

5.ª Edición
INVERSIÓN

Manual de la inversión en bolsa

(TOMO II)
Octava edición, revisada,
ampliada y actualizada



Criteria
CAIXA CORP



Manual de la inversión en bolsa

Octava edición
(ampliada, revisada y actualizada)

TOMO II

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, Máster UCM-ABC en Periodismo y Experta en información económica por la Universidad de Zaragoza. Actualmente, cursa estudios de Sociología en la UNED y 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: 978-84-95858-98-6

Depósito Legal: M-20760-2010



Introducción

El semanario «**INVERSIÓN**» publicó su anterior edición del «**Manual de la inversión en bolsa**» en el año 2006. Desde entonces, 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 Critería, a una octava edición, revisada, ampliada y actualizada, de esta obra, cuyo segundo tomo tiene entre sus manos.

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. Y siempre respondiendo al objetivo común 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.

7. ¿Cómo seleccionar valores con los gráficos?	9
7.1. ¿Qué es el análisis técnico y en qué se basa?	11
7.2. La Teoría de Dow	11
7.3. Ejemplos de figuras técnicas	12
7.4. ¿Qué tipo de gráficos se utilizan en el análisis chartista?	15
7.5. ¿Qué otros instrumentos se usan en el análisis técnico del mercado?	16
 8. Tipos de operaciones especiales (I)	 23
8.1. ¿Qué son operaciones extraordinarias?	25
8.2. ¿Qué supone una ampliación de capital de una empresa cotizada?	25
8.3. ¿Qué es el derecho de suscripción preferente?	27
8.4. ¿Cómo se valoran a efectos de inversión bursátil las ampliaciones de capital?	27
8.5. ¿Qué es una ampliación de capital blanca?	29
8.6. ¿Qué hacer ante una reducción de capital?	30
8.7. ¿Qué es una OPA y qué consecuencias lleva consigo?	31
8.8. ¿Qué hacer ante una OPA de exclusión?	34

9. Tipos de operaciones especiales (II)?	35
9.1. ¿Qué es una oferta pública de venta de valores (OPV)?	37
9.2. ¿Qué es el prorrateo?	38
9.3. ¿Es conveniente invertir en las colocaciones en bolsa?	39
9.4. ¿Qué son los «splits» en acciones bursátiles?	43
9.5. ¿Qué es el arbitraje en bolsa?	43
9.6. ¿Qué son las aplicaciones bursátiles y las tomas de razón?	44
10 ¿Está protegido el inversor en bolsa?	47
10.1. ¿Qué es la protección al inversor?	49
10.2. ¿Qué principios legales debe cumplir el intermediario bursátil?	50
10.3. ¿Cuáles son los derechos de un accionista?	52
10.4. ¿Qué derechos tiene el inversor en bolsa?	53
10.5. ¿Qué puede exigir un partícipe de un fondo de inversión?	55
10.6. ¿Qué medios de defensa existen y dónde dirigirse para reclamar?	55
10.7. ¿Qué documentos justifican la inversión en bolsa?	56
10.8. ¿Qué son los fondos de garantía de inversiones?	57
11. ¿Con qué otros instrumentos financieros cuenta el inversor en bolsa?	61
11.1. ¿Qué son los contratos de futuros financieros?	63
11.2. ¿Qué son los contratos de opciones financieras?	65
11.3. ¿Qué son los «warrants»?	69
11.4. ¿Qué son los CFD's o contratos por diferencia?	71
11.5. ¿Pueden utilizarse los futuros y opciones como instrumentos de cobertura?	71
11.6. ¿Qué es una obligación convertible?	73

12. La inversión colectiva, otra forma de entrar en bolsa ... 75

12.1. ¿Cómo se puede mejorar la gestión individual?	77
12.2. ¿En qué consiste la gestión de carteras de valores?	78
12.3. ¿Qué criterios se siguen en la gestión de carteras?	80
12.4. ¿Qué es un club de inversión?.....	82
12.5. ¿Qué son las instituciones de inversión colectiva?	83
12.6. ¿Qué son los fondos de inversión?	84
12.7. ¿Qué tipo de fondo de inversión hay que elegir?.....	86
12.8. ¿Qué son los fondos de inversión cotizados (ETF's)?	89
12.9. ¿Qué es una SICAV?	89
12.10. ¿Qué son los fondos de inversión libre o «hedge funds»?	90
12.11. ¿Qué son los fondos inmobiliarios?	92
12.12. ¿Qué ventajas tienen las instituciones de inversión colectiva?	92
12.13. ¿Cuál es el tratamiento fiscal de las inversiones en las instituciones de inversión colectiva?	93

13. ¿Cómo invertir en mercados exteriores?..... 95

13.1. ¿Se puede invertir en bolsas y fondos extranjeros?..	97
13.2. ¿Cómo ha afectado a las bolsas europeas la introducción de la moneda única?.....	99
13.3. ¿Se creará una bolsa única europea?	101
13.4. La globalización de los mercados de derivados?...	103
13.5. Los mercados de divisas.....	103
13.6. ¿Qué es la bolsa «on-line»?.....	104

¿Cómo seleccionar valores con los gráficos?

- 7.1. ¿Qué es el análisis técnico y en qué se basa?
- 7.2. La Teoría de Dow
- 7.3. Ejemplos de figuras técnicas
- 7.4. ¿Qué tipo de gráficos se utilizan en el análisis chartista?
- 7.5. ¿Qué otros instrumentos se usan en el análisis técnico del mercado?

¿Cómo seleccionar valores con los gráficos?

7.1. ¿Qué es el análisis técnico y en qué se basa?

La ventaja que presenta el análisis técnico respecto a cualquier otro es que, para aplicarlo, no es necesario tener conocimientos profundos de ninguna ciencia ni mercado. La información está al alcance de cualquier inversor. Con esta herramienta se pueden analizar todo tipo de inversiones que se negocien en mercados que faciliten datos.

El análisis técnico se ha definido como la ciencia que se ocupa de registrar, normalmente en forma de gráficos, la historia real de las transacciones, cotizaciones, volúmenes de contratación etc., para un cierto valor o índice de valores. Por tanto, la filosofía del análisis técnico se basa en el principio de que los precios se mueven por tendencias. El objetivo de este análisis es identificar lo antes posible estas tendencias para operar en su sentido, y reconocer tempranamente su agotamiento para deshacer las posiciones abiertas y, si ello es posible, tomar las contrarias.

El analista técnico estudia diariamente las cotizaciones de los valores. Del comportamiento de esas cotizaciones en el pasado extrae conclusiones para el porvenir, basadas en que los precios bursátiles se comportan con trayectorias similares a lo largo del tiempo. También considera que las cotizaciones se forman exclusivamente por la conjunción de la oferta y la demanda sobre los valores.

El elemento de juicio básico en el análisis técnico o chartista es que los procesos históricos tienden a repetirse y las cotizaciones siguen unas tendencias que se mantienen a lo largo del tiempo. Los cambios en las tendencias están motivados por modificaciones en la relación oferta-demanda de los valores. Estas modificaciones pueden ser detectadas mediante el análisis de las tendencias del mercado.

7.2. La Teoría de Dow

El origen del análisis técnico se remonta a la Teoría de Dow, según la cual existen tres movimientos simultáneos en el mercado de valores:

- 1) Primario o a largo plazo: tendencias al alza o a la baja a largo plazo que pueden durar uno o varios años.

2) Secundario: desviaciones de la tendencia primaria de una duración entre tres semanas y tres meses.

3) Diarios: las fluctuaciones que se producen diariamente en las cotizaciones bursátiles.

Es interesante destacar algunos principios analizados en la Teoría de Dow: La bolsa está en un proceso descendente cuando después de una corrección, el nivel de las cotizaciones desciende con relación al mínimo precio establecido anteriormente. A la inversa, estará en una fase ascendente cuando después de cada movimiento de corrección, el nivel de cotizaciones esté por encima del máximo alcanzado con anterioridad.

El cambio en la tendencia se producirá cuando después de una serie de movimientos del mismo (ascendentes o descendentes) se comprueba que los niveles de precios (máximos o mínimos) alcanzados anteriormente no se sobrepasan. Esto nos lleva a definir el nivel de resistencia, que es el límite superior al que tiende un movimiento alcista. Una vez alcanzado este límite se produce un cambio de tendencia hacia la baja. El nivel de soporte o apoyo es el límite inferior al que tienden los precios en una fase bajista. Cuando se llega a este límite, hay posibilidades de un cambio de tendencia al alza. La aparición de nuevas tendencias se anuncia por la perforación o traspaso de esos niveles que indican nuevas fases alcistas o bajistas. Cuando existe un cambio en la tendencia alcista hacia una bajista, se denomina zona de distribución, pues los deseos de venta y distribución de valores en el mercado dominan. A la inversa, se llama zona de acumulación cuando se pasa de una tendencia bajista a una alcista y los inversores compran y acumulan valores. El gráfico permite tener una visión más completa de los conceptos citados (véase gráfico 1 en página 20).

7.3. Ejemplos de figuras técnicas

El análisis técnico o chartista se ha completado con gráficos simples o de líneas, de barras, de puntos y figuras, y otros instrumentos como el principio de la onda de Elliot, las medidas de fortaleza relativa, las medias móviles, la teoría de los filtros, los índices de holgura. Además del estudio de las tendencias primaria, secundaria y diaria, se han diseñado formaciones gráficas definidas que han ayudado a detectar nuevas tendencias en las cotizaciones bursátiles. He aquí algunos ejemplos:

Hombro-cabeza-hombro

Es una formación muy utilizada y que se caracteriza por la existencia de un corto periodo de tres máximos en la cotización, con el del centro de altura superior a los demás. Se interpreta como el final de una fase alcista y origen de una tendencia claramente bajista (véase gráfico 4 en página 21). Si el gráfico se da invertido, el cambio de tendencia pasaría de bajista a alcista. Una característica fundamental es el comportamiento del volumen durante la formación de la figura. El volumen se incrementa mucho en la formación ascendente del hombro izquierdo, disminuye en su descenso, pero vuelve a aumentar a niveles similares o un poco inferiores en la formación ascendente de la cabeza, para disminuir de nuevo y prácticamente crecer muy poco en la formación del hombro derecho.

Esta formación permite medir la distancia que recorrerán los precios después de la confirmación de la figura, trazando primero una línea desde la línea de cuello hasta el máximo de la cabeza, para luego tomar esa misma distancia para proyectarla desde la rotura de la línea de cuello en la dirección de los precios.

Dobles y triples suelos y techos

Los techos y suelos son los máximos y mínimos de las cotizaciones de un valor en donde se manifiestan cambios de tendencia de las cotizaciones. Se suelen dar cuando los participantes en el mercado pierden la confianza en la tendencia, porque el nivel de precios conseguido anteriormente no se puede superar.

