorizadas para realizar todas las actividades. Algunas sólo lo están para desarrollar algunas de ellas. Por ello, el inversor debe cerciorarse de que la empresa que ha seleccionado está acreditada para ofrecer los servicios que necesita.

La Ley del Mercado de Valores estableció unos intermediarios exclusivos del mercado para operar directamente en él: las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa. Estas entidades bursátiles, que tienen la forma jurídica de sociedades anónimas, eran las únicas autorizadas para operar en las bolsas en las que fueran miembros accionistas y en el mercado bursátil continuo e interconectado.

La reciente reforma de la Ley del Mercado de Valores, motivada por la introducción en nuestro derecho interno de la Directiva Europea de Servicios de Inversión, crea la figura más amplia de las empresas de servicios de inversión, que son aquellas entidades cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros.

Hay tres tipos de empresas de servicios de inversión:

– Sociedades de Valores: están autorizadas a realizar todo tipo de servicios de inversión. Estas empresas están autorizadas para operar tanto por cuenta ajena como por cuenta propia.

– Agencias de Valores: no pueden operar por cuenta propia. Sólo pueden tramitar órdenes de compra o venta de valores por cuenta de sus clientes. Esto limita las actividades que pueden ofrecer a los clientes. Por ejemplo, no pueden conceder créditos o préstamos.

– Sociedades Gestoras de Carteras: estas entidades sólo están autorizadas a gestionar carteras de inversión de acuerdo con los mandatos expresos que les den los inversores y a ofrecer asesoramiento tanto a inversores como a empresas.

Las empresas de servicios de inversión extranjeras pueden desarrollar su actividad en España, bien a través de sucursal, o en régimen de libre prestación de servicios. Si se trata de una entidad extranjera de un Estado no miembro de la Unión Europea, será necesaria la previa autorización. Una vez otorgada, quedará inscrita en el Registro de la CNMV. Por el contrario, no es necesaria la autorización previa para la apertura de sucursales o la libre prestación de servicios por parte de empresas de servicios de inversión autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea. El motivo es que estas entidades disponen del «pasaporte europeo». Pero la CNMV debe recibir de la autoridad supervisora del país de origen una comunicación en la que se indiquen las actividades que pretende ofrecer y el sistema de garantía de inversores al que esté adherida la entidad, entre otros datos. Recibida la comunicación, se inscribe la entidad en el registro de la CNMV.

Sólo las Sociedades y Agencias de Valores inscritas en el correspondiente registro de la CNMV que cumplan una serie de requisitos y de procedimientos tendentes a ostentar la condición legal de

miembro pueden ser accionistas de las Sociedades Rectoras de las distintas Bolsas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). A los que así lo son se les conoce como «miembros del mercado». Las sociedades y agencias de valores tienen la posibilidad de operar sin ser miembro del mercado. En este caso, pueden realizar todas las operaciones propias de los intermediarios bursátiles, excepto la de ejecutar directamente en el mercado las operaciones. Para ello, se tienen que servir de un miembro del mercado.

Las operaciones por órdenes de terceros más habituales que realizan tanto las sociedades como las agencias son las de recibir órdenes de clientes y ejecutarlas en el mercado (siempre que sean miembros del mercado), suscribir y gestionar participaciones de fondos de inversión, mediar en la colocación de emisiones, intermediar en el mercado de deuda pública anotada, gestionar carteras de valores y además ser depositarias de los mismos.

Las sociedades y agencias de valores, miembros o no de un mercado, están sujetas a unos requisitos de capital social, administración, contabilidad, auditoría e inspección que tratan de proteger al mercado y a los intervinientes en él. Todas ellas están inscritas en un registro especial de carácter público, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las sociedades y agencias de valores y otras empresas de inversión autorizadas e inscritas son las únicas habilitadas para realizar las actividades descritas en el mercado.

La CNMV supervisa de forma regular el cumplimiento de todos los requisitos. Aparte de los datos financieros, se vigila que la empresa lleve de forma correcta el registro de operaciones, que contiene la información sobre las órdenes recibidas de los clientes sobre compra, venta y depósito de valores, así como las actuaciones realizadas posteriormente por la entidad. Además, la entidad debe tener un registro de justificantes de órdenes, que recoge la forma material cómo los clientes hicieron sus órdenes: en papel, si las órdenes fueron realizadas por escrito; en cinta de grabación, si se realizaron por vía telefónica; o en registro magnético, en el caso de transmisión electrónica.

Para facilitar el desarrollo territorial y comercial de las sociedades y agencias de valores, se autoriza a éstas la posibilidad de actuar

por medio de representantes, sujetos a unos requisitos establecidos normativamente y a la necesidad de su inscripción en el registro especial de representaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El inversor debe cerciorarse de que la representación ha sido inscrita y no ha sido revocada.

Algunas sociedades de valores han dado un paso adelante para acercarse al pequeño inversor individual. Para facilitar el acceso de este tipo de cliente al mercado han puesto en marcha las llamadas tiendas de bolsa. Se trata de un espacio especialmente dotado para realizar operaciones bursátiles de forma inmediata. Por un lado, cuentan con los sistemas de información necesarios para que el inversor pueda seguir la evolución del mercado de tiempo real. Y, por otro, tienen el personal capacitado para recibir las órdenes del cliente y ejecutarlas directamente en el mercado.

Con la entrada en vigor de la directiva MIFID, el asesoramiento en materia de inversión pasa a ser un servicio de inversión (en la directiva derogada, el asesoramiento se consideraba una actividad complementaria de los servicios de inversión) y se define como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión. El hecho de que el asesoramiento sea ahora un servicio de inversión supone que es objeto de autorización y registro y de mayores requisitos y controles para su ejercicio. Ello supone la creación de una nueva figura, la de la empresa de asesoramiento financiero independiente (EAFI), que en España comenzó su andadura a principios de 2009. La autorización de las empresas de asesoramiento financiero corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Además, existe un registro público con todas las empresas de inversión y, por tanto, también con los asesores.

Las empresas de asesoramiento financiero son aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión y los servicios auxiliares siguientes:

- El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresa.

– La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.

### **5.3. ¿Qué otras entidades o personas están autorizadas para operar en el mercado?**

Junto a las sociedades y agencias de valores y el resto de empresas de servicios de inversión, también los bancos, cajas de ahorro y cajas rurales (entidades de crédito en general) pueden desempeñar las actividades antes descritas, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello.

La nueva normativa liberaliza el acceso de todas las entidades de crédito, tanto españolas como de la Unión Europea, a los mercados bursátiles españoles. Desde el de enero del año 2000 las entidades de crédito –cualquiera que sea su nacionalidad– podrán ser miembros de las bolsas de valores españolas.

Las sociedades gestoras de carteras tienen autorizada sólo la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y como actividades complementarias las de asesoramiento a empresas en estructura de capital y fusiones y adquisiciones, y el asesoramiento sobre inversión en uno o varios instrumentos financieros o valores negociables.

Fuera de estas entidades o personas, nadie está autorizado a operar en el mercado bursátil, a menos que sea habilitado por el Gobierno, que se ha reservado la facultad de creación de otras entidades, así como de permitir a otras personas o entidades que, sin ser empresas de servicios de inversión, puedan realizar alguna de las actividades propias de las mismas o que contribuyan a un mejor desarrollo de los mercados de valores.

### **5.4. ¿Cómo se opera a través de internet?**

La contratación bursátil a través de internet ha experimentado en los últimos años un espectacular crecimiento en nuestro país. La mayoría de las entidades financieras españolas y extranjeras que operan dentro de nuestras fronteras ofrecen a sus clientes la posibilidad de comprar y vender acciones en la web en tiempo real. Incluso los bancos

más tradicionales y con un perfil más conservador han apostado por la intermediación bursátil «on-line». La inmensa mayoría de las sociedades y agencias de valores también han desarrollado servicios de intermediación por internet. La operativa bursátil a través de la red abarca valores nacionales y extranjeros. Aparte de valores, también se puede negociar en España a través de Internet futuros, opciones y «warrants», para cubrir posiciones de contado o para aprovecharse del efecto apalancamiento que caracteriza a los derivados.

La operativa a través de la Red ofrece grandes ventajas al inversor. Sobre todo, una mayor agilidad a la hora de tomar decisiones de inversión respecto al sistema tradicional y unas comisiones por intermediación más bajas. Vamos a poner dos ejemplos de dos entidades de referencia en operativa a través de Internet.

Una entidad bancaria cobra 2,95 euros por cada operación de menos de 1.500 euros; 5,95 euros por operaciones de entre 1.500 y 6.000 euros; 7,95 para operaciones de entre 6.000 y 60.000 euros. De superar los 60.000 euros, se aplica un 0,07 por ciento. Estas tarifas son las que se aplican para operar en bolsa nacional. Para las compras en mercados internacionales, la tarifa que cobra Self Bank parte de los 13,95 euros.

Las tarifas que aplica otra entidad, muy activa en la operativa «on-line», son un poco diferentes. Por ejemplo, comienza a aplicar un porcentaje sobre el efectivo de la operación (del 0,10 por ciento) a partir de los 25.001 euros. Para operaciones hasta 1.000 euros, la tarifa es de 2,75 euros; para las que muevan entre 1.001 y 2.500 euros, de 4,75 euros; y para las que se encuentren en la horquilla 2.501 y 25.000 euros, de 9,75. En el caso de operaciones internacionales, las tarifas son diferentes según los mercados de los que se trate en caso de que muevan un volumen de hasta 25.000 euros. Así, a las que se realicen en Amsterdam, París, Milán y Franckfort se les aplica una tarifa de 19,75 euros; en Bruselas y Lisboa, de 34,75 euros; y en Dublín y Helsinki, de 52,75 euros (para operaciones hasta 35.000 euros). Para operaciones a partir de 25.000 euros en unos casos y de 35.000, en otros, esta entidad cobra un 0,15 por ciento.