La descripción de esta figura se puede traducir como dos o tres contactos diferenciados (máximos en el caso de techos, mínimos en el caso de suelos) a un mismo nivel de precios, seguidos de una ruptura de un nivel intermedio en la dirección opuesta. Debe presentar como una característica fundamental una clara separación, como mínimo de un mes entre los intentos aislados de superar el techo o el suelo.

El volumen también tiene que tender a disminuir en el segundo y tercer suelo o techo y el volumen entre los contactos también ha de decrecer.

Que haya un menor tiempo de separación entre los respectivos contactos de techos o suelos es lo que diferencia a las formaciones

dobles o triples. La señal de formación de la figura se produce cuando los precios rompen la línea recta de cuello que se puede trazar entre los suelos y los techos.

Soperas, tazones, platillos o suelos y techos redondeados

Estas formaciones de vuelta se encuentran normalmente en los suelos. Tienen la dificultad de que no se conoce cuando finaliza su formación. Tampoco presentan unos objetivos de precio fácilmente determinables. Cuando se presenta un suelo redondeado y éste concluye, la reacción siguiente suele ser el comienzo de una tendencia alcista primaria de recorrido bastante largo. Su descripción es la de una figura que no presenta grandes oscilaciones de precio durante su formación y presentan, en numerosas ocasiones, una simetría cuasi perfecta, pero normalmente detectable a posteriori.

Una de las características que posee esta figura es que el volumen presenta el mismo aspecto que la formación de precios: decrece paulatinamente, durante un periodo largo de tiempo, donde apenas se negocian títulos, poco a poco se van incrementando en el lado derecho formando la simetría, hasta que un incremento en el volumen corresponde con una fuga en el precio.

Triángulos en que los bordes de las fluctuaciones forman una figura triangular

Cuando el triángulo se cierra cabe esperar una tendencia definida y persistente al alza o a la baja, según el vértice del triángulo apunte hacia arriba o hacia abajo (véase gráfico 2 en página 20).

Banderas, que se interpretan como una señal de una tendencia alcista (véase gráfico 3 en página 20)

Durante un mercado que sufre una subida muy fuerte, casi vertical, hay una presión del dinero muy importante, que es la que está provocando la subida. Los compradores que se han apuntado antes a la tendencia intentarán realizar beneficios de forma muy rápida. Esto provocará, seguramente, una parada en el mercado y es probable que los precios descendan durante un periodo. También el volumen decaerá, hasta un punto donde el mercado ya se habrá acostumbra-

do de nuevo a los niveles de precios y volverá a producirse un repunte. Este movimiento de mercado genera una figura que se asemeja a una bandera ondeando su asta.

7.4. ¿Qué tipo de gráficos se utilizan en el análisis chartista?

Los gráficos constituyen uno de los instrumentos básicos para determinar y predecir las oscilaciones de los precios bursátiles. Los gráficos tratan de adivinar cambios de tendencia y de anticiparse a esos cambios y se representan en un sistema de abscisas y ordenadas en donde aparecen la contratación y cotización de un valor durante ciertos periodos de tiempo. Los gráficos más utilizados son:

a) Gráfico ordinario, que es un gráfico lineal situando en el eje vertical las cotizaciones de un valor o el índice de mercado y en el eje horizontal el periodo de sesiones o tiempo considerado. Es un gráfico simple que permite visualizar la evolución de un mercado o valor a lo largo del tiempo. Normalmente se utilizan escalas de precios aritméticas pero, en ocasiones, se utilizan también escalas semilogarítmicas (véase gráfico 5 en página 21).

b) Gráfico de barras, es el tipo de gráficos más utilizado en el análisis chartista y está compuesto de barras o bastoncillos. Cada uno de ellos muestra la evolución de los precios de un valor en una sesión determinada. Para ello se utilizan en cada barra los tres precios más relevantes de una sesión o periodo analizado: el más alto, el más bajo y el de cierre; el extremo inferior de la barra muestra el precio más bajo del periodo, el extremo superior el más alto y la cotización de cierre se dibuja con un pequeño trazo horizontal a la derecha de la barra; en ocasiones aparece también en este gráfico otro pequeño trazo horizontal a la izquierda de la barra que indica el precio de apertura. En la parte inferior se representan los volúmenes de contratación de cada valor o mercado analizado, cuya representación gráfica es una barra vertical cuya dimensión está en función del volumen negociado, cuanto más larga sea, más acciones se han contratado en la sesión o periodo analizado (véase gráfico 6 en página 21). De esta forma, se completa la información diaria. No obstante, si se dispone de datos en tiempo real, los gráficos de barras también pueden presentar la información en intervalos horarios, que

pueden ir desde un minuto hasta las dos horas, con el periodo de tiempo que se crea necesario.

c) **Gráfico de punto y figura**, es un tipo de gráfico utilizado en el análisis técnico que se realiza sobre la base de las cotizaciones de cierre de un valor o mercado. En el eje vertical se colocan las cotizaciones y en el horizontal se ven los cambios de tendencia manifestadas por las subidas y bajadas de los precios de los valores o índice de mercado considerado. Cuando se produce una subida de precio relevante, en torno a un tres por ciento (3 por ciento) como mínimo, se anota una equis (X) y cuando haya una bajada de precio de ese nivel se dibuja un cero (0). Así se van dibujando equis y ceros hasta formar una figura determinada que, según los analistas gráficos, permite detectar un cambio de tendencia y líneas de soporte y resistencia que dan señales de venta y compra respectivamente (véase gráfico 7 en página 22). Este tipo de gráfico, utilizado con datos intradiarios, proporciona una gran cantidad de información que pasa totalmente desapercibida con los gráficos de barras y cierres.

d) **«Candlesticks» o sistema japonés**: en este tipo de gráficos los cambios de precios se representan con rectángulos a modo de cirios vacíos o llenos en cuyos extremos existen unos bastoncillos. La altura total del cirio corresponde a la distancia entre el precio más alto y más bajo del periodo considerado. El rectángulo o cirio se forma por la diferencia entre el precio de cierre y el de apertura de tal modo que, si el precio de cierre es superior al precio de apertura, éste es la base del rectángulo y el de cierre la altura del rectángulo, en este caso el rectángulo está vacío; en el caso contrario en que el precio de cierre es inferior al de apertura, el rectángulo estará lleno. Un rectángulo o cirio vacío indica una tendencia al alza y lleno una tendencia a la baja; cuanto más largo sea el cirio o rectángulo, indica más solidez en la tendencia. La sucesión de rectángulos o cirios llenos y vacíos anuncia también cambios en la tendencia (véase gráfico 8 en página 22).

7.5. ¿Qué otros instrumentos se usan en el análisis técnico del mercado?

El analista técnico se apoya, entre otros, en los siguientes instrumentos de medida de las variaciones y tendencias del mercado bursátil:

a) Una media móvil es una media sobre un conjunto de valores (precios, volúmenes, etc.) con la particularidad de que su cálculo se efectúa sobre un número concreto de datos («n» días) que marcan el periodo. A medida que se incorpora un nuevo dato, desaparece el primero para mantener siempre este periodo de cálculo. Pueden ser medias móviles ordinarias o ponderadas, en el sentido de reducir la importancia de las cotizaciones más antiguas y aumentar el de las cotizaciones más próximas al presente bursátil que se trata de analizar.

Como uso general se puede decir que cualquier media de menos de 15 días de periodo es para operar o seguir los mercados o valores a corto plazo. Entre 20 y 70 sesiones, para el medio plazo, y entre 100 y 250 jornadas, para seguir las tendencias y mercados a largo plazo.

b) El índice de fuerza relativa (RSI), que es un indicador del análisis técnico que mide, en cada momento, la fuerza con la que actúa la oferta y la demanda de un valor. El RSI detecta cuando una acción está sobrevalorada (sobrecomprada) o infravalorada (sobrevendida), por lo que se utiliza principalmente para la obtención de señales de compra y venta. También es importante su utilización para la detención de divergencias entre el oscilador y la línea de precios. La formula de cálculo es:

$$RSI = 100 - [(100 / (1 + RS))]$$

Siendo RS: AU/AD; AU: la media del incremento de precios de cierre en las sesiones alcistas, y AD: la media del decremento de precios de cierre en las sesiones bajistas. Puesto que se trata de un porcentaje, el 50 por ciento representaría la zona neutra en la que la demanda se identifica con la oferta, si el RSI superase la línea de 70 indicaría que el valor o mercado está sobrecomprado por el exceso de fuerza de la demanda con respecto a la oferta; por el contrario, si el RSI se sitúa por debajo del 30 se entiende que el valor o mercado está sobrevendido y, por tanto, que es un buen momento para comprar. En líneas generales, el análisis técnico recomienda empezar a vender por encima de 70 y comenzar a comprar por debajo de 30.

c) Osciladores, son una medida del análisis técnico y se basa en la diferencias de dos medias. El más utilizado es el oscilador es-

tocástico, que trata de adivinar una nueva tendencia del mercado partiendo de la medida de la divergencia existente entre el precio de cierre del mercado y los precios altos y bajos del mismo en una serie de periodos. Se le denomina también «índice G. Lane» u «oscilador %K». La fórmula básica para la construcción de osciladores estocásticos es la siguiente:

$$\%K = [(U - Mi)/(Max - Mi)] \times 100$$

Siendo U: el último precio del periodo, Mi: el mínimo precio del periodo, Max: el máximo precio del periodo. El criterio más aceptado en el análisis de este oscilador es que si el %K es mayor de 80 indica señal de venta, y si es menor de 20 indica señal de compra.

d) Momento, denominado también NCO, indica el grado de fuerza del movimiento de una tendencia en un mercado o valor y se expresa por la fluctuación porcentual del precio durante un periodo determinado. También mide la velocidad de las alzas o bajas en las cotizaciones. Para calcularlo se toman los precios de cierre de cinco o diez sesiones del mercado y su fórmula para diez sesiones sería:

$$M10 = P10 - P1$$

Siendo P10: el precio de cierre de la última sesión considerada la del décimo día, P1: el precio de cierre del primer día considerado del periodo de diez sesiones. El análisis de las variaciones del momento nos indicará si aumenta una señal de compra y si disminuye una señal de venta, si permanece invariable la tendencia del mercado pierde fuerza y puede modificarse.

Debido a su modo de construcción, la línea de momento se encuentra siempre un paso por delante del movimiento del precio. Por esta actuación adelantada del momento sobre los precios, se considera un indicador líder.

e) MACD, es el indicador de convergencia/divergencia de medias móviles. Se basa en dos medias móviles exponenciales que se mueven alrededor de una línea de 0, generando señales de compra y de venta. Las señales se producen en los cortes de medias, y la dirección y fuerza vienen dados por su posición respecto a la línea de 0.

Es probable encontrarse con este indicador en forma de barras de histograma. De esta manera, los cruces por la línea 0 sí que son los que proporcionan la señal definitiva. También es factible calcularle en un momento para contar con un apoyo de anticipación y fuerza de señales.

Este indicador funciona muy bien cuando el mercado se encuentra en una tendencia clara, y tiende a producir señales poco aprovechables con mercados en tendencia laterales.

f) Índice de movimiento direccional (ADX) está basado en el índice de movimiento direccional y se utiliza principalmente para determinar si un valor se encuentra en tendencia, así como la fuerza que tiene la misma. El indicador en sí no proporciona información sobre la dirección de la tendencia. Para el cálculo del ADX es necesario introducir el periodo de días a los que se hace referencia. Normalmente se utilizan 14 sesiones.

La determinación de si un valor se encuentra o no en tendencia, sea alcista o bajista, viene dada por el valor que toma el ADX. Si este es superior a 30, el valor está en tendencia, y a mayor valor, más fortaleza tiene la tendencia. Como no determina la dirección de la tendencia, hay que efectuar el análisis con el gráfico de precios.

GRÁFICO 1. CAMBIO DE TENDENCIA

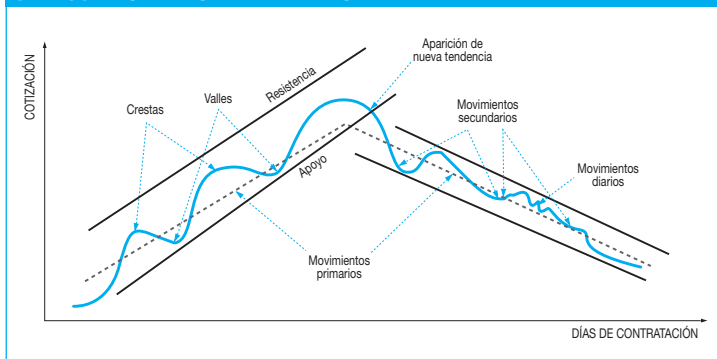


GRÁFICO 2. FORMACIÓN DE TRIÁNGULO

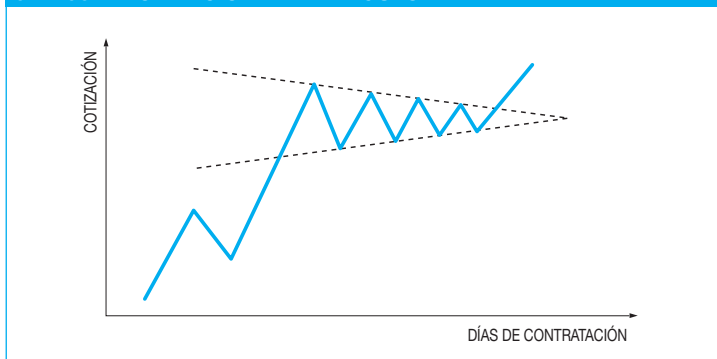


GRÁFICO 3. BANDERA RECTANGULAR

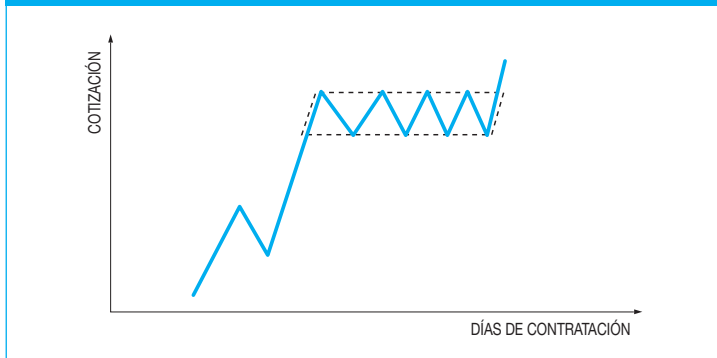


GRÁFICO 4. **HOMBROS-CABEZA**

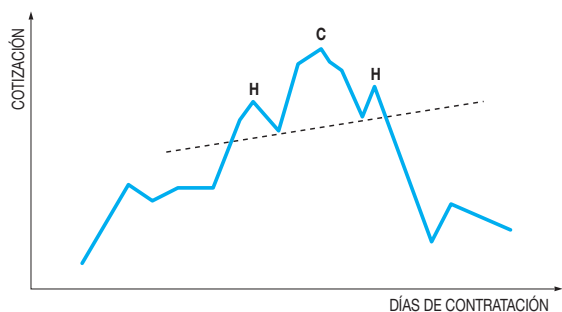


GRÁFICO 5. **GRÁFICO DE LÍNEA**

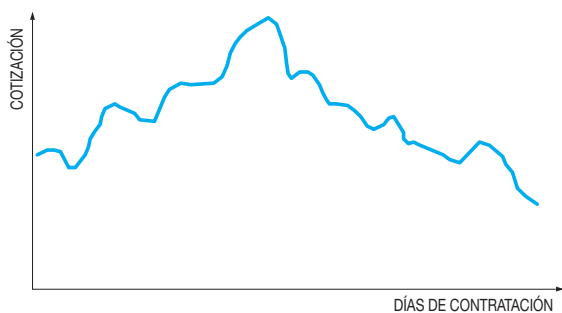


GRÁFICO 6. **GRÁFICO DE BARRAS**

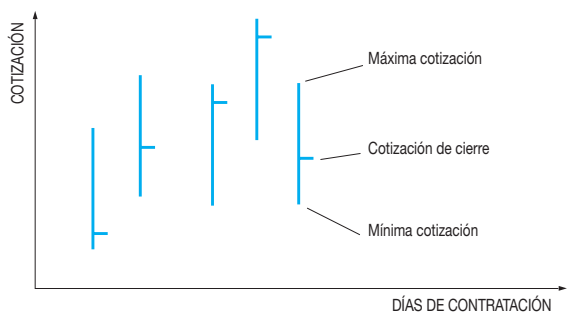


GRÁFICO 7. GRÁFICO DE PUNTO Y FIGURA

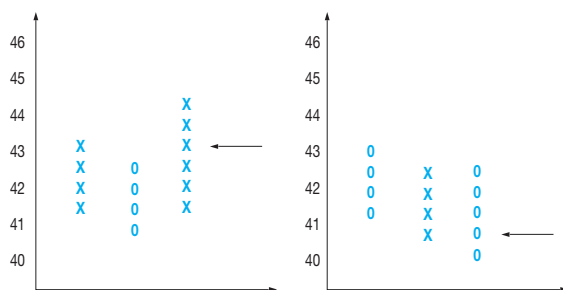
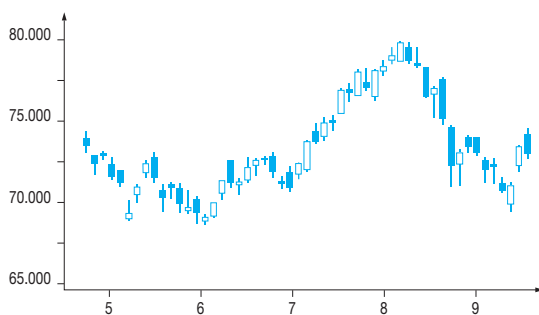


GRÁFICO 8. GRÁFICO A LA JAPONESA



Tipos de operaciones especiales (I)

- 8.1. ¿Qué son operaciones extraordinarias?
- 8.2. ¿Qué supone una ampliación de capital de una empresa cotizada?
- 8.3. ¿Qué es el derecho de suscripción preferente?
- 8.4. ¿Cómo se valoran a efectos de inversión bursátil las ampliaciones de capital?
- 8.5. ¿Qué es una ampliación de capital blanca?
- 8.6. ¿Qué hacer ante una reducción de capital?
- 8.7. ¿Qué es una OPA y qué consecuencias lleva consigo?
- 8.8. ¿Qué hacer ante una OPA de exclusión?

8 Tipos de operaciones especiales (I)

8.1. ¿Qué son operaciones extraordinarias?

La vigente Ley del Mercado de Valores distingue entre:

a) Operaciones ordinarias, que son las realizadas con sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial de que se trate.

b) Operaciones extraordinarias que son las no sujetas a todas o a alguna de las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial.

Las operaciones extraordinarias podrán realizarse en cualquiera de los siguientes casos:

1) Cuando el comprador y el vendedor residan habitualmente o estén establecidos fuera del territorio nacional.

2) Cuando la operación no se realice en España.

3) Cuando tanto el comprador como el vendedor autoricen previamente a una empresa de servicios de inversión o a una entidad de crédito, expresamente y por escrito, que la operación se realice sin sujeción a las reglas de funcionamiento del mercado. Reglamentariamente se determina el contenido y los requisitos de la referida autorización, para lo cual se tendrán en cuenta, entre otros aspectos, la naturaleza del inversor, la cuantía de la operación y las condiciones del precio que deberán ser, salvo mandato en contrario, las que garanticen que se obtenga el mejor precio con la operación.

La realización de operaciones extraordinarias deberá ser comunicada a los organismos rectores del correspondiente mercado.

8.2. ¿Qué supone una ampliación de capital de una empresa cotizada?

Una ampliación de capital supone para una cotizada el incremento de los fondos propios con la emisión de nuevas acciones que, normalmente, se ofrecen a los accionistas que lo son en el momento de la ampliación. Ésta es una de las ventajas de las empresas que cotizan en bolsa. Su presencia en el mercado facilita los aumentos de capital para poder financiar su crecimiento.

La bolsa como mercado organizado es el instrumento de colocación de las ampliaciones de capital de las empresas cotizadas. Los

precios bursátiles son decisivos a la hora de determinar el precio de las nuevas acciones y, por tanto, del coste que supone para la sociedad emisora la captación de nuevos recursos propios.

Las ampliaciones de capital pueden realizarse de dos formas:

1) Por incremento del patrimonio social, al aumentar el activo de la sociedad mediante aportación de dinero o bienes a cambio de acciones.

2) Por variación en la composición del patrimonio de la sociedad, al capitalizar las reservas sociales modificando el concepto del pasivo o, en el caso de conversión de obligaciones en acciones, por la transformación de cuentas acreedoras en fondos propios.

Las ampliaciones de capital suponen la incorporación de nuevos recursos al patrimonio empresarial. Pueden ser de varias clases, según su precio de emisión:

a) Ampliaciones a la par. Los suscriptores deben desembolsar todo el valor nominal de las acciones. Por ejemplo, en una ampliación de capital donde las acciones tienen un valor nominal de tres euros cada una, el accionista que quiera acudir deberá pagar ese mismo precio por cada acción suscrita.

b) Ampliaciones con prima. El suscriptor debe satisfacer el nominal de la acción más una cantidad variable, que es la prima que se incorpora a las reservas de la empresa emisora. Por ejemplo, una ampliación de capital de una sociedad cuyas acciones tienen un valor nominal de 10 euros y se emiten nuevos títulos a 16 euros, la diferencia de seis euros sobre el nominal es la prima de emisión.

c) Ampliaciones con cargo a reservas disponibles. La sociedad emisora cede al suscriptor acciones liberadas o gratuitas, sin aportación por parte de éste de fondos y mediante el traspaso contable de reservas a capital.

d) Ampliaciones parcialmente liberadas, son aquellas en las que parte de la ampliación se realiza con cargo a reservas disponibles y parte con desembolso de efectivo por parte del suscriptor.