La conclusión de estos dos ejemplos es que el inversor debe comparar las tarifas que aplica cada casa para, de esta manera, escoger la que más se adecúa a sus necesidades. Algunas de las cosas que

tendrá que analizar es dónde quiere invertir y de qué volumen serán sus operaciones.

La mayoría de las entidades que opera en la Red cobra una comisión de intermediación que se sitúan entre el 0,10 y el 0,35 por ciento para operaciones sobre valores españoles. Sin embargo, las comisiones sobre valores extranjeros son generalmente superiores y se sitúa alrededor de un 0,50 por ciento. Pero como hemos visto en los dos ejemplos que hemos escogido, cada vez es mayor el número de entidades que están optando por cobrar comisiones «a la americana», es decir, con un coste fijo mínimo, que suele oscilar entre los 3 y los 10 euros por operación (aunque superior en el caso de las operaciones que tengan lugar con valores extranjeros), para atraer el interés de los inversores.

Además de la mera intermediación bursátil, numerosas entidades financieras ofrecen por internet interesantes servicios de noticias y análisis, que permiten al inversor, por un lado, estar informado sobre lo que acontece en cada momento en el mercado bursátil y, por otro, tener todas aquellas herramientas necesarias para tomar las decisiones de inversión más adecuadas.

### **5.5. ¿Qué es un «chiringuito financiero»?**

El término «chiringuito» se utiliza para designar aquellas entidades o personas que, sin estar habilitadas para ello, es decir, sin estar registradas ni en el Banco de España ni en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), están operando o intermediando en el mercado de valores español. Al no haber sido autorizados, nadie sabe si disponen de suficiente capital ni si cumplen con los requisitos que siguen las entidades legales.

En su guía informativa sobre los «chiringuitos financieros», la CNMV advierte que estas sociedades son peligrosas porque, en la mayoría de los casos, la aparente prestación de tales servicios es sólo una tapadera para apropiarse del capital de sus víctimas, haciéndoles creer que están realizando una inversión de alta rentabilidad. «No se trata de entidades más o menos solventes o con mayores o menores habilidades en la gestión financiera. Sencillamente, son estafadores», concluye el regulador.

El cliente de estas sociedades no puede exigir la cobertura de los fondos de garantía de inversiones o de depósitos, ya que éstos sólo protegen al inversor en caso de insolvencia de las entidades debidamente autorizadas.

Sociedades con poco capital social y socios oscuros han logrado captar multitud de clientes y capitales en poco tiempo, en teoría con destino a mercados fiscalmente opacos o con el reclamo de supuestas altas rentabilidades en mercados internacionales. Sorprende la cantidad de «chiringuitos financieros» que han operado y seguramente siguen operando en nuestro país y que han provocado fraudes espectaculares. Esto ha obligado a una labor más intensa de la CNMV, tanto en la inspección como en las sanciones aplicadas.

Una labor de difusión más adecuada y campañas de publicidad realizadas por la CNMV, que deben proseguir en el futuro, la denuncia pública de los infractores y una mayor cultura financiera de los inversores, harán que desaparezcan estos «chiringuitos financieros».

El inversor debe depositar sus ahorros en los intermediarios inscritos en los registros públicos de la CNMV para evitar sorpresas en su inversión.

El organismo regulador, en su página web, también pone a disposición de los inversores un registro en el que figuran los «chiringuitos financieros» que se conocen y las entidades registradas que han sido sancionadas.

## **5.6. ¿Qué condiciones debe reunir un intermediario bursátil?**

El inversor, cuando acude a solicitar los servicios de un intermediario bursátil, desea conseguir las mejores condiciones de precio, calidad de servicio, atención personal, rapidez en la ejecución de sus instrucciones, información puntual de sus operaciones y garantía en el depósito de sus fondos y valores.

Para seleccionar al intermediario bursátil más adecuado, conviene tener en cuenta las siguientes consideraciones:

1ª) El intermediario bursátil debe ser una sociedad o agencia de valores o empresa de servicios de inversión inscrita en los registros públicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Pue-

de operarse también a través de bancos, cajas de ahorros o rurales (entidades de crédito), que actúan como remitores de órdenes de sus clientes al miembro del mercado correspondiente o que desde el año 2000 son también miembros del mercado y pueden operar directamente en bolsa.

2ª) Las comisiones que se cobran al inversor por las operaciones bursátiles varían muy poco de unas sociedades a otras, por lo que constituyen un factor de decisión que, aunque no debe olvidarse, no debe ser el único que hay que tener en cuenta, dado que puede merecer la pena contratar una sociedad que tenga tarifas mayores si a cambio presta una atención al cliente más personalizada o una información del mercado bursátil o de las sociedades cotizadas más profesional, que nos ayude en la toma de decisiones de inversión.

3ª) El tamaño de la sociedad no es un dato significativo: pequeñas sociedades o agencias de bolsa con gran tradición dan a menudo un servicio más adecuado y directo que otras grandes ligadas a grupos financieros importantes.

4ª) El seguimiento de las órdenes en bolsa tiene gran importancia, sobre todo en el Mercado Continuo. La mayor o menor agilidad en la ejecución de las órdenes puede determinar importantes diferencias en cuanto al precio al que se compra o al que se vende. Por ello, un intermediario que demuestre agilidad en la operativa debe ser preferido sobre otro más lento en la ejecución de las órdenes.

5ª) La información, el análisis y el estudio del mercado bursátil, y de los valores que lo integran son aspectos muy positivos en las sociedades y agencias de bolsa y permiten ofrecer al cliente un mejor asesoramiento para sus inversiones. Un buen departamento de análisis y estudios enriquece el servicio de un intermediario bursátil y es un dato positivo para su clientela.

6ª) La clientela tiene que estar informada exactamente de las operaciones que realiza y de todos los condicionantes de sus relaciones con el intermediario. Una sociedad o agencia de valores y bolsa que se precie ha de mantener una información al cliente puntual, veraz, clara y precisa.

7ª) El cliente ha de pensar, cuando deposita sus ahorros en un intermediario bursátil, que éste está sometido a los coeficientes de

solvencia, garantía y liquidez que establece la normativa del mercado de valores y que además existe una fianza colectiva del mercado que trata de evitar riesgos de insolvencia de los miembros.

Tras la entrada en vigor de la MIFID en 2007, todas las empresas de servicios de inversión están obligadas a aplicar el principio de mejor ejecución. Con ello, las entidades están obligadas a ejecutar las órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente en términos de precio, costes, rapidez, la probabilidad de ejecución y liquidación y el volumen. A tal fin, la entidad debe identificar los centros de negociación más adecuados. Al inversor minorista le interesa sobre todo el precio y los costes totales de ejecución. Si el cliente cree que su orden no se ha ejecutado en los mejores términos, puede pedir aclaraciones a su entidad.

### **5.7. ¿Cómo pueden ser los pactos, condiciones y contratos con el intermediario bursátil?**

El inversor tiene varias alternativas cuando acude al intermediario bursátil, en función de sus conocimientos del mercado, expectativas futuras, tipología de inversor, etc.

a) En primer lugar está el inversor que tiene conocimientos del mercado y desea operar directamente en bolsa según su propio criterio y en función de su experiencia personal y sus objetivos. Este tipo de inversor abre en una sociedad o agencia una cuenta de valores, en donde, de acuerdo con el efectivo depositado, da órdenes de compra y venta de valores. El intermediario se encarga de ejecutarlas de acuerdo con sus instrucciones. El intermediario cargará las comisiones de compraventa y de depósito de títulos y le tendrá al corriente del estado de su cuenta de valores. Este inversor individual puede valerse de los informes sobre el mercado y sobre sociedades que emite el intermediario y tomar sus decisiones individualizadas en función de los mismos. Actuar así requiere un conocimiento profundo del mercado y dedicar mucho tiempo para poder realizar las operaciones aminorando los riesgos.

b) Existe otro tipo de inversor que no desea participar en la gestión de sus valores y prefiere acudir al intermediario como experto en el mercado, pero individualizando su inversión. En este caso,

firma un contrato de gestión de cartera de valores, aportando los valores que él ya poseía y el efectivo que desea colocar. El plazo del contrato suele ser de un año, renovable tácitamente. La gestión y administración de la cartera de valores la realiza el intermediario según sus conocimientos del mercado y de acuerdo con los criterios de prudencia o de riesgo que en cada caso establezca el cliente inversor (es decir, con su perfil). De hecho, según establece la MiFID, el intermediario sólo debería recomendar al inversor productos de acuerdo con el perfil del cliente, al que habrá sometido a un examen para identificar su grado de aversión o apetito por el riesgo. El contrato de gestión lleva consigo el pago de una comisión que oscila, según el intermediario y el importe de la cartera, entre el 1 y el 3 por ciento del valor efectivo de la cartera al fin de año.

En el contrato de gestión se establece la obligación de la remisión de informes periódicos sobre la situación de la cartera e informes anuales a efectos fiscales.

c) Entre los dos perfiles anteriores, existen multitud de tipos de inversores: hay quien, teniendo una cartera gestionada, quiere también dar órdenes según su propia opinión y experiencia; hay quien «juega» en el mercado dando órdenes sin tener un criterio razonable de riesgo o rentabilidad; o quien prefiere que su inversión no esté individualizada y acude a la gestión que le proporcionan las instituciones de inversión colectiva (fondos y sociedades de inversión mobiliaria). Esta última es una buena forma de acercarse a los mercados financieros sin excesivo conocimiento y a un coste aceptable.

A la hora de formalizar por escrito la relación con la empresa de servicios de inversión, el inversor debe saber que las entidades están obligadas a utilizar unos contratos-tipo para las siguientes actividades:

- Gestión de carteras
- Depósito y administración de valores en determinados casos que requieran mayor protección.
- Compraventa con pacto de recompra.

Las propias empresas de servicios de inversión son las encargadas de elaborar estos modelos de contratos, pero deben ser comunicados a la CNMV antes de su utilización.

## 5.8. ¿Cómo se dan las órdenes de bolsa y cuál es su contenido?

Las órdenes de bolsa son las que se dan para la compra o venta de acciones cotizadas en el mercado, cualquiera que sea el medio utilizado para su comunicación. De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, sólo pueden ser receptores de órdenes para ejecutar en los mercados oficiales de valores las empresas de servicios de inversión, que podrán recibir y transmitir las órdenes por cuenta de terceros.

El intermediario no podrá negarse a ejecutar la orden, pero tendrá derecho a exigir al ordenante, además de la orden por escrito, las acciones objeto de venta o los fondos destinados a la compra de los valores. Además, deberá exigir que se le acredite la identidad legal del dador de la orden, su capacidad para contratar y cuantas garantías estime necesarias con arreglo a derecho.

Las órdenes deberán ser claras y con un contenido perfectamente identificable, en donde se establezca:

- 1) Identidad y código de identificación fiscal del ordenante.
- 2) Tipo de operación ordenada: compra o venta.
- 3) Identificación de los valores comprados o vendidos.
- 4) Cantidad de valores que se van a comprar o vender.
- 5) Plazo de validez de la orden, que recogerá la fecha límite de validez cuando la orden sea para más de un día.
- 6) Entidad a la que se dirige la orden.
- 7) Forma de ejecución de la orden. El inversor puede imponer a su intermediario una serie de condiciones para que sea ejecutada su orden. Estos condicionantes habitualmente están relacionados con el precio y con el volumen necesario para que se ejecute la propuesta. Cada uno de ellos da lugar a un tipo de orden.

También hay que tener en cuenta que existen múltiples tipos de órdenes: de compraventa de valores de renta fija, renta variable y productos derivados en mercados secundarios; adquisición de valores en una oferta pública; aceptación de una oferta pública de adquisición (OPA); instrucciones en el marco de una ampliación de capital; traspaso de valores entre entidades adheridas a Iberclear; cambios de titularidad por razones distintas a la compraventa (donaciones, testamentaria); suscripción, reembolso y traspaso

de participaciones de fondos de inversión; suscripción de contratos financieros atípicos.

Desde que el sistema de contratación en el mercado de corros pasó a ser electrónico, en lugar de a viva voz, ya sólo hay un modo de contratación: el SIBE, un sistema electrónico dirigido por órdenes en el que se cruza el 99 por ciento de la contratación efectiva total de acciones en España, que incluye distintos segmentos de contratación, como el fixing, el MAB y, ahora también, el mercado de corros.

## 5.9. Tipos de órdenes en el mercado continuo

En el caso del Mercado Continuo, las posibilidades a la hora de dar un mandato de orden a su intermediario bursátil se amplían notablemente.

Teniendo en cuenta el precio:

**Órdenes limitadas:** se formulan con un precio máximo para la compra y mínimo para la venta. Si es de compra, la orden se ejecutaría a un precio igual o inferior al fijado, y si es de venta, a un precio igual o superior.

**Órdenes de mercado:** se introducen sin límite de precio y se negocia a los mejores precios de contrapartida existente. Es una orden muy arriesgada para el inversor, pues si no se negocia en el momento de su introducción o se hace parcialmente, la parte no ejecutada permanece en el sistema al precio que desee ofertar la parte contraria.

**Por lo mejor:** al igual que la orden de mercado, estas órdenes se introducen sin límite de precio y se negocian a los mejores precios de contrapartida existente. La diferencia es que si no existe contrapartida suficiente, la parte no negociada queda limitada a ese precio.

Teniendo en cuenta el volumen, las órdenes pueden ser:

**Órdenes de ejecutar o anular:** se ejecutan automáticamente y la parte no ejecutada se elimina del sistema.

**Órdenes de ejecución mínima:** se especifica la cantidad mínima de valores que debe ser ejecutada; el resto se trata como una orden sin restricciones. Si no existe volumen suficiente para atender ese mínimo fijado, la orden es automáticamente excluida del sistema sin ninguna negociación.

**Ligadas:** son órdenes en que el intermediario debe cumplir conjuntamente dos instrucciones, como, por ejemplo, comprar 500 títulos de BBVA si previamente se han vendido 1.000 acciones de Indra.

**Volumen oculto:** se introducen mostrando al sistema sólo una parte del volumen a negociar. Una vez ejecutada esta parte, el resto va saliendo al mercado en paquetes previamente definidos.

Además, algunas entidades ofrecen otro tipo de órdenes a los inversores («stop-loss», «stop-profit»). En este caso, las entidades dispuestas a recibirlas y tramitarlas deberán establecer los mecanismos necesarios para poder prestar de manera efectiva un servicio que no está técnicamente previsto en la plataforma del SIBE.

Las órdenes pueden transmitirse verbalmente, telefónicamente, por fax, telex, internet o por escrito firmado por el inversor o la persona que lo represente.

Las órdenes verbales o telefónicas deberán ser confirmadas por escrito y pueden grabarse en cinta magnetofónica como medio de prueba de la orden recibida y de su periodo de alcance y condiciones.

Sea cual sea el método utilizado para su envío, la entidad debe facilitar para cada liquidación practicada un documento o extracto en el que se expresen con claridad y periodo de devengo de la comisiones y gastos repercutidos, retenciones fiscales, valores, precios, etc.

En este sentido, las empresas de inversión deberán:

– Dar los pasos necesarios para que el resultado para el inversor sea el mejor posible en todos los factores tenidos en cuenta. De hecho, deben aplicarse políticas de ejecución de órdenes que permitan obtener el mejor resultado posible para las solicitudes de los clientes.

– Informar a los clientes de la política de la ejecución seguida.

– Demostrar a sus clientes, a petición de éstos, que se aplica el principio de mejor ejecución en cada operación, y que dicho sistema prioriza sus intereses.

– Dar cuenta de los distintos centros en que la empresa de inversión ejecuta las órdenes de sus clientes y de los factores que se han tenido en cuenta en su elección.

– Modificar sus sistemas de acceso a operaciones para que estén conectados en tiempo real con todos los mercados posibles, ya que en ellos deberán encontrar la operación óptima en cada momento.

## 5.10. ¿Cuáles son las obligaciones del comisionista («broker») miembro del mercado bursátil?

Las obligaciones del comisionista bursátil son:

a) Ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el mercado.

b) Sujetarse a las instrucciones de sus clientes, sin poder, en ningún caso, proceder contra disposición expresa de los mismos.

c) Registrar las órdenes recibidas y archivar sus justificantes.

d) Poner la máxima diligencia en facilitar a sus clientes la pronta disponibilidad de valores y fondos, y en particular en las ventas de valores y derechos de suscripción. Los fondos resultantes se deberán poner a disposición del cliente, como máximo, el día hábil siguiente al que dichas operaciones sean liquidadas por el mercado, o, en su caso, por las entidades intervinientes.

e) No podrá cargar a los clientes comisiones o gastos superiores a los fijados en sus tarifas. Tampoco aplicar condiciones más gravosas, ni repercutir gastos no previstos o por conceptos no mencionados en las mismas. En ningún caso podrán cargarse comisiones o gastos por operaciones innecesarias, servicios que no hayan sido efectivamente prestados, o por aquellos que no hayan sido aceptados o solicitados en firme por el cliente.

f) Deberá informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a las operaciones encomendadas. Dicha información deberá ser clara, concreta y de fácil comprensión para los mismos.

g) Entregará un documento de liquidación de las operaciones en el que se expresará, según proceda: importe de la operación contractual, el tipo de interés, las comisiones o gastos aplicados, precisando el concepto de devengo, base y periodo, los impuestos retenidos y, en general, cuantos datos y especificaciones sean necesarios para que el cliente pueda comprobar el resultado de la liquidación y las condiciones financieras de la operación.

h) Exigir, mediante la presentación del documento acreditativo, la identificación de sus clientes y conservar durante seis años copias de los documentos exigidos para la identificación.

i) Responder ante sus clientes de la entrega o anotación contable de los valores y del pago del precio de las compraventas encargadas.

j) Desempeñar por sí las órdenes que reciba: no podrá delegarlas sin previo consentimiento del cliente-comitente, a no estar de antemano autorizado para hacer la delegación.

k) Cumplir el Código General de Conducta, atendiendo, en todo caso, al interés de los inversores y al buen funcionamiento y transparencia de los mercados.

### **5.11. ¿Está obligado el intermediario bursátil a aceptar todas las órdenes recibidas de sus clientes?**

La Ley del Mercado de Valores establece que quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial estará obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que de ellos reciba.

No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe.

En las operaciones a plazo, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación a la aportación por el ordenante de las garantías o coberturas que estime convenientes, que, como mínimo, habrán de ser las que se establezcan reglamentariamente.