El importe de la ampliación y la proporcionalidad de la suscripción de acciones nuevas introducen otras variedades en la ampliación. Por ejemplo, una sociedad que tiene un capital de 2.000 millones de euros, dividido en acciones de 10 euros, y amplía su capital en 400 millones de euros en acciones de 10 euros y confiere

al accionista la posibilidad de comprar una acción nueva por cada cinco antiguas.

La posibilidad de acceso del suscriptor o accionista a la ampliación de capital se realiza por medio del derecho de suscripción preferente, que tiene su propio mercado y que sigue todos los condicionantes bursátiles que lleva consigo la acción a la cual está unido.

8.3. ¿Qué es el derecho de suscripción preferente?

El derecho de suscripción preferente es un valor negociable en bolsa de carácter temporal, mientras dure el periodo de ampliación. Este derecho permite al antiguo accionista no acudir a la ampliación si no lo desea y puede vender su derecho de suscripción a otro inversor que sí desee suscribir. El mercado de derechos es un mercado temporal que solamente funciona mientras el derecho tiene validez para suscribir.

Conviene diferenciar entre:

a) Derecho de suscripción preferente que surge en las ampliaciones de capital con desembolso total o parcial del precio de los nuevos títulos por parte de los accionistas.

b) Derecho de asignación que surge en las ampliaciones de capital liberadas, es decir, sin pago por parte del accionista, que recibe los nuevos títulos de forma gratuita. Se trata de una forma de retribuir al accionista que algunas compañías utilizan individualmente o como complemento de la rentabilidad por dividendo.

8.4. ¿Cómo se valoran a efectos de inversión bursátil las ampliaciones de capital?

El derecho de suscripción fija la valoración de la ampliación de capital, ya que sirve de nexo de unión entre el mercado primario o de emisiones de nuevas acciones en la ampliación, y el secundario o bursátil, donde ya cotizaban las acciones de la sociedad emisora. Tomando en cuenta los dos mercados, puede determinarse el valor teórico del derecho de suscripción partiendo de la cotización bursátil de las acciones antiguas, del precio de emisión de las acciones nuevas y del número de derechos necesarios para suscribir una de las nuevas acciones de la ampliación.

Valor teórico del derecho de suscripción

Siendo:

C'' = Cotización teórica después de la ampliación

C' = Cotización antes de la ampliación

d = Valor del derecho de suscripción

E = Precio de emisión de las nuevas acciones

m = Número de acciones antiguas exigidas para la ampliación

n = Número de acciones nuevas a suscribir a un cierto precio de emisión

$$C'' = (mC' + nE)/(m + n);$$

$$d = C' - C''$$

El valor teórico del derecho de suscripción será la diferencia entre la cotización bursátil de las acciones el día anterior al inicio de la ampliación, y la cotización teórica después de la ampliación. Existen muchas variaciones de ampliaciones de capital en donde se combinan operaciones múltiples con ampliaciones de capital coetáneas, entrega de acciones liberadas, total o parcialmente y desembolso de efectivo dinerario. También hay ampliaciones de capital en las que se pueden apreciar diferencias económicas entre las acciones antes de la ampliación y las recibidas después del aumento de capital. Para todos estos casos hay que valorar teóricamente los distintos derechos de suscripción o de asignación.

Una vez que están cotizando, los derechos de suscripción y las acciones sin dicho derecho o «ex-cupón» tienen mercados separados, pero no independientes. Entre el derecho, y la acción de la cual proviene, siempre existe una relación, ya que si los precios bursátiles se alejan mucho del que teóricamente corresponda con arreglo al precio de la acción vieja, los inversores tomarán posiciones y comprarán derechos vendiendo acciones viejas, o al contrario, en función de los casos.

El precio teórico se separa algunas veces del valor real o bursátil, ya que en periodos alcistas el derecho cotiza por encima de su valor teórico y las acciones «ex cupón» recuperan fácilmente el valor del derecho de suscripción desgajado de la acción. En periodos de bolsa

bajista, los derechos tienen normalmente un valor inferior a su precio teórico y las acciones «ex cupón» pierden más del derecho de suscripción separado.

8.5. ¿Qué es una ampliación de capital blanca?

Es aquel tipo de operación en la que un accionista vende parte de sus derechos de suscripción preferente de una ampliación de capital con desembolso por parte del suscriptor, de forma que el efectivo de la venta le permita adquirir acciones con el resto de derechos que posee sin desembolso adicional.

Esta operación blanca supone que el accionista suscribe solamente una parte de las acciones que podría suscribir y hace el desembolso que le corresponde por la parte que suscribe con el valor de los derechos vendidos y que no suscribe. La fórmula para el cálculo es sencilla.

Siendo:

d = La cotización del derecho de suscripción.

Nd = El número de derechos que se venden.

m/n = La proporción entre el número de acciones antiguas exigidas para la ampliación (m) y el número de acciones nuevas a suscribir (n).

E = El precio de emisión de las nuevas acciones.

Na = El número de acciones antiguas que posee el accionista y que coincide con el número de derechos de suscripción que le corresponden.

L = La liquidez obtenida por la venta de los derechos (Nd) al precio de cotización (d). $L = Nd \times d$

Ns = El número de acciones que se van a suscribir.

X = El importe necesario para realizar la suscripción de acciones.

El número de acciones que se pretende suscribir será el cociente de la diferencia entre los derechos poseídos y los que se venden y la proporcionalidad establecida en la ampliación entre acciones viejas y nuevas.

$$Ns = Na - Nd / m/n$$

El importe (X) de la suscripción de las acciones será igual al número de acciones a suscribir (Ns) por su precio de emisión _.

$$X = N_s \times E = ((N_a - N_d) / (m/n)) \times E$$

La identidad que iguala la liquidez obtenida con la venta de derechos (L) con el importe necesario para suscribir (X):

$$N_d \times d = ((N_a - N_d) / (m/n)) \times E$$

8.6. ¿Qué hacer ante una reducción de capital?

Es una operación que se produce cuando la junta general de una sociedad decide reducir la cifra del capital social de su balance. Hay tres motivos fundamentales por los que se produce esta operación:

a) Cuando una sociedad, que tiene una situación próspera, desea reembolsar una parte de su capital, puesto que considera que los recursos que ha generado, y genera, son excesivos o suficientes para su actividad. En este caso, la reducción de capital implica la adquisición de acciones propias para amortizarlas reembolsando a sus accionistas el valor de las acciones en ese momento, deducido del último balance. En este caso, la sociedad deberá hacer «oferta pública de compra» a todos los accionistas.

b) Desgraciadamente, la situación más habitual de reducción de capital es consecuencia de pérdidas que han situado el patrimonio neto en una cantidad inferior al capital social. La reducción es obligatoria:

1º) Cuando las pérdidas hayan disminuido el haber social por debajo de las dos terceras partes del capital y hubiere transcurrido un ejercicio sin recuperarse el patrimonio.

2º) Cuando las pérdidas dejen reducido el patrimonio social a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente. El objetivo de la reducción de capital es el restablecimiento del equilibrio financiero capital-patrimonio. El accionista verá reducido el nominal de sus acciones hasta la cantidad que represente el nuevo equilibrio financiero.

Normalmente esta operación de reducción suele llevar consigo una ampliación de capital que permita la llegada de nuevos recursos a la empresa para asegurar su futuro. Es lo que se deno-

mina «operación acordeón». El accionista, en este caso, tendrá el derecho preferente de suscripción en la ampliación de capital propuesta, salvo que en junta general se apruebe la supresión de este derecho porque convenga para la llegada de grupos inversores nuevos. Se usa sólo en casos muy graves de sociedades fuertemente endeudadas, pero con posibilidades de sobrevivir una vez canceladas las deudas.

c) En ocasiones, la sociedad amortiza parte de su capital con el objetivo de estimular la cotización de sus títulos en el mercado.

8.7. ¿Qué es una OPA y qué consecuencias lleva consigo?

Una OPA (oferta pública de adquisición de acciones) es una operación financiera por la cual una empresa, o un grupo financiero, da a conocer públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada en bolsa su deseo de adquirir el control de la misma.

En España se establece la OPA obligatoria cuando una persona física o jurídica (oferente) alcance directa o indirectamente más del 30 por ciento del capital con derecho a voto de una compañía a título oneroso, en un solo acto o actos sucesivos, acciones, derechos de suscripción, obligaciones convertibles u otro tipo de títulos. La regulación también obliga a lanzar una OPA cuando se haya alcanzado una participación inferior y se designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. No obstante, la ley reconoce ciertos casos en los que se puede eximir a una compañía de lanzar una oferta por el 100 por cien de su participación, en caso de superar el umbral de control.

La oferta pública de adquisición (OPA) tiene por objeto proteger al pequeño accionista ante un cambio sustancial en el control de la sociedad. El oferente está dispuesto a adquirir el número de acciones necesario para controlar la sociedad objeto de la oferta y a pagar un precio superior (prima de adquisición) al que se cotizan las acciones en el momento de la oferta. ¿Por qué se ofrece un precio superior?:

a) Porque es un «precio de control» que necesariamente ha de ser superior al del mercado bursátil, pues se incluye el valor que supone la participación significativa alcanzada.

b) Porque el oferente tiene en cuenta los beneficios de su futura gestión al tomar el poder de la empresa.

c) Porque pese a las cautelas legales internas y comunitarias, estas OPA's pueden ser instrumentos de concentración económica y de eliminación de competencia que harán que el beneficio futuro de la empresa objeto de la oferta sea superior.

El oferente puede ofrecer dinero a cambio de la venta de las acciones, pero también puede ofrecer valores, en cuyo caso estamos ante una Oferta Pública de Canje (OPC). La oferta puede ser también mixta: dinero y valores.

El oferente debe solicitar autorización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para realizar la oferta. Debe aportar un folleto explicativo y documentación y, una vez recibida la solicitud, la CNMV acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados por la oferta, mientras se difunde la información. Las ofertas públicas de adquisición son irrevocables y pueden existir ofertas competidoras, con determinados requisitos legales, frente a la inicial y dentro del plazo fijado en ésta.

Por regla general, el lanzamiento de una OPA supone una revalorización inesperada de los precios de los valores objeto de la oferta. Lo más prudente es responder afirmativamente a la oferta y vender los valores, puesto que, una vez finalizado el plazo de oferta, el precio de las acciones tiende a caer, dado que su posible mercado se ha estrechado, al acudir muchos inversores a la oferta propuesta. Por lo que su liquidez puede estrecharse. Como recomendación, un inversor podría apurar el plazo marcado, por si surge alguna oferta que mejore la inicial.

La Ley de OPA's (ley 6/2007 de 12 de abril) trata de mejorar algunas lagunas detectadas en la Ley del Mercado de Valores acerca de la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición. Con ella también se armonizó la situación con respecto a la Unión Europea, ya que introdujo la Directiva de OPA's (Directiva 2004/25/CE), así como la Directiva de Transparencia.