Las órdenes de compraventa podrán ser revocadas por el ordenante en cualquier momento antes de que el intermediario inicie su ejecución.

### **5.12. ¿Qué obligaciones contrae el cliente con el intermediario bursátil?**

El cliente-comitente tendrá las siguientes obligaciones:

- a) Dar las órdenes de forma clara y precisa en su alcance y sentido.
- b) Aceptar las consecuencias de las órdenes dadas.
- c) Provisionar los fondos o constituir las coberturas o garantías si la ejecución del mandato realizado lo requiere.
- d) Identificarse para la realización de las operaciones previstas.
- e) Abonar la comisión pactada y demás gastos y desembolsos derivados de la ejecución de las órdenes dadas.
- f) Acreditar, en el caso de orden de venta, la titularidad de los valores a enajenar. En el caso de orden de compra, deberá hacer entrega de los fondos destinados a pagar su importe.

### **5.13. ¿Cuál es la inversión mínima en bolsa?**

En principio, en el mercado español no existe un importe de inversión mínima. Se puede comprar una sola acción de una sociedad o un solo derecho de suscripción, a diferencia de lo que ocurre en otras bolsas, sobre todo asiáticas, en las que los títulos se compran por lotes. En algunas ocasiones, es posible comprar un derecho por cantidades mínimas, de hasta un céntimo de euro. Existen también muchas clases de acciones a precios muy asequibles para cualquier inversor. Muchas pueden encontrarse con cotizaciones por debajo de los 6 euros, o incluso inferiores a un euro, aunque tampoco faltan en el mercado los títulos que superan los 100 euros, como por ejemplo ocurre en la actualidad con las acciones de CAF.

El problema es que los gastos que implica la operación pueden llegar a superar el precio de la propia acción o derecho que compre el inversor. Por eso, en bolsa existe una inversión mínima recomendable. No resulta muy práctico acudir a la bolsa con cantidades pequeñas de dinero, ya que ello, además de que implica costes proporcionalmente muy elevados, no da margen para tener una cartera diversificada. El listón orientativo podría encontrarse, como mínimo, a partir de los 1.000 euros por orden. Aunque si operamos en bolsa por internet ese listón puede ser algo inferior, debido a que las comisiones que cobre el intermediario suelen ser más bajas.

### **5.14. ¿Qué comisiones y gastos lleva consigo la contratación en bolsa?**

Los costes que un inversor debe afrontar cuando realiza una operación en bolsa son el resultado de sumar tres comisiones: las percibidas por los intermediarios financieros, las cobradas por la propia bolsa y las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV).

La entidad en cuestión tiene la obligación de informar a su cliente del precio total de cada operación o servicio que le preste.

La normativa vigente, basándose en el principio de libre fijación de precios, faculta a las entidades a establecer aquellas comisiones o gastos a repercutir sobre todo servicio habitual que, tras haber sido solicitado por el cliente, es prestado de forma efectiva. Así, la cuan-

tía de las comisiones puede ser distinta para cada entidad. De esta manera, la CNMV recomienda al inversor que, antes de decidirse por un intermediario, compare los folletos de varias entidades.

Las entidades están obligadas publicar un folleto de tarifas máximas aplicables a todas las operaciones habituales que debe inscribirse en los registros oficiales de la CNMV. Todo servicio de inversión de carácter habitual no tarifado o no recogido en ese folleto, no puede quedar gravado con comisión alguna, por lo que cualquier importe o concepto exigido por las entidades deberá venir respaldado por su presencia en el folleto de tarifas. Tampoco pueden aplicarse comisiones por importe superior al registrado.

Las empresas de servicios de inversión deberán entregar a sus clientes, junto con el contrato, una copia de las tarifas aplicables a sus operaciones, o bien incorporarlas directamente al propio clausulado del contrato. En ningún caso debe hacerse una remisión genérica al folleto de tarifas sin que se haya entregado. Cualquier modificación del régimen de comisiones debe ser comunicada a los clientes. Éstos disponen de un plazo mínimo de dos meses desde la recepción de esa información para modificar o cancelar el contrato.

Las sociedades de valores tienen tarifas en forma de porcentaje sobre el efectivo de la operación. Esta tarifa es de carácter variable: ese porcentaje disminuye a medida que aumenta el importe de la operación. Las tarifas en España sobre la ejecución de órdenes figuran entre las más bajas de la Europa occidental. Oscilan, para las operaciones pequeñas, entre el 0,1 y el 1 por ciento sobre el total efectivo de la operación. Lo normal es que se sitúe entre el 0,30 y el 0,50 por ciento. La comisión puede reducirse a medida que crece el volumen de la orden y quedar en un 0,10 por ciento para operaciones superiores a los 300.000 euros. La tarifa habitual en el extranjero suele rondar el 0,60 por ciento, por lo que puede afirmarse que operar en la bolsa española es aún barato en términos comparativos. Si operamos en bolsa a través de internet, las comisiones de intermediación se reducen y pueden llegar al 0,10 por ciento. Las tarifas de gestión de carteras o de asesoramiento fluctúan también según el volumen de la inversión y la entidad financiera.

A estos gastos hay que añadir la comisión aplicada por el banco (si la orden se cursa a través de una entidad de crédito), así como los gastos de administración y custodia de los títulos (de entre el 0,2 y el 0,3 por ciento semestral, con un mínimo de 3 euros anuales por valor), labor que puede realizar tanto la entidad bancaria como la sociedad o agencia de valores. Las comisiones del intermediario bursátil (sociedad o agencia de valores y bolsa) son libres.

Por el cobro de dividendos le cobrarán otra comisión entre el 0,20 por ciento y el 0,30 por ciento sobre el valor efectivo de los dividendos cobrados, con mínimos que se acercan a los 0,6 euros.

Además, se pagarán los cánones de la bolsa, que varían, según el efectivo de la operación, pero no entre las entidades. Para volúmenes inferiores a los 30 euros no se cobra ningún canon. Lo máximo son 13,45 euros para volúmenes superiores a los 300.000 euros. Los cánones de la Sociedad de Compensación y Liquidación de Valores, que oscilan entre las 0,04 euros de mínimo y los 0,75 euros como máximo, según el importe de la operación.

El monto global de estas comisiones se encuentra alrededor del uno por ciento del valor efectivo de la operación.

En resumen, las comisiones que tendrá que pagar un inversor a su intermediario serán: la de compra-venta de valores; la del servicio de custodia y administración de valores; la gestión del cobro de dividendos o de la prima de asistencia a las juntas generales de accionistas; el traspaso de valores a otra entidad; la gestión de carteras; y el asesoramiento financiero.

### **5.15. ¿Hay que pagar al contado en bolsa?**

La bolsa en España es un mercado al contado, en donde el vendedor entrega los valores objeto de la compraventa o se anotan en cuenta a favor del comprador y éste paga el precio de los mismos, sin existir ningún plazo o diferimiento.

En otras épocas ha existido el mercado a plazo bursátil, en el que existía un periodo para el pago de la operación o de entrega de los valores objeto de la operación. Pero este tipo de operaciones a plazo está prohibido en España desde 1940. No hay que confundir este mercado a plazo con los mercados de futuros y opciones auto-

rizados en España, en donde los contratos de futuros y opciones son en sí mismos un activo susceptible de negociación.

### 5.16. ¿Se puede operar en bolsa a crédito?

Esta es una modalidad de operativa bursátil al contado que permite realizar una compraventa bursátil a quien no tiene efectivo o valores.

En la compraventa normal en bolsa, puede adquirir valores aquella persona que posea los fondos suficientes, o puede vender valores quien los posea o titule a su favor. Por eso se ha creado el mecanismo del crédito bursátil, para permitir, dentro del contado, que alguien pueda acudir al crédito de fondos o al préstamo de valores. Este tipo de operaciones, al ser mecanismos de apalancamiento financiero, permiten al inversor operar por importe muy superior al de sus disponibilidades efectivas. Se trata, por tanto, de operaciones con alto componente especulativo importante. Además, tienen mucho riesgo: aunque es verdad que por ser operaciones apalancadas, su rentabilidad puede ser muy alta si las cosas van bien, en caso de que la situación se tuerza, las pérdidas pueden llegar a ser muy abultadas. Por tanto, requieren del inversor un conocimiento más profundo del mercado.

Las modalidades de este tipo de operativa son:

a) Compra a crédito: un inversor compra valores al contado entregando sólo en concepto de garantía inicial un porcentaje del importe de la compra. El resto lo financia una sociedad de valores o una entidad financiera con los correspondientes intereses pactados y por un plazo máximo de tres meses y medio. El comprador a crédito espera un alza de las cotizaciones en el periodo que va hasta la liquidación de su crédito, lo que le permitirá conseguir una revalorización de la inversión, además del pago de los gastos financieros con la venta de los valores comprados a crédito. El comprador a crédito es un inversor alcista porque cree que los valores adquiridos a crédito van a tener un comportamiento alcista.

b) Venta a crédito: una persona vende al contado valores que aún no posee entregando sólo un porcentaje inicial de garantía del importe de la venta. Transcurrido el plazo establecido, entregará la totalidad de los valores vendidos a crédito. El vendedor a crédito recibe como préstamo los valores, haciendo un depósito inicial de

efectivo en garantía. El mecanismo del préstamo se rige por los deseos del inversor que cree que los valores van a bajar transcurrido el plazo del préstamo y por ello los quiere vender ahora. Al no poseerlos, se los prestan y, posteriormente, transcurrido el plazo del préstamo, los recompra a un precio inferior para devolverlos al prestador. La diferencia entre uno y otro precio le permite un beneficio que le compensa del riesgo de la operación y de los gastos financieros del préstamo de valores obtenido. El vendedor a crédito es un inversor bajista, ya que su beneficio se producirá por una bajada en las cotizaciones de los valores prestados.

Sólo se puede operar a crédito sobre los valores que designe la sociedad rectora de cada bolsa y, en su caso, la Sociedad de Bolsas, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Actualmente se ha permitido la operatoria a crédito en las acciones que componen el IBEX-35, ya que tienen gran capitalización bursátil y frecuencia y volumen de contratación; estos factores permiten deshacer posiciones compradoras y vendedoras con facilidad en el plazo de financiación establecido.

Las órdenes de compra o venta de valores que deriven de la previa concesión de un crédito deberán ascender, como mínimo, a 1.202,02 euros. El máximo será el establecido en el contrato marco de cada inversor. La comisión de apertura o ampliación de la línea de crédito es del 0,10 por ciento del importe total, pero puede ser variable.

La CNMV podrá fijar límites generales al volumen de operaciones a crédito que pueden otorgar las entidades o a las condiciones en que dichas operaciones se practiquen, atendiendo a las circunstancias del mercado. Pero, de manera puntual y extraordinaria, durante el año 2011 se prohibió esta operativa en los valores del sector financiero, que se estaban viendo muy castigados por el recrudecimiento de la crisis de deuda. Fue una decisión que tomaron de manera coordinada los reguladores de los mercados de varios países europeos.

Las garantías que se exigen en la operativa a crédito son de dos tipos:

a) Las garantías iniciales que, con carácter mínimo, deberán aportar los acreditados en el momento de efectuar operaciones con

crédito serán del 25 por ciento del importe total de cada operación, tanto de compra como de venta.

b) Unas garantías complementarias. El inversor deberá aportar garantías complementarias en la fecha en que se produzca un descenso en la cotización de los títulos comprados superior al 10 por ciento en relación al último precio de cálculo de las mismas. En el caso de las ventas a crédito las aportará a partir de la fecha en que se produzca un incremento en la cotización de los títulos vendidos superior al 10 por ciento en relación al último precio de cálculo.

Las compras y ventas con crédito al mercado no tienen un plazo mínimo de duración. Se pueden realizar en todo momento. El plazo máximo de duración o vencimiento final de las operaciones con crédito al mercado depende de su fecha de contratación y se estructura en tres periodos: un vencimiento inicial, y un máximo de dos prórrogas automáticas, salvo cancelación por parte del cliente.

Para las compras y ventas efectuadas en la primera quincena hábil de un mes, el vencimiento inicial será el último día hábil del mismo mes, con la posibilidad de ampliar este plazo mediante dos prórrogas de un mes natural cada una de ellas, de forma que la máxima duración de cada operación oscilaría entre dos meses y medio y tres.

Para las compras y ventas efectuadas en la segunda quincena hábil de un mes, el vencimiento inicial será el último día hábil del mes siguiente, con la posibilidad de ampliar este plazo mediante dos prórrogas de un mes natural cada una de ellas, de forma que la máxima duración de cada operación oscilaría entre tres y tres meses y medio.

La operativa a crédito es muy favorable para el mercado, si tiene volumen adecuado a la dimensión del mismo, porque por el mecanismo de las compensaciones de posiciones alcistas y bajistas puede moderar las oscilaciones excesivas de la bolsa.

### **5.17. ¿A quién se puede reclamar?**

El inversor puede acudir a los tribunales de justicia para defenderse de algún abuso de otro participante en el mercado. Pero esta vía es la más farragosa, debido a su lentitud. Por ello, se han abierto nuevas posibilidades para que los ahorradores puedan defender sus derechos.

El inversor puede reclamar ante las propias entidades, que disponen de un servicio de atención al cliente al efecto. Su funcionamiento se recoge en un Reglamento de Defensa del Cliente que puede consultarse en las oficinas y en la web. El plazo para presentar la reclamación debe estar definido en el reglamento. Los departamentos o servicios de atención al cliente o los defensores del cliente disponen de dos meses a contar desde la recepción de la reclamación para dictar un pronunciamiento razonado. A continuación, el cliente ya puede presentar su reclamación ante la CNMV.

Este organismo, a través de la Oficina de Atención al Inversor, es competente ante las reclamaciones en relación con la actuación de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito cuando prestan servicios de inversión, además de las gestoras de fondos y sociedades de inversión.

Además, existe la figura del Protector del Inversor en la Bolsa. Se trata de una oficina en la que se atienden las reclamaciones de los inversores en relación con las operaciones que realicen en bolsa. Una vez recibida la queja, el Protector del Inversor hace las gestiones necesarias para averiguar cómo han acontecido los hechos. Posteriormente, emite un informe, que puede ser o no favorable al reclamante.

Las principales compañías cotizadas, sobre todo aquellas que cuentan con un número de accionistas más elevado, tienen en funcionamiento las llamadas Oficinas de Atención al Accionista.

Pero el verdadero tutor del mercado es la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En ella recaen las labores de supervisión, inspección de los mercados, de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos. Y también dispone de la potestad sancionadora.





---

## ¿Cómo seleccionar valores con el análisis fundamental?

- 6.1. Qué papel representa el análisis en las decisiones de inversión en bolsa?
- 6.2. ¿En qué consiste el análisis fundamental?
- 6.3. Los estados financieros de las empresas
- 6.4. Cuáles son los ratios o coeficientes más utilizados en el análisis bursátil?
- 6.5. Los multiplicadores sobre el valor de la empresa
- 6.6. Ratios útiles para el análisis sectorial
- 6.7. La importancia de las nuevas normas de contabilidad internacional (NIIF)



## 6. ¿Cómo seleccionar valores con el análisis fundamental?

### 6.1. ¿Qué papel representa el análisis en las decisiones de inversión en bolsa?

La compra de acciones supone la participación en el negocio empresarial de una sociedad. Esto requiere un estudio profundo de la situación de la sociedad y de sus perspectivas futuras.

El análisis para evaluar si invertir en una determinada compañía debe comprender el examen de la empresa desde sus aspectos productivos, mercado y perspectivas, su situación financiera, sus cuentas de resultados, la competencia y el funcionamiento del sector. Además, hay que analizar su evolución bursátil, el nivel de cotizaciones, su volumen de contratación y frecuencia. Este conjunto de detalles sobre la compañía y su entorno nos permitirá tener un juicio fundado sobre la conveniencia o no de la inversión en este valor.

El análisis de un valor bursátil ha sido objeto de numerosos trabajos teóricos y empíricos que tratan de adivinar el comportamiento futuro de los valores. El objetivo es descubrir los factores económicos que inciden en la evolución de los precios, además de otros condicionantes de carácter político, sociológico o incluso psicológicos que pueden provocar oscilaciones bursátiles.

Existen cuatro orientaciones básicas en el análisis de los valores bursátiles:

a) El análisis fundamental o intrínseco: este análisis se basa en las magnitudes económicas y en la cuenta de resultados de las empresas cotizadas. A través de este análisis se puede establecer cuál es el precio objetivo de una determinada acción y, por tanto, evaluar si la cotización de una acción está sobrevalorada o infravalorada.

b) El análisis técnico o chartista: se basa en la predicción de los precios de las acciones en función de su comportamiento en el pasado. Pretende descifrar similitudes con situaciones bursátiles históricas y espera la repetición parecida de la situación analizada.

c) La selección de carteras de valores: supone, no el análisis individualizado de un valor, como en los anteriores análisis, sino un

planteamiento más amplio. Su objetivo es permitir, por la vía de la diversificación, conformar una óptima cartera de valores.

d) Finalmente, existe la denominada teoría del «random walk» o «camino aleatorio»: esta teoría pone en duda cualquier tipo de análisis para la toma de decisiones. Según esta tesis, las variaciones en los precios bursátiles constituyen una variable aleatoria y los cambios en la cotización de los valores son independientes unos de otros. Esta teoría anula el papel del análisis técnico y fundamental.

## 6.2. ¿En qué consiste el análisis fundamental?

El análisis fundamental de una acción es aquel que obtiene sus conclusiones de un detallado estudio de los balances, cuentas de resultados, estados financieros, planes de expansión, ventas, expectativas futuras de la empresa emisora de las acciones, etc. En definitiva, toma como herramientas los fundamentos aportados por la macroeconomía, la microeconomía, la estrategia empresarial, la contabilidad, el análisis de ratios bursátiles y la valoración empresarial. También se analiza el entorno sectorial, la competencia empresarial, las variaciones socioeconómicas que puedan incidir en el desarrollo de la empresa, etc.

Con todos estos componentes, el analista fundamental llega a determinar un valor intrínseco de la empresa en torno al cual debería cotizar la acción en bolsa. Una sobrevaloración o infravaloración respecto a ese precio objetivo indicará al analista la conveniencia de vender o de comprar acciones de esa sociedad en el mercado.

Es importante distinguir entre valor, que surge como resultado de un proceso racional, y precio, que es el punto en el están dispuestos a negociar comprador y vendedor, y que depende de más circunstancias, además del valor de la compañía. La valoración compila toda la información relevante de la compañía y, tras un proceso lógico, formula la conclusión, es decir, la tasación de la sociedad.

Para determinar el valor de la acción, el analista deberá contar con instrumentos como los ratios empresariales que relacionan magnitudes del balance y que pueden ser de liquidez, de solvencia, de rentabilidad, de endeudamiento, de tesorería, de eficiencia, de materialización de recursos propios, de inmovilizado, de autonomía financiera, etc. Todos

estos ratios le permitirán comparar la empresa con otras compañías del sector o con su media, para extraer conclusiones que le permitan acreditar la bondad o no de la inversión en la empresa estudiada.