Con esta nueva normativa, el oferente puede elevar el precio siempre que quiera, mientras no se produzca una oferta competidora. Además, puede comprar acciones durante todo el proceso, y aliarse con otros socios para lanzar una oferta más ventajosa para los accionistas, siempre que cumpla con los requisitos establecidos en la ley.

También es posible modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos cinco días hábiles previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique una mejora para los destinatarios, bien por extensión a un mayor número de valores, bien por una mejora del precio, o bien por la eliminación de aspectos condicionantes de la oferta.

En el caso de que se produzcan ofertas competidoras, siempre primará el oferente inicial sobre los que vengan más tarde. Las ofertas competidoras podrán presentarse hasta cinco días antes de finalización del plazo de aceptación.

Si al alcanzar la fase final del plazo (los últimos cinco días) todavía persisten dos o más ofertas, se iniciaría el proceso de «sobre cerrado». Si el oferente inicial no ha retirado su oferta, podrá modificar sus condiciones si cumple los siguientes requisitos:

a) Que la contraprestación ofrecida en el sobre cerrado no sea inferior en un 2 por ciento a la más alta ofrecida en los sobres.

b) Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas al menos en un 1 por ciento; bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5 por ciento respecto a la mejor de las competidoras.

Otro de los puntos que incluye la última ley de OPA's regula la contraprestación ofrecida por las ofertas obligatorias. El actual marco regulatorio exige ofrecer un precio equitativo, que no puede ser inferior al más elevado que el oferente hubiera pagado por ese valor durante los 12 meses previos a la presentación de la oferta. Si dicha compañía no ha adquirido valores de la compañía «opada» en ese periodo, el precio equitativo no puede ser inferior a la cotización media ponderada de los valores que quiere adquirir y será calculado por la CNMV.

Una vez presentada la oferta, la empresa tendrá 30 días hábiles para solicitar la autorización del regulador, cinco días para publicar la oferta y de 15 a 70 días naturales como plazo de aceptación. De esta forma, el calendario podría prolongarse por un periodo mínimo de 10 semanas y un máximo de 18 semanas, siempre que no haya pleitos judiciales de por medio.

8.8. ¿Qué hacer ante una OPA de exclusión?

Una OPA de exclusión es una oferta pública de adquisición de una sociedad cotizada que quiere dejar la bolsa y excluir sus acciones de cotización y que ofrece a sus accionistas la compra de dichas acciones.

Esta oferta es de carácter obligatorio cuando una sociedad que tenga valores admitidos a negociación en bolsa acuerde su exclusión de la misma. La CNMV puede obligarla, para proteger los intereses de accionistas, a promover una oferta pública de adquisición en los términos establecidos en la normativa específica. Es preciso que exista un sistema de protección de la OPA obligatoria en cuanto juzgue el organismo de control de mercado que se violan intereses legítimos de los titulares de acciones. Por ello, el organismo regulador tiene mucho que decir en relación al precio que se lanza la OPA.

En definitiva, la obligatoriedad de la OPA de exclusión tiene por objeto la protección de los inversores bursátiles que colocaron sus ahorros en la sociedad porque ésta estaba cotizando en bolsa y tenía, por tanto, un mercado. Si el grupo de control o los accionistas mayoritarios consideran conveniente excluir a la sociedad de bolsa porque no desean someterse a la disciplina y transparencia del mercado, o por otras causas, es lógico que no se lesionen los intereses de los accionistas minoritarios.

Para decidir si acude o no a la OPA de exclusión, el inversor deberá valorar su posición en la sociedad, el funcionamiento de ésta, las perspectivas de beneficios y dividendos futuros y la posibilidad de que otros accionistas o la propia sociedad le compren en el futuro los valores, dado que la liquidez que le proporciona el mercado habrá desaparecido al excluirse del mismo. Por lo general, la recomendación que se suele dar al inversor bursátil es que acuda a la OPA de exclusión, puesto que una de las patas que sustenta una buena inversión en bolsa –rentabilidad, seguridad y liquidez– deja de existir, por lo que la posibilidad de vender las acciones estará muy limitada.

La nueva ley de OPA's establece en su artículo 60 el régimen de compraventas forzosas. Esto se puede producir cuando después de una OPA por la totalidad de una compañía, el oferente tenga valores que representan, por lo menos, un 90 por ciento del capital que confiere los derechos de voto. En esta situación, el oferente podrá exigir al resto de titulares que le vendan dichos valores a un precio equitativo y viceversa.

Tipos de operaciones especiales (II)

- 9.1. ¿Qué es una oferta pública de venta de valores (OPV)?
- 9.2. ¿Qué es el prorrateo?
- 9.3. ¿Es conveniente invertir en las colocaciones en bolsa?
- 9.4. ¿Qué son los «splits» en acciones bursátiles?
- 9.5. ¿Qué es el arbitraje en bolsa?
- 9.6. ¿Qué son las aplicaciones bursátiles y las tomas de razón?

9 Tipos de operaciones especiales II

9.1. ¿Qué es una oferta pública de venta de valores (OPV)?

Es la puesta en circulación y anuncio público de colocación de valores negociables entre el público y que está sometida a una normativa específica de información y divulgación de la oferta. Se trata normalmente de la oferta pública de un porcentaje significativo del capital de una sociedad que trata de colocarse en una pluralidad de inversores, tanto institucionales como pequeños inversores. Estos paquetes de acciones se ofrecen externamente a los inversores durante un periodo de tiempo establecido en la colocación y a un precio determinado. Las ofertas públicas de venta (OPV) se han utilizado para las salidas de empresas a bolsa, para las privatizaciones de empresas públicas y para la colocación de grandes paquetes de acciones en el mercado. La OPV permite difundir al máximo la propiedad de las empresas que utilizan este sistema de colocación de acciones.

Los requisitos para las ofertas públicas de venta de valores (acciones) son:

1) Comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de la oferta pública de venta de acciones.

2) Aportación y registro previo por la CNMV de los documentos acreditativos de la oferta pública, de las características de los valores ofrecidos y de los derechos y obligaciones de los tenedores.

3) Existencia y registro de una auditoría de cuentas de los estados financieros del entidad emisora, realizada por un profesional inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas.

4) Presentación a la CNMV y registro previo por la misma de un folleto informativo sobre la emisión proyectada.

No obstante, para compañías que quieran cotizar en el MAB, no es necesario registrar un folleto informativo en la CNMV si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros; si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados; si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la Unión Europea, sin incluir cualificados, o si sus destinatarios son inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno. Estas condiciones se refieren sólo a efectos de la colocación, ya que una vez que los valores cotizan en el mercado, cualquier inversor puede acceder a ellos.

En todo caso, conviene distinguir entre dos conceptos que, aunque habitualmente se utilizan como sinónimos, guardan pequeñas diferencias. Son los de OPV (oferta pública de venta) y OPS (oferta pública de suscripción). Realmente, la OPV no implica ampliación de capital alguna. Simplemente las acciones cambian de manos. Los socios antiguos se deshacen de parte de sus títulos, que son ofrecidos en una oferta pública. En las OPS, sin embargo, sí se emiten acciones nuevas. Se ofertan acciones procedentes de una ampliación de capital, en la que los accionistas antiguos han renunciado a su derecho preferente de suscripción. En la mayoría de los casos, las operaciones que se realizan son una combinación de ambas operaciones.

El sistema de oferta puede ser en distintos tramos, al distinguirse entre inversores particulares e inversores institucionales (en la mayor parte de los casos también los trabajadores de la sociedad tienen su propio tramo), y mediante métodos de prorrateo variados, si existe exceso de demanda sobre los valores ofertados.

9.2. ¿Qué es el prorrateo?

El prorrateo establece las reglas de distribución en caso de exceso de la demanda en ofertas públicas de adquisición o venta, o en la colocación de emisión. Para la liquidación de una operación se aplicarán las siguientes reglas:

- **La distribución lineal.** Se comenzará la distribución adjudicando a cada aceptación un número igual de títulos, que será el que resulte de dividir el 25 por ciento del total de la oferta entre el número de aceptaciones. Las aceptaciones que se hubiesen realizado por un número de valores inferior al mencionado en el párrafo precedente, se atenderán íntegramente. Se considerará como una sola aceptación las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, una sola persona física o jurídica.

- **Distribución al exceso.** La cantidad no adjudicada, de acuerdo a la regla de la distribución lineal, se distribuirá de forma proporcional al número de valores comprendidos en cada aceptación. De esta forma salen beneficiados los socios que, en un principio, se comprometieron a vender un mayor número de acciones.

En las emisiones y OPV, en el folleto informativo deberá explicarse con claridad la modalidad del prorrateo, la fecha en la que se

realizará, la forma de dar publicidad a sus resultados, el modo de entrega de los valores y de abono de su importe y, en su caso, la devolución a los peticionarios de las cantidades que excedan del importe de los valores adjudicados, así como las compensaciones por intereses que les correspondan. Por tanto, el sistema de prorrateo es libre, pero debe ser fijado con antelación en el folleto informativo.

9.3. ¿Es conveniente invertir en las colocaciones en bolsa?

Cuando una empresa se plantea la salida a bolsa suele deberse a que sus gestores ven grandes ventajas para los intereses de la empresa en el mercado bursátil. Estas ventajas pueden resumirse en lo siguiente:

- Acudir a fuentes de financiación más adecuadas a través de los mercados organizados, y no sólo por la vía de captación de recursos propios colocando acciones, sino también por el camino de la emisión de valores de renta fija –recursos ajenos– en buenas condiciones.

- Acceder al mercado bursátil permite la creación de un método permanente de reunión de oferentes y demandantes de valores de la empresa, lo cual da liquidez a los valores cotizados y a los propios accionistas e incita al público inversor a prestar su dinero a la empresa o a adquirir la condición de socio-accionista.

- Los precios de los valores de la empresa se hacen públicos y ello permite a los inversores conocer o tener una idea clara de las sociedades en las que han invertido su dinero, lo que refuerza además la imagen y publicidad de la empresa.

- La canalización del ahorro hacia la empresa cotizada permite a ésta acometer nuevos proyectos de inversión, la movilización del derecho de propiedad de la empresa y la difusión de su accionariado.

- Los movimientos del mercado bursátil constituyen un indicador o barómetro de las perspectivas de la empresa y del sector en que se ubica.

- Los requisitos de información, de control contable y de disciplina del mercado bursátil obligan a las empresas cotizadas a una mejora de los procedimientos internos administrativos, contables, de intervención y gestión. Todo ello sirve de acicate y estímulo para una gerencia más eficaz y ordenada, que redundará en el futuro de la sociedad que sale a bolsa.