La dificultad del análisis fundamental radica en la multitud de variables que debe considerar y en la necesidad de analizar a la empresa no sólo desde el punto de vista estático, es decir, su situación en un momento determinado, sino también desde la perspectiva dinámica que implica predecir la evolución futura de su negocio y sus beneficios. Pero ningún análisis es aséptico: los juicios de valor sobre la evolución de los datos empresariales tienen una gran importancia como factor subjetivo al analizar una compañía.

En nuestro país, el inversor particular tiene a su alcance análisis fundamentales de valores que proporcionan las agencias y sociedades de valores y bolsa, la mayoría de las entidades financieras y varias compañías especializadas. Estos informes están a disposición de su clientela y algunos son difundidos con carácter general y se publican en los medios de información económica.

### **6.3. Los estados financieros de las empresas**

Los estados financieros de las empresas son el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria. En este apartado trataremos de explicar sus magnitudes más importantes.

a) El balance: muestra la foto en un momento dado de la estructura de la empresa, aquello que tiene para su actividad diaria (activo) y la forma en que lo financia (pasivo). Por definición, ambos tienen que valer lo mismo. Esto significa que la totalidad del activo es financiado por el pasivo. Por ello, debemos tener una doble visión del patrimonio empresarial: por una parte, el activo constituye la materialización de los recursos financieros y, por la otra, el pasivo representa el origen de dichos recursos.

En el activo destacan el activo fijo total (AF) y su subdivisión en material (terrenos, edificios, fábricas, etc.), inmaterial (fondo de comercio, valor de marca...) y financiero (participaciones empresariales). El AF es aquel con el que cuenta la empresa para desarrollar su actividad de forma permanente, a largo plazo, y se renueva lentamente, a base de amortizarlo y reponerlo de manera progresiva.

En el pasivo destacan los fondos menos exigibles aportados por los accionistas, que son los recursos propios, además de los aportados por minoritarios o accionistas de filiales, las provisiones y los fondos ajenos aportados por terceros para financiar a la empresa y, por tanto, más exigibles.

Entre los fondos ajenos, los hay aportados por proveedores, que constituyen una deuda automática y sin coste financiero. Otros fondos son aportados por bancos y bonistas que buscan un rendimiento explícito en forma de intereses.

En un balance es importante destacar una magnitud, el capital empleado, que es el conjunto de fondos requeridos por la empresa para su funcionamiento. El retorno sobre el mismo, del que más adelante se hablará, es la rentabilidad del negocio, con independencia del método con el que se financie.

Cuando se constituye una empresa, no se ha de buscar financiación a la totalidad del balance, sino que una parte de ella es espontánea. Por ello, hay que destacar una magnitud que ha de ser recalculada a partir de los datos del balance, que es la deuda financiera. Esta variable está formada por los pasivos de la empresa que tienen un coste explícito. Se denomina de esta manera porque se reflejará como un gasto financiero en la cuenta de pérdidas y ganancias.

El activo puede contener componentes que no son requeridos estrictamente por el negocio. Así, los activos líquidos, como la tesorería y las inversiones financieras temporales, son los no requeridos para las operaciones. Por ello, para estimar la deuda financiera se suelen deducir estas partidas. De este modo, la deuda financiera neta es el resultado de deducir a la deuda financiera los activos líquidos de la empresa.

El Plan General Contable ha introducido algunos cambios. Si antes todos los compromisos de pago de la empresa se denominaban pasivo, ahora se subdividen en dos grandes grupos: el pasivo y el patrimonio. El patrimonio equivale a los recursos propios, y el pasivo es, esencialmente, la deuda financiera y no financiera, tanto a corto (con vencimiento a menos de un año) como a largo plazo (que vence en un periodo superior a un año).

b) La cuenta de pérdidas y ganancias o cuenta de resultados detalla la evolución dinámica de la explotación de la empresa a lo largo de un periodo, normalmente un año o un trimestre. Informa de las cifras

de ingresos, gastos y el diferencial o resultado final, que puede ser beneficio o pérdida según los ingresos superen a los costes o viceversa.

Es importante comparar dos ejercicios seguidos y su evolución. De hecho, al tratarse de una evolución dinámica, las comparaciones son aún más importantes que en el balance.

En primer lugar está el resultado bruto de explotación (RBE), también denominado beneficio antes de intereses, amortizaciones e impuestos (BAIIA). Es el resultado de restar a los ingresos operativos los gastos operativos, excluidas las amortizaciones. Esta magnitud ofrece la contribución de las operaciones corrientes a la liquidez de la empresa, ya que las amortizaciones son un gasto que no supone una salida de efectivo. Este dato tiene la ventaja de que no está influido en gran medida por las políticas contables (salvo el coste de las materias primas empleadas, según los métodos FIFO, LIFO o coste medio ponderado).

En segundo lugar, el resultado de explotación, también denominado beneficio antes de intereses e impuestos (BAII), que muestra el resultado de la empresa con independencia de dónde proceden los recursos, y antes de tener en cuenta los impuestos. El problema está en que la amortización, que es lo que diferencia esta magnitud de la anterior, responde en gran medida a criterios contables, que en algunos casos discrepan de la realidad.

El resultado financiero se obtiene como resultado de compensar los ingresos financieros con los gastos financieros. Esta es la cifra que debemos contrastar con la deuda financiera neta para conocer el coste de la misma.

Desde el punto de vista fundamental, resulta bastante relevante excluir de las proyecciones los resultados extraordinarios porque los métodos de valoración se basan en la recurrencia de los beneficios y los resultados extraordinarios, por definición, no son recurrentes.

#### **6.4. ¿Cuáles son los ratios o coeficientes más utilizados en el análisis bursátil?**

Un ratio representa la relación de cociente entre dos magnitudes económicas de la empresa. Su utilidad radica en poder obtener una imagen preliminar de los principales equilibrios financieros de una sociedad, así como para servir de base de comparación homogénea

entre dos periodos diferentes o compañías, independientemente del tamaño de cada una de ellas.

Los analistas financieros utilizan estas variables o ratios fundamentales para realizar sus estimaciones y recomendaciones sobre el valor de las acciones de las compañías cotizadas. Estos ratios nos indican si el título está infravalorado o sobrevalorado respecto a sus comparables o su sector. Los múltiplos bursátiles tienen la ventaja de que son muy intuitivos y fáciles de calcular y entender por el ahorrador. Pero no es aconsejable utilizarlos por separado, porque cada uno de ellos no da una información completa, sino parcial. Por eso, a la hora de tomar una decisión de inversión, es recomendable valorar una compañía por la suma de varios ratios.

Los ratios o instrumentos más utilizados en el análisis bursátil son:

a) El PER (Price earning ratio, o ratio precio beneficio) es el más utilizado de los indicadores. Se define como la relación existente entre el precio o cotización de una acción y el beneficio neto que esa acción genera. El PER nos dice cuántas veces está incluido el beneficio en el precio o, en otras palabras, cuántos años de beneficio actual se pagan comprando una acción. De esta manera, se puede determinar lo cara o lo barata que cotiza una compañía en bolsa. Se expresa así:

$$\text{PER} = \text{Precio de cotización} / \text{Beneficio neto por acción}$$

También se puede calcular como:

$$\text{PER} = \text{Capitalización} / \text{Beneficio de la empresa}$$

Supongamos que la cotización en bolsa de una acción de la Sociedad X es de 10 euros, y el beneficio neto por acción es de 0,5 euros. En consecuencia, el PER de la sociedad será de 20 veces.

Este indicador es relativo, ya que debe compararse con valores del mismo sector o con la media del sector o del mercado, para así sacar conclusiones que nos orientarán de que el PER de una compañía es bajo en relación con el sector o los valores considerados, lo cual sería un dato a favor de la inversión en la misma.

La ventaja del PER es que proporciona un índice para comparar homogéneamente empresas. No obstante, las diferencias entre empresas pueden estar derivadas de diferencias en riesgos financiero y operativo, o de crecimiento. Por ello, se suele estudiar el comportamiento del PER relativo. El PER relativo se obtiene dividiendo el PER de una acción en concreto entre el PER del mercado.

La evolución del PER depende de diversos factores ligados a la economía general o la propia evolución específica de la empresa en su sector de actividad. Como resultado de su propia formación, el PER dependerá de la evolución de la cotización de los títulos. Si éstos suben de precio, el PER también aumentará. En este caso, los expertos o analistas identificarán acciones por un PER bajo susceptibles de revalorización. Por ello, interesará conocer cuáles son los factores o las circunstancias de la empresa que influyen en un posible aumento del PER. Se puede decir que, con el resto de factores constantes, se producirán incrementos en el PER si se produce:

- Un aumento de la rentabilidad financiera.
- Una disminución de los tipos de interés.
- Una disminución del riesgo de una empresa.
- El incremento de las tasas de crecimiento de la compañía, que sólo provocará un aumento del PER si la rentabilidad financiera de la sociedad es mayor a la requerida por los accionistas para el nivel de riesgo de la empresa.