Las condiciones para que una sociedad pueda salir a cotizar al mercado bursátil son:

a) Tener un capital mínimo de 1,2 millones de euros.

b) Que los beneficios obtenidos en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un periodo de cinco años, deben haber sido suficientes para poder repartir un dividendo de, al menos, el 6 por ciento del capital desembolsado (aunque no se haya repartido), una vez hecha la previsión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales y obligaciones que correspondiesen.

El requisito de los beneficios empresariales citado podrá ser eximido en el expediente de admisión a cotización en bolsa cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias:

– Que la entidad emisora, con independencia del plazo que haya transcurrido desde su constitución, aporta a la CNMV de su órgano de administración sobre las perspectivas de negocio y financieras de la entidad y sobre las consecuencias que, a su particular juicio, tendrán sobre la evolución de sus resultados en los ejercicios venideros.

– Que la entidad emisora se haya constituido como consecuencia de una operación de fusión, escisión o aportación de rama de actividad.

– Que se trate de un emisor que esté en proceso de reordenación o reestructuración económica o de privatización por una entidad pública.

c) El número de accionistas con participación individual inferior al 25 por ciento del capital será, al menos, de 100. Para ello, en algunos casos es necesario realizar previamente una OPV para cumplir con este requisito de mínima accionarial.

Una vez decidida la salida a bolsa de la empresa, ésta ha de fijar (junto con un director técnico de la emisión, que suele ser una entidad financiera o una sociedad o agencia de valores) la valoración de las acciones que colocará en bolsa. Esta valoración de los títulos resulta de un análisis de la sociedad, que abarca, entre otros, los siguientes aspectos: valor teórico de la acción según los balances auditados, cash-flow actual y cash-flow futuro, que muestran la generación de fondos de la sociedad, PER (ratio precio/beneficios), beneficios actuales y proyección de beneficios esperados, etc.

Estos criterios objetivos determinarán el precio de salida a bolsa, para el cual se aplican los ratios precio-cash flow, precio-valor contable, etc., teniendo siempre presente la comparación las referencias de otros precios de salida a bolsa o de cotización en ella de empresas del mismo sector.

Los ratios bursátiles

Los ratios más utilizados para la determinación del precio en la salida a bolsa, la rentabilidad del inversor y su comparación con el sector donde la empresa se ubica son éstos:

- Valor teórico contable = Activo neto/Número de acciones emitidas.
- Beneficio por acción (BPA) = Beneficio neto/Número de acciones emitidas.
- Dividendo por acción = Dividendo total repartido/Número de acciones emitidas.
- Rentabilidad por dividendo = Dividendo/Precio de salida.
- PER = Precio de salida/Beneficio neto por acción.
- PEG = PER/crecimiento del BPA
- Pay Out = Dividendo por acción/BPA.
- Precio/Cash flow = Precio de salida de la acción/Cash Flow (beneficio + amortizaciones).
- Cash flow por acción = Beneficio neto + Amortizaciones/ Número de acciones.
- Precio/Valor contable = Precio de salida por acción/valor contable de la acción (capital social + reservas + beneficio neto – dividendos distribuidos).
- EV/EBITDA = EV (capitalización bursátil al precio de salida)/EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

La valoración bursátil de la sociedad requiere también el conocimiento de la estrategia global de la empresa, con el análisis del sector donde la empresa se ubica, las previsiones de evolución futura de la empresa, sus líneas estratégicas de negocio y, en general, su capacidad de generación de beneficios futuros que la haga atractiva al inversor.

El inversor tiene a su disposición, en el folleto informativo, los datos requeridos que puede contrastar con otros folletos de introducción y con los datos proporcionados al mercado por otras empresas del mismo sector. Es importante crear un servicio de contrapartida que dé liquidez a los valores colocados en sus primeros cambios bursátiles y permita conseguir una frecuencia y volumen de contratación similar a otros valores del mismo sector.

En tiempos de bonanza bursátil se coloca fácilmente todo el papel que acude al mercado, con independencia de la calidad de la empresa que empieza a cotizar y de sus perspectivas de revalorización. Sin embargo, en escenarios bajistas resulta complicado encontrar inversores dispuestos a pagar cualquier precio por una nueva compañía. Prueba de ello fueron las escasas operaciones de este tipo realizadas entre 2008 y 2009, en plena crisis económica internacional.

Una salida a bolsa en un momento arriesgado puede tener como consecuencia el no encontrar a suficientes inversores que cubran el 100 por cien de la oferta. Para evitar este problema, aparece la figura de la entidad aseguradora. Es aquella que asume el riesgo de la colocación, lo que implica por su parte adquirir los títulos si no existe demanda suficiente en una OPV. Cuando la colocación es de importes muy significativos, este riesgo se distribuye entre varios, que forman un sindicato de aseguradores. En este caso, se dice que cada una de las entidades coasegura la colocación.

De todas formas, no es muy normal que queden gran cantidad de títulos sin colocar, sobre todo en el tramo dirigido a los particulares. Las empresas suelen escoger como colocadores a entidades con una importante presencia en banca comercial. Este tipo de entidades financieras tienen bastante facilidad para vender las acciones de la OPV a sus clientes.

A pesar de todo, siempre es recomendable analizar los ratios antes mencionados de las compañías que van a salir al parqué. El día del estreno es la prueba de fuego y el precio será la clave. Los dueños de la empresa siempre desearán sacarla al precio más alto posible, pero tendrán que tener en cuenta las circunstancias del mercado, la solidez de su negocio y convencer a los inversores de que la valoración realizada dota de recorrido a las acciones que se ponen en el mercado.

9.4. ¿Qué son los «splits» en acciones bursátiles?

El «split» es un término anglosajón que se utiliza para definir el fraccionamiento, desdoblamiento o reducción del valor de las acciones. Esta técnica de división del valor de las acciones ha sido muy utilizada en España para difundir más la propiedad de las acciones bursátiles y permitir mayor liquidez de los valores, cuyas cotizaciones se rebajan al rebajarse el valor nominal de las acciones emitidas. Por ejemplo, si el valor nominal de un título bursátil se reduce a la mitad con un «split», los accionistas pasarían a ser titulares de dos acciones por cada una que tuvieran antes del desdoblamiento. No obstante, la proporción del «split» dependerá de la decisión que tomen los gestores: puede ser de tres por cada una, de cuatro por cada una, etc... Siempre en función del precio de los títulos.

Conviene tener claro que el «split» no afecta al porcentaje de participación que tienen en la empresa, puesto que el capital social sigue siendo el mismo. Lo único que aumenta es el número de acciones en circulación.

9.5. ¿Qué es el arbitraje en bolsa?

Es la operación de compra o venta de valores negociables, de manera simultánea, con objeto de obtener un beneficio a partir de la diferencia de precios entre dos activos o plazas bursátiles.

Para que exista arbitraje es preciso que un mismo valor negociable se cotiche en varios mercados y exista una diferencia de precio, como consecuencia de los distintos componentes de oferta y demanda que existen en cada mercado.

Antiguamente, en España, al existir cuatro bolsas, un mismo valor podía estar admitido en más de un mercado y podía tener un precio en la Bolsa de Madrid y otro precio en la de Barcelona. El arbitraje consiste en comprar en el mercado que esté más barato para vender en el más caro. Esto solamente se daba en los valores admitidos a contratación por el sistema tradicional de viva voz o corros, pero no en los que cotizan en el Mercado Continuo, ya que éste es un mercado integrado y único para los valores admitidos en el mismo. Por tanto, el precio es único para cada momento en el tiempo.

Actualmente, se puede practicar el arbitraje internacional. Algunos valores españoles cotizan en mercados exteriores. Por tanto, es

posible comprar un valor español en el mercado doméstico a un precio más barato y venderse en el mercado exterior si está más caro. También se realiza arbitraje con los valores extranjeros cotizados en la bolsa de nuestro país. El arbitraje supone siempre una compra y venta separada por el espacio, a diferencia de la especulación, que tiene en cuenta el factor tiempo entre una operación de compra y venta.

No obstante, el arbitraje debe contemplar los costes de las transacciones y, por ello, está reservado para la negociación de grandes bloques de valores o paquetes importantes de acciones.

En las ampliaciones de capital, también se llama arbitraje a las operaciones derivadas de la comparación entre el precio de una acción y el coste que resultaría adquiriéndola por la vía de adquisición de derechos de suscripción de las nuevas acciones.

Se da también el arbitraje entre el mercado bursátil de contado y el de futuros y opciones, así como entre futuros de diferentes vencimientos. El arbitrajista en estos casos aprovecha las ineficiencias e imperfecciones de los diversos mercados para conseguir su beneficio. De este modo, permite que los precios se adecuen a su correcta formación y, sean por tanto, eficientes y representativos de los diferentes mercados.

Sin embargo, aunque este tipo de operaciones es posible, cada día es más difícil realizarlas. Los nuevos mecanismos de información y transacción en el mercado permiten a casi cualquier inversor tener acceso a los precios en tiempo real de los mercados internacionales y de derivados.

9.6. ¿Qué son las aplicaciones bursátiles y las tomas de razón?

Las aplicaciones bursátiles son los contratos de bolsa que realiza una sociedad o agencia de valores en la que concurren dos órdenes inversas (una de compra y otra de venta) sobre un mismo valor, una misma cantidad de títulos y en una misma fecha. Mediante la aplicación, la sociedad o agencia da cumplimiento a ambas órdenes sin necesidad de recurrir a otro miembro del mercado.

Este tipo de operaciones son lícitas, pero están sometidas a una serie de cautelas legales para garantizar una fijación objetiva en los

precios. En este sentido, la normativa establece que los miembros de las bolsas en quienes concurren órdenes de signo contrario sobre un mismo valor admitido a negociación en ellas, podrán proceder a su aplicación sólo si, formuladas públicamente a través del correspondiente sistema de contratación, quedan casadas por no existir en el momento de su formulación contrapartidas al mismo precio o a otro más favorable. Si las contrapartidas son al mismo cambio propuesto, será requisito para proceder a la aplicación cubrir al menos el 20 por ciento de las mismas.

Pese a lo previsto anteriormente, los miembros de bolsa podrán aplicar las órdenes de signo contrario que en ellos concurren sin formularlas públicamente a través del correspondiente sistema de contratación, y fuera del horario establecido, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

a) Que la desviación del precio con respecto al cambio o cambios más significativos del día no exceda del 5 por ciento sobre el cambio de cierre o sobre el cambio medio ponderado del día.

b) Que al precio fijado en la letra anterior, o a otro más favorable, no exista posición de dinero o papel vinculante manifestada con anterioridad al cierre de la sesión. De existir tal posición, la operación no podrá realizarse sin antes cubrir en su totalidad el dinero o papel vinculante existente. Este será de un mínimo de:

- 30.000 euros de efectivo para los valores que contraten en el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil)

- 18.000 euros de efectivo para aquellos que contraten en el sistema de corros.

c) Que el importe medio supere en el caso de operaciones sobre renta variable:

- Para los valores que contraten en el SIBE, 300.000 euros de efectivo y el 20 por ciento de la media diaria de contratación durante el último trimestre natural cerrado del valor de que se trate.