Uno de los problemas del PER es que no es útil para empresas en pérdidas. Además, no tiene en cuenta las distintas tasas de crecimiento, lo cual puede llevar a elegir una compañía por el hecho de que tenga un multiplicador de beneficios más bajo, pero que ello sea consecuencia de unas expectativas de crecimiento bajas. El «Price Earnings Growth», denominado PEG, trata de paliar la debilidad del PER con la introducción de la tasa de crecimiento.

b) EL PEG (Price Earnings Growth) es un concepto muy relacionado con el PER. Es recomendable para analizar empresas que tienen unas fuertes tasas de crecimiento. Se expresa así:

$$\text{PEG} = \text{PER} / \text{Crecimiento del beneficio neto por acción}$$

Cuanto más reducido sea el valor del PEG, más barata será la empresa en cuestión.

Al igual que otros multiplicadores, hay que tomarlo no como una cifra absoluta, sino como una base para comparar compañías.

Uno de los problemas del PEG es que, pese a que tiene en cuenta el crecimiento de los beneficios, no tiene en cuenta, al menos explícitamente, los riesgos de la compañía, que pueden ser de tipo financiero (endeudamiento excesivo, etc.) o de tipo operativo (elevada volatilidad en los ingresos, márgenes, etc.). Otra dificultad con la que el inversor se encuentra a la hora de utilizar el PEG es la determinación de qué PER incluimos en el numerador y qué tasa de crecimiento utilizar en el numerador. La solución que se suele tomar es incluir en el numerador el PER representativo de ese momento. En el caso del denominador, la solución no es tan sencilla.

Existen varias recomendaciones. La primera opina que se debe incluir el crecimiento sostenido de la empresa que es el resultado de multiplicar la rentabilidad financiera o ROE (rentabilidad sobre recursos propios) por la tasa de retención de beneficios. La segunda es partidaria de incluir la tasa de crecimiento de beneficios observada en el pasado, en un periodo lo suficientemente relevante (normalmente se considera un periodo de al menos 5 años), y siempre que existan razones para pensar que esa trayectoria de beneficios no se romperá. La tercera señala que hay que utilizar la tasa de crecimiento estimada.

c) El P/CF (Price Cash Flow), que introduce en el concepto anterior el término «cash-flow» o recursos generados (la suma del beneficio neto y las amortizaciones). Si el PER nos dice cuántas veces pagamos el beneficio de la compañía, el P/CF nos dice cuántas veces pagamos el «cash flow» de la empresa. . Se expresa así:

$$\text{P/CF} = \text{Cotización/Beneficio} + \text{amortizaciones por acción} \\ (\text{«cash flow» por acción})$$

También se puede medir como capitalización entre «cash flow» de la compañía.

Este indicador nació con el fin de comparar los resultados de las compañías sobre una base más objetiva, ya que de esa manera se evitaban las perturbaciones derivadas de las distintas políticas contables, sobre todo en las cifras de amortizaciones. De hecho, este indicador tiene gran importancia en compañías en las que la obsolescencia técnica o física de sus activos tiene trascendencia, por lo que las amortizaciones y renovaciones son relevantes para determinar su futuro.

Este ratio tiene algunas limitaciones: tiende a favorecer a las empresas que son intensivas en inmovilizado, en detrimento de otras que son intensivas en rotación de inventario. Así, si las compañías eléctricas tienen un importante «cash flow», ya que la partida de amortizaciones es muy relevante en su cuenta de resultados, las compañías de distribución tienen cifras bajas de amortización en comparación con sus beneficios, sobre todo si son dueñas de los edificios que utilizan, porque su negocio consiste en rotar su inventario.

d) El «pay-out» mide el porcentaje de los beneficios que la empresa destina a los accionistas vía dividendos. Se expresa así:

$$\text{Pay-Out} = \text{Dividendo por acción} / \text{Beneficio neto por acción}$$

Este indicador nos señala la política de dividendos de la empresa, que puede destinar parte o todos los beneficios para los accionistas y el resto o todo, a la constitución de reservas. El inversor deberá valorar esta política en función del horizonte temporal de su inversión, de sus expectativas de dividendos y de lo que supone de refuerzo de la estructura financiera de la empresa el incremento de sus reservas.

Las empresas más defensivas son las que suelen destinar un mayor porcentaje de sus beneficios a retribuir a sus accionistas. Por el contrario, la mayoría de empresas de fuerte crecimiento no reparten beneficios entre sus acciones, sino que dedican esa caja a financiar sus inversiones.

Si el motivo de repartir pocos dividendos es la financiación de un interesante plan de expansión, el mercado seguirá apostando por ese valor. Si el «pay-out» es bajo pero no está clara la política de crecimiento de la empresa, el mercado tenderá a penalizarla.

Lo que el mercado castiga especialmente es que se produzca una caída del «pay-out» y no queden suficientemente explicados

los motivos. El mercado podría entender que la empresa atraviesa problemas de financiación.

e) ROA (rentabilidad sobre activos): este ratio pone en relación el beneficio obtenido por la empresa con el tamaño de su balance. Mide si el crecimiento de la empresa va acompañado del mantenimiento de sus niveles de rentabilidad o si, por el contrario, este crecimiento está implicando un progresivo deterioro en sus niveles de rentabilidad.

$$\text{ROA} = \text{Beneficio neto} / \text{Activo total de la empresa}$$

f) ROE (rentabilidad sobre recursos propios): es el ratio de rentabilidad más significativo, ya que mide el rendimiento que la empresa obtiene de sus fondos propios, es decir, de los fondos que los accionistas tienen comprometidos en la empresa. La evolución de este ratio tendrá un impacto significativo en la cotización de la acción.

$$\text{ROE} = \text{Beneficio neto} / \text{Recursos propios}$$

g) El ROM («Return on market value», o rendimiento sobre valor de mercado) es el indicador que nos señala la rentabilidad de la empresa en relación con la capitalización bursátil. Se expresa como:

$$\text{ROM} = \text{Beneficio de la empresa} / \text{Capitalización bursátil}$$

h) La rentabilidad del accionista, que se mide por varios ratios:

$$\text{Rentabilidad nominal} = \text{Dividendo repartido} / \text{Capital nominal}$$

$$\text{Rentabilidad efectiva} = \text{Dividendo repartido} - \text{Impuestos} + \text{Derechos} / \text{Valor efectivo de la acción}$$

$$\text{Rentabilidad real} = \text{Dividendo repartido} + \text{Reservas} / \text{Valor efectivo de la acción}$$

i) PVC (Precio valor contable): mide la relación de la cotización con el valor contable o teórico de la acción, que nos indicará la

sobrevaloración o infravaloración con que cotiza sobre el valor en libros de la sociedad cotizada.

$$PVC = \text{Cotización de la acción} / \text{Valor contable de la acción}$$

El valor teórico contable por acción, o simplemente el valor contable o valor en libros, porque es el presentado en el balance oficial, es el resultado de dividir la cifra de recursos propios entre el número de acciones. Los recursos propios son el resultado de sumar el capital social (únicamente el correspondiente a las acciones ordinarias) y la totalidad de las reservas.

j) El descuento de dividendos es un modo de determinación de la valoración en una empresa cotizada en bolsa, de acuerdo con el que se determina la cotización de una acción por la capacidad de generar beneficios distribuibles a los accionistas en el futuro. Siendo C la cotización de una acción,  $D'$ ,  $D''$ ,  $D'''$ , etc. los dividendos a percibir en los próximos años y R el tipo de rendimiento aplicable a la mejor inversión alternativa y que se valora como coste de oportunidad tendremos la siguiente formulación:

$$C = (D'/1+R) + (D''/(1+R)^2) + (D'''/(1+R)^3) + \dots (D_n/(1+R)^n)$$

donde el exponente «n» es igual a tiempo medido en años.

k) El rendimiento financiero de las acciones en bolsa, que se expresa por el cociente entre el dividendo y la capitalización bursátil:

$$R_f = \text{Dividendo} / \text{Capitalización bursátil}$$

l) Apalancamiento financiero es un ratio que mide la solvencia de una empresa. Cuanto menor sea, tanto mayor riesgo financiero tendrá la compañía.

$$AF = \text{Pasivo total} / \text{Recursos propios}$$

Las empresas con mucho activo fijo financiado a largo plazo, como las eléctricas o las concesionarias de autopistas, tienen índices de apalancamiento financiero bastante elevados. De ahí que las acciones de este tipo de sociedades sean muy sensibles a los movimientos en los tipos de interés.

El riesgo financiero se debe conjugar con el riesgo operativo, que consiste en la variabilidad del resultado de explotación de la empresa. Normalmente, compañías con un bajo riesgo operativo suelen tener un alto riesgo financiero, precisamente por la estabilidad de sus resultados.

La deuda financiera está formada por los pasivos de la empresa que tienen coste explícito, es decir, se reflejará como un gasto financiero en la cuenta de pérdidas y ganancias de la sociedad.

Los recursos propios son la parte del pasivo que pertenece exclusivamente a los accionistas de la entidad.

m) Fondo de maniobra: sirve para medir cuál es la situación de liquidez una compañía. Es importante para conocer la capacidad de una empresa para afrontar algún pago imprevisto.

$$\text{Fondo de maniobra} = \text{Activo circulante} - \text{pasivo exigible c/p}$$

En principio:

– Fondo de maniobra  $< 0$ . Situación apurada de liquidez, ya que la empresa no cubre con su activo circulante las deudas que vencen en el próximo año.

– Fondo de maniobra  $= 0$ . Liquidez muy ajustada; el simple retraso en el cobro de un cliente o la ralentización de las ventas puede hacer que la empresa no pueda atender sus pagos.

– Fondo de maniobra  $> 0$ . Situación adecuada. El fondo de maniobra debe ser positivo y de una cuantía suficiente para que la empresa disponga de un margen de seguridad.

– No basta únicamente con que el fondo de maniobra sea positivo, sino que hay que analizar la composición del activo circulante. Puede suceder, por ejemplo, que la empresa disponga de un fondo de maniobra muy elevado por tener el almacén repleto de productos que no es capaz de vender.

## 6.5. Los multiplicadores sobre el valor de la empresa

El valor de la empresa es igual a la suma del valor de mercado de los recursos de la compañía. Estos recursos son normalmente las acciones ordinarias, las acciones preferentes y el endeudamiento con coste. El valor de la empresa difiere del lado del pasivo del balance de una compañía en dos aspectos:

- 1) Toma valores de mercado de cada uno de los componentes, y no el valor en libros, tal y como muestra el balance de la empresa.
- 2) No toma todos los componentes del pasivo del balance, sino sólo aquellos que corresponden a proveedores del capital, excluyéndose la financiación espontánea del balance.

Dos son los ratios que más utilizan los analistas a la hora de comparar las compañías por el valor de empresa: EV/Ventas y EV/EBITDA.

– EV/Ventas. Este ratio divide el valor de la empresa entre la cifra de ventas. Este ratio tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa.

– EV/EBITDA. Es el resultado de dividir el valor de la empresa entre el resultado bruto de explotación, que es el término en castellano para traducir EBITDA («Earnings Before Interest, Taxes, Depreciación and Amortization» o, lo que es lo mismo, beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). Este ratio muestra el multiplicador del valor de empresa sobre los recursos que genera, con independencia de su estructura financiera (por eso se excluyen los intereses y los impuestos), su tasa impositiva y su política de amortizaciones.

## 6.6. Ratios útiles para el análisis sectorial

Una de las utilidades de los ratios es la comparación de estas magnitudes con las de otras empresas del sector, o como habitualmente se planea, con los datos medios del sector en el que se opera, con la intención de identificar a las compañías más rentables en un determinado área de actividad. Entre las variables más utilizadas por los expertos se encuentran:

- 1) **Margen bruto de explotación.** Es el resultado de dividir el resultado bruto de explotación (no confundir con el resultado neto de explotación, que es igual al resultado bruto de explotación me-

nos las amortizaciones del inmovilizado) entre las ventas. El margen bruto de explotación expresa en porcentaje los recursos que la empresa ha sido capaz de retener después de pagar sus gastos a excepción de las amortizaciones, sus gastos financieros y los impuestos. La comparación con el sector nos indica si la empresa opera con mayores o menores márgenes.

2) **Margen de explotación.** Es el resultado de dividir el resultado de explotación entre las ventas. Si es más bajo que el del sector, significa que la compañía tiene una situación de debilidad con respecto a las demás.

En un análisis a corto plazo (en torno a cinco años), el margen bruto de explotación y el margen neto de explotación muestran una evolución similar. Pero si el plazo fuera más amplio, los resultados serían distintos, porque abarcaríamos un periodo de tiempo suficiente para que las empresas hayan sido capaces de tomar decisiones con respecto a su inmovilizado.

3) **Rotación del activo.** Es el resultado de dividir las ventas entre el activo. Si, por ejemplo, el resultado de la operación es cuatro, significa que las ventas son cuatro veces el activo total de la compañía. Cuanto mayor sea la rotación, mayores serán los beneficios, normalmente, ya que el beneficio es igual a rotación por márgenes.

4) **Periodo medio de maduración.** El periodo medio de maduración del proceso productivo de una empresa mide el tiempo transcurrido desde que se adquieren las materias primas hasta que los productos elaborados se cobran al cliente. El periodo medio se puede escindir en varias etapas. A efectos de análisis sectorial, es especialmente importante el de los clientes, ya que puede que la empresa venda pero no pueda cobrar lo vendido.

5) **Rentabilidad de sector.** Se pueden utilizar dos ratios, el ROE, ya explicado anteriormente, y el RCE o ROCE, que es la rentabilidad sobre el capital empleado y que es el resultado de dividir el resultado de explotación entre los recursos empleados. Los recursos empleados son la suma del valor en libros de los recursos propios y la deuda financiera neta.

También se puede realizar una clasificación en función de qué tipo de ratios se utilizan para analizar cada uno de los sectores:

**Globales:** son los que afectan y son aplicables a todo tipo de empresas. Algunos son el PER, la rentabilidad por dividendo y el ratio P/VC.

**Patrimoniales:** son ratios aplicables a inmobiliarias y holdings, entre los que destaca el valor liquidativo o el valor de los activos a precios de mercado.

**Financieros:** se aplican a las compañías financieras. Los más importantes son la tasa de morosidad de los bancos, los márgenes bancarios (operativo y financiero), el ratio de eficiencia o cociente entre gastos e ingresos de explotación de un banco, el volumen de primas y el nivel de reservas técnicas (aplicable a los seguros) o el ROE o rentabilidad sobre recursos propios, que es también aplicable al resto de los sectores.

**Tecnológicos:** suelen aplicarse a compañías industriales o de tecnología cuyo gran nivel de inversión o de amortización de activos les puede llevar a tener pérdidas o incluso «cash flow» negativo con carácter temporal. Los más importantes son la deuda financiera neta y el ratio VF/EBITDA, que es el cociente entre el valor total de la firma, medido como la suma de deuda financiera neta y capitalización bursátil, y el EBITDA o «cash flow» de explotación.

**Otros:** en el petróleo deben valorarse el margen de refino y el nivel de reservas de crudo. En el gran consumo y el lujo, se valoran las sinergias y el valor de la imagen de marca. En industrias cíclicas, se valora el precio de materias ligadas a las mismas. En construcción y bienes de equipo, se tienen en cuenta el volumen de formación bruta de capital fijo y la licitación pública de obras.

## **6.7. La importancia de las nuevas normas de contabilidad internacional (NIIF)**

El ejercicio 2005 fue el de la aplicación de las nuevas normas de contabilidad internacional (NIIF). Supusieron un importante cambio en las presentaciones de resultados. A partir de ese momento, en general, los beneficios de las compañías serían mayores, y también más volátiles, dado que el principal cambio de las NIIF era el denominado «fair value» o valor justo. Éste es el precio al que transaccionarían dos personas de forma libre a una fecha determinada. Por eso,

las valoraciones de los activos de cada empresa también varían de forma notable. Las NIIF dicen que todo debe ir a «fair value», pero lo que es innegociable son todos los instrumentos financieros, como por ejemplo las opciones y los futuros.

Otro de los factores que más quebraderos de cabeza ha provocado a los inversores y analistas es el fondo de comercio (en las cuentas consolidadas, corresponde a la diferencia entre el precio de adquisición de una sociedad y su valor en libros). Tras acabar con la obligatoriedad de amortizar el fondo de comercio en un plazo máximo de 20 años, con las nuevas normas, las sociedades deben actualizar la diferencia cada año en el balance, y si se produce un deterioro registrar dicha minusvalía en la cuenta de resultados.

Otra de las diferencias más relevantes será el tema de la consolidación por puesta en equivalencia. Antes, el límite para poder integrar en las cuentas de una compañía en las cifras de una participada era del 3 por ciento. Con las NIIF, este porcentaje se amplía hasta el 20 por ciento del capital. Existe una excepción a esta regla: que se acredite una influencia significativa en la gestión de la empresa participada debido a la existencia de representantes en el consejo de administración. Si no es así, estos beneficios deben registrarse como dividendos.

Las NIIF también han tenido una incidencia importante en el tema del endeudamiento. A partir del año 2005, los intereses de las participaciones preferentes emitidas por las compañías son considerados como gastos financieros, no como hasta ahora que iban anotados en la partida de minoritarios.

Según los expertos, los sectores más afectados son el de banca y seguros, y el de la construcción (por las concesiones administrativas).

Todos estos cambios son muy importantes porque la contabilidad es fundamental para la garantizar la transparencia de los mercados de capitales, así como para el cálculo de los ratios bursátiles con los que comparar las diferentes compañías.

De hecho, estas normas se pusieron en marcha para que no hubiera lugar al engaño de los inversores y que se puedan comparar las cifras de grupo de distintos países.

Finalmente, desde el año 2005, la alta dirección de las compañías tiene toda la responsabilidad sobre los criterios utilizados para la contabilidad. Las NIIF, también denominadas IAS, son un paso muy importante para todos, inversores, analistas o periodistas.



# transparencia.

## Información al Accionista

- CaixaBank ofrece la posibilidad de suscribirse a información online sobre la compañía, que incluye la Revista del Accionista CaixaBank.

## Comité Consultivo CaixaBank

- Formado por 17 Accionistas representativos de la base accionarial, tiene como objetivo ofrecer su opinión y recomendaciones sobre los canales de comunicación de CaixaBank con sus Accionistas.

## Atención al Accionista

- Teléfono de contacto: 902 11 05 82
- e-mail: [accionista@caixabank.com](mailto:accionista@caixabank.com)
- Página web: [www.CaixaBank.com](http://www.CaixaBank.com)

# transparencia.

## Información al Accionista

- CaixaBank ofrece la posibilidad de suscribirse a información online sobre la compañía, que incluye la Revista del Accionista CaixaBank.

## Comité Consultivo CaixaBank

- Formado por 17 Accionistas representativos de la base accionarial, tiene como objetivo ofrecer su opinión y recomendaciones sobre los canales de comunicación de CaixaBank con sus Accionistas.

## Atención al Accionista

- Teléfono de contacto: 902 11 05 82
- e-mail: [accionista@caixabank.com](mailto:accionista@caixabank.com)
- Página web: [www.CaixaBank.com](http://www.CaixaBank.com)