- Para aquellos que contraten en corros, 120.000 euros de efectivo y el 25 por ciento de la media diaria de contratación durante el último trimestre natural cerrado de ese valor.

- En el caso de la renta fija, que el importe medio de la operación supere 300.000 euros de efectivo y en porcentaje respecto del último trimestre natural cerrado, el 25 por ciento.

d) Que se trate de órdenes individualizadas procedentes de un solo ordenante final. Queda prohibida la agrupación de órdenes a estos efectos. Se considerarán de un solo ordenante final las órdenes simultáneamente procedentes de una sola persona, física o jurídica, que tenga capacidad de decisión sobre todas ellas.

e) Que la operación se comunique al órgano de supervisión designado por las Sociedades Rectoras o, en su caso, por la Sociedad de Bolsas dentro del mismo día, en la forma y dentro del horario que fije la Comisión Nacional del Mercado de Valores, previo informe de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de la Sociedad de Bolsas.

Las aplicaciones bursátiles se realizan fundamentalmente para los lavados de cupón, los ajustes de autocartera de las sociedades cotizadas, para el cierre del ejercicio fiscal con motivo de realización de alteraciones patrimoniales, o simplemente para actualizar el valor de las carteras de inversores institucionales o colectivos.

Las operaciones de toma de razón son las convenidas directamente entre quienes no sean miembros de las bolsas de valores y que requerirán para su validez la toma de razón por parte de una entidad miembro del mercado. Dichas operaciones, cuando tengan por objeto acciones o derechos de suscripción, deberán cumplir los requisitos de las aplicaciones respecto de precio e importe mínimo. Si no cumplen estos requisitos, sólo podrán tomar razón con la autorización de los órganos de supervisión de las sociedades rectoras o de la Sociedad de Bolsas. No obstante, estas operaciones son poco frecuentes en el mercado español.

¿Está protegido el inversor en bolsa?

- 10.1. ¿Qué es la protección al inversor?
- 10.2. ¿Qué principios legales debe cumplir el intermediario bursátil?
- 10.3. ¿Cuáles son los derechos de un accionista?
- 10.4. ¿Qué derechos tiene el inversor en bolsa?
- 10.5. ¿Qué puede exigir un partícipe de un fondo de inversión?
- 10.6. ¿Qué medios de defensa existen y dónde dirigirse para reclamar?
- 10.7. ¿Qué documentos justifican la inversión en bolsa?
- 10.8. ¿Qué son los fondos de garantía de inversiones?

10 ¿Está protegido el inversor en bolsa?

10.1. ¿Qué es la protección al inversor?

La protección a los inversores en el mercado de valores se liga al principio general de protección a los consumidores que precisan de una información eficaz, un marco jurídico adecuado de seguridad y unos medios precisos para poder defender sus derechos.

Esta protección individual se liga con la protección al interés general del mercado, que a su vez está unido a aspectos sustantivos del funcionamiento de la economía de un país. La Ley Financiera tiene como uno de sus principales objetivos dotar de una mayor protección a los inversores y ahorradores.

Los aspectos concretos de la protección al inversor en el mercado de valores pueden sintetizarse así:

a) Los valores negociables en el mercado han de ser regulares, es decir, que las acciones, obligaciones y demás valores ofrecidos al público en el mercado y susceptibles de adquisición, deben reunir todos los requisitos legales. Para ello, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y las sociedades rectoras de las bolsas garantizan y acreditan externamente, por medio de sus registros públicos, esa regularidad.

b) Las transmisiones en el mercado de valores deben ser también regulares y adecuadas a derecho, lo que implica acreditar la posesión legítima de los titulares de los valores, la identificación y capacidad legal de los compradores y vendedores, la realización de la transmisión de acuerdo con los mecanismos y requisitos de los distintos mercados y la individualización y legalidad de los valores objeto de la transmisión. Corresponde acreditar la validez jurídica de las transmisiones a los miembros de cada mercado que intervienen obligatoriamente en ellas o, en su caso, a los fedatarios públicos, fundamentalmente a los corredores de comercio colegiados, cuando las transmisiones son fuera del mercado.

c) El intermediario profesional debe ser un intermediario habilitado para operar en el mercado en el cual se realizan las transacciones. Además, debe realizar éstas con la mayor objetividad y diligencia. La habilitación se manifiesta con el acceso a la condición de miembro de cada mercado que precisa de unos requisitos de capital, forma socie-

taria específica y el cumplimiento de una disciplina. Los registros públicos de la CNMV y de los mercados de valores permiten conocer al inversor si el intermediario está habilitado o no para operar. Pero, además, el inversor desea que su intermediario se comporte diligentemente y que realice las operaciones encomendadas con la mayor objetividad, profesionalidad e independencia. De ahí que surjan los códigos generales de conducta de obligado cumplimiento por los intermediarios. De la misma manera, la CNMV emite advertencias sobre entidades no autorizadas a ofrecer este tipo de servicios, los denominados «chiringuitos financieros» que todo inversor debe evitar.

d) Finalmente, el inversor ha de tener una información del mercado fidedigna, suficiente, efectiva, clara e igual para todos. Este aspecto ha sido especialmente recogido en nuestra legislación. Se concreta en el mercado primario o de las emisiones en la aportación y registro previo de una extensa documentación y folleto de la entidad emisora a disposición del público inversor. En el mercado secundario, se manifiesta en la información pública periódica de las entidades emisoras de valores bursátiles, en el registro público en la CNMV y en la comunicación de participaciones significativas y adquisiciones de acciones propias de las sociedades cotizadas. La sanción de las informaciones privilegiadas que benefician a unos pocos en detrimento del gran público inversor es un modo de proteger la igualdad de la información para todos los integrantes del mercado.

La CNMV debe velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores.

10.2. ¿Qué principios legales debe cumplir el intermediario bursátil?

La Ley del Mercado de Valores establece que las empresas de servicios de inversión (ESI), las entidades de crédito y las personas o entidades que actúen en el mercado de valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberán atenerse a una serie de principios y requisitos. Además, la MiFID ha profundizado todavía más en todos estos aspectos, lo que en su momento requirió un gran esfuerzo por parte de las ESI para adaptarse a la normativa europea. Las obligaciones que estas enti-

dades tienen que cumplir a la hora de ejercer sus funciones son las siguientes:

a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado.

b) Organizarse de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes, sin privilegiar a ninguno de ellos.

c) Desarrollar una gestión ordenada y prudente, cuidando de los intereses de los clientes como si fuesen propios.

d) Disponer de los medios adecuados para realizar su actividad y tener establecidos los controles oportunos para garantizar una gestión prudente y prevenir los incumplimientos de los deberes y obligaciones que la normativa del mercado de valores impone.

e) Asegurarse de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes y mantenerlos siempre adecuadamente informados. La MiFID hace especial hincapié en este aspecto. Uno de los principales problemas entre clientes y entidades financieras durante la crisis desatada por la caída de Lehman Brothers fue la venta de productos complejos del banco norteamericano a clientes con una reducida cultura financiera. Los productos se vendían como seguros, pero con la caída del banco perdieron todo su valor. Quienes los habían suscrito perdieron su dinero, aunque los asesores de la entidad donde los contrataron les aseguraron que se trataba de una inversión de poco riesgo. Todo esto dio lugar a un gran número de denuncias y sentencias contra las entidades que colocaron este tipo de productos entre su clientela sin aportar toda la información necesaria y sin tener en cuenta su perfil inversor.

Es muy importante que no olvide que las entidades que hayan suscrito con sus clientes contratos de gestión de carteras, depósito o administración de valores o cualquier otra relación contractual de duración original superior al año o indefinida, entendiéndose incluidas aquellas con cláusula de renovación tácita, deberán remitirles, al menos con periodicidad trimestral, si hubiese habido alteraciones en la composición de la cartera y, anual en todo caso, información clara y concreta de la situación de la cartera de valores o de los valores y efectivo depositados.

En el caso de contratos de gestión de carteras, además de la información trimestral a que se refiere el párrafo anterior, al menos se-

mestralmente, se incluirá información referida a, como mínimo, una comparación entre la situación de la cartera en el momento en que se efectuó la última comunicación y el movimiento habido durante el período incluyendo el del efectivo, así como detalle de: valores nominales y efectivos, número de valores comprados y vendidos o prestados, pagos de cupones o de dividendos, fechas de conversión o canje y amortizaciones.

También se especificarán las comisiones y gastos repercutidos, así como las entidades a través de las cuales se han canalizado las operaciones y las que tuvieran depositados o administrados los valores y el efectivo. Esta información deberá remitirse asimismo mensualmente, cuando la cartera gestionada presentara pérdidas al final de mes, con respecto al fin del mes anterior y cuando la naturaleza de las operaciones o el riesgo inherente a las mismas exigieran, por razones de prudencia, una mayor información al cliente.

10.3. ¿Cuáles son los derechos de un accionista?

El inversor en acciones, además de los derechos que le confiere el ser partícipe en el mercado bursátil, tiene la condición de accionista de una sociedad anónima. Por tanto, la normativa de este tipo de entidades establece una serie de derechos que son inherentes a la titularidad de acciones. Estos derechos son:

a) Participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación. Este derecho se traduce en la percepción del dividendo y en la cuota de liquidación que le corresponda si la sociedad fuera liquidada.

b) Suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones y de obligaciones convertibles. Se trata de un derecho que se reconoce en los aumentos de capital. Las acciones nuevas deben ser ofrecidas con carácter preferente a los accionistas en proporción a la fracción de capital representada por sus acciones. Este derecho puede ser excluido total o parcialmente por la junta general de la sociedad. No obstante, el Gobierno trabaja en la aprobación de la conocida «ley antiblindajes», que pretende evitar que las propias sociedades puedan limitar los derechos de ciertos accionistas y mejorar la proporcionalidad entre propiedad y representantes en el consejo de administración. El cambio se pretende realizar en el marco de la Ley de Sociedades Anónimas.

c) El de asistir y votar en las juntas y el de impugnar los acuerdos sociales. El primero es el derecho de voz y voto en las juntas generales, que puede estar limitado por los estatutos al establecer la necesidad de titulación de un número mínimo de acciones, sin perjuicio de que puedan agruparse con otros nombrando un representante. El segundo es un derecho que confiere la posibilidad de ejercitar la impugnación de acuerdos de la junta general, que sean reputados nulos por ir en contra de la Ley o anulables por ser contrarios a los estatutos, o que lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad.

d) El de información. Este derecho de información se concreta en la junta general ordinaria de accionistas y puede ejercitarse por escrito con anterioridad a la junta o verbalmente durante la misma, solicitando informes o cualesquiera informaciones o aclaraciones sobre los asuntos comprendidos en el orden del día.

10.4. ¿Qué derechos tiene el inversor en bolsa?

La inversión en el mercado de valores requiere una protección eficaz de carácter jurídico y económico que lleva consigo un haz de derechos y deberes para las partes que intervengan. Esta preocupación por la protección del mercado tiene su aspecto más desarrollado legalmente en la tutela del pequeño inversor privado, para evitar situaciones de inferioridad frente a los inversores institucionales y grandes grupos financieros de inversión y que el desconocimiento de los mecanismos del mercado, de los riesgos de las operaciones y de la intermediación bursátil impidan la actuación fraudulenta o contraria a la confianza que debe presidir la contratación bursátil.

Los derechos reconocidos al inversor, que se insertan básicamente en los códigos de conducta del mercado, son los siguientes:

a) Derecho a la confidencialidad en las operaciones y contratos realizados en el mercado, que es consecuencia del deber legal de guardar secreto de datos e informaciones que tienen todas las personas que actúan en los mercados de valores y de la necesidad de establecer sistemas de control que impidan la difusión o el uso de las informaciones obtenidas de sus clientes.

b) Derecho a un asesoramiento leal, que implica por parte de los intermediarios bursátiles el comportamiento leal, profesional e imparcial en la elaboración de informes y análisis.

c) Derecho de prioridad con respecto a los intermediarios bursátiles con los cuales se actúa. El interés del cliente debe primar sobre el del propio intermediario bursátil.

d) Derecho a que se sigan las instrucciones del inversor. Las entidades deben realizar las operaciones según las instrucciones estrictas de sus clientes, o en su defecto, en los mejores términos y teniendo siempre en cuenta los reglamentos y los usos propios de cada mercado.

e) Derecho a un mercado no manipulado, que concuerda con la prohibición de las entidades operantes en el mercado de provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones. Este derecho también tiene mucho que ver con la prohibición de utilizar información privilegiada.

f) Derecho a la información de los intermediarios con los que se contrata, ya que éstos deberán ofrecer toda la información de que dispongan que pueda ser relevante para la adopción de decisiones de inversión. Esta información ha de ser clara, periódica, precisa y entregada a tiempo. Cualquier previsión o predicción debe estar razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos. Además, la información referente a las operaciones contratadas debe procurarse con la máxima celeridad.

g) Derecho de información periódica y sobre hechos relevantes de los emisores de valores.

h) Derecho a estar informado sobre participaciones significativas y autocartera en las sociedades cotizadas.

i) Derecho a que se realicen las operaciones contratadas con las entidades bursátiles con los medios y recursos adecuados para que garanticen su viabilidad. Este derecho se liga a la necesidad de la capacidad para cumplir las órdenes dadas por el cliente.

j) Derecho a que se le entreguen al inversor los documentos que acrediten la titularidad de los valores adquiridos y la liquidación detallada de la compra realizada y derecho del vendedor al efectivo de la venta y la entrega de los documentos de liquidación.

10.5. ¿Qué puede exigir un partícipe de un fondo de inversión?

Además de los derechos antes citados, y que corresponden al partícipe de un fondo como parte interviniente del mercado de valores, al ser suscriptor de un fondo tiene unos derechos concretos:

a) El derecho a la entrega de la documentación y certificados que le acrediten como partícipe del fondo de inversión suscrito.

b) El derecho a conocer el reglamento de gestión del fondo suscrito a través de un folleto explicativo que se registrará en la CNMV.

c) El derecho de información que se extiende a la memoria anual del fondo y un informe trimestral sobre el funcionamiento económico y financiero del fondo, que debe remitirse al partícipe junto con el estado de su posición en el fondo.

d) El derecho al reembolso de las participaciones al valor liquidativo del día en que se solicite la desinversión, con la documentación que especifique la liquidación una vez deducidas las comisiones de reembolso si existen.

10.6. ¿Qué medios de defensa existen y dónde dirigirse para reclamar?

El inversor, como cualquier otro ciudadano, puede acudir a los tribunales de justicia para dirimir sus diferencias con los otros participantes en el mercado. Pero esta vía es la más complicada, entre otras razones, por su lentitud. Por ello, tanto el mercado como la Administración han dado otras vías para que los inversores puedan reclamar sus derechos.

Dos Sociedades Rectoras, las de Madrid y Barcelona, tienen en funcionamiento la figura del Protector del Inversor. 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 transcurrieron los hechos y finalmente emite un informe, que puede ser o no favorable al reclamante.

La reclamación es gratuita y debe ser previa a cualquier reclamación administrativa o judicial.

- **Protector del Inversor de la Bolsa de Madrid**

Plaza de la Lealtad, 1. 28014. Madrid. Teléfono: 91 589 16 22/36.

- **Protector del Inversor de la Bolsa de Barcelona.**

Paseo de Gracia, 19. 08007 Barcelona. Teléfono: 93 401 35 55.

Las principales empresas cotizadas, sobre todo aquellas que cuentan con mayor número de accionistas, tienen en funcionamiento las llamadas Oficinas de Atención al Accionista.

Finalmente, existe un órgano tutor del mercado, que es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en quién recae la supervisión, inspección de los mercados de valores de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos y el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora.

Las reclamaciones deben presentarse firmadas. En este escrito, el reclamante deberá exponer lo hechos en los que basa su queja y las personas o entidades que afecte. Basta enviar una carta, acompañada de los documentos disponibles.

La CNMV dispone del Departamento de Atención al Inversor, que responde a las reclamaciones efectuadas por los inversores. Llegado el caso, incluso involucra a su Departamento de Supervisión.

- **Departamento de Atención al Inversor de la CNMV**

Calle Miguel Ángel, 11. 28010 Madrid. Teléfono: 91 585 17 01

- **Delegación en Cataluña**

Paseo de Gracia, 19. 08007 Barcelona. Teléfono: 93 304 73 00.

10.7. ¿Qué documentos justifican la inversión en bolsa?

Los documentos que justifican el proceso de la inversión en el mercado bursátil son los siguientes:

a) La orden del cliente firmada por éste o persona autorizada, con el contenido al que nos referíamos anteriormente y que permite establecer las condiciones del mandato realizado. Es el documento que inicia la operación bursátil. Sin orden del cliente no puede ejecutarse una operación determinada.

b) La nota de ejecución, que es el documento que expiden las sociedades y agencias de bolsa para sus clientes, y donde certifican el cumplimiento de las órdenes recibidas. Es un documento de carácter informativo, para que la clientela tenga puntual conocimiento de la ejecución de sus órdenes.

c) La nota de liquidación, que es un documento que se expide a compradores y vendedores, en el que se contiene la liquidación de la operación encomendada, con los cambios, gastos y corretajes derivados de la misma. En esta nota deberán constar todos los antecedentes que sean precisos para que el cliente pueda comprobar la liquidación efectuada y calcular el coste o producto neto de la operación. La nota de liquidación puede ser global para varias operaciones.

d) El extracto de cuenta de valores, que es un documento que recoge la situación y movimientos de las cuentas de valores de la clientela. Se remite periódicamente, según el plazo pactado, por las sociedades y agencias de bolsa a sus clientes para informarles del estado de su cuenta en cuanto a posiciones de valores y efectivo, y el saldo existente.

e) Las pólizas de bolsa, que son los documentos expedidos por las sociedades y agencias de bolsa que acreditan a favor del comprador la titularidad de las acciones adquiridas. Es el título justificativo de la propiedad de los valores que ampara el documento.

f) Los certificados de legitimación, que son los expedidos para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta que es el sistema de representación de los valores cotizados en bolsa. En el certificado constará la identidad del titular de los valores y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes, la identificación del emisor y de la emisión, la clase, el valor nominal y el número de valores que comprendan, la referencia o referencias de registro o numéricas correspondientes y su fecha de expedición.

10.8. ¿Qué son los fondos de garantía de inversiones?

La última reforma de la Ley del Mercado de Valores, de 16 de noviembre de 1998, introdujo una exigencia de la Directiva de Servicios de Inversión al crear los fondos de garantía de inversiones (FOGAIN). La crisis de la agencia de valores Gescartera fue la causa del origen de esta figura.

Con una cierta similitud a los fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito, indemnizan a los inversores en los casos de insolvencia o de situaciones concursales de las empresas de servicios de inversión que originen la indisponibilidad de efectivo o valores que un inversor hubiera confiado a aquéllas. Esto no representa, en ningún caso, que el sistema cubra riesgo de crédito alguno o pérdidas en el valor de una inversión de mercado. El objetivo último es proteger a los inversores en caso de quiebra de una empresa de inversión.

Los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida al fondo el reembolso de las cantidades de dinero o la restitución de los valores o instrumentos que les pertenezcan, podrán solicitar la ejecución de la garantía que presta el fondo, cuando se produzca cualquiera de las siguientes circunstancias:

- a) Que la entidad haya sido declarada en estado de quiebra.
- b) Que se tenga judicialmente por solicitada la declaración de suspensión de pagos de la entidad.
- c) Que la CNMV declare que la empresa de servicios de inversión no puede, aparentemente y por razones directamente relacionadas con su situación financiera, cumplir las obligaciones contraídas con los inversores, siempre que los inversores hubieran solicitado a la empresa de servicios de inversión la devolución de fondos o valores que le hubieran confiado y no hubieran obtenido satisfacción por parte de la misma en un plazo máximo de veintiún días hábiles.

Deberán adherirse a los Fondos de Garantía de Inversiones todas las empresas de servicios de inversión españolas. Las sucursales de empresas extranjeras podrán adherirse si son de la Unión Europea. El régimen de adhesión de las sucursales de empresas de un Estado tercero se ajustará a los términos que reglamentariamente se establezcan.

Están asegurados por el FOGAIN los clientes de los siguientes tipos de entidades (cuya adhesión a dicho Fondo es obligatoria de acuerdo con la normativa):

- Empresas de servicios de inversión (ESI) autorizadas en España.
- Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, en caso de que gestionen carteras individuales.
- Sucursales de empresas de servicios de inversión con sede social en un Estado no miembro de la Unión Europea, autorizadas para

operar en España y que no acrediten su pertenencia a un fondo similar en su país de origen.

Una empresa de servicios de inversión sólo podrá ser excluida del Fondo al que pertenezca cuando incumpla sus obligaciones con el mismo. La exclusión implicará la revocación de la autorización concedida a la empresa. La garantía alcanzará a los clientes que hubiesen efectuado sus inversiones hasta ese momento.

En el supuesto de que los valores u otros instrumentos financieros confiados a la empresa de servicios de inversión fuesen restituidos por aquélla con posterioridad al pago del importe garantizado por el fondo, éste podrá resarcirse del importe satisfecho, total o parcialmente, si el valor de los que haya que restituir fuese mayor que la diferencia entre los que fueron confiados a la empresa de servicios de inversión y el importe pagado al inversor. A tal fin, está facultado a enajenarlos en la cuantía que resulte procedente.

El cálculo de la cantidad que puede recibir el inversor se realiza sumando el efectivo depositado y el valor de mercado de los instrumentos financieros que se encuentren a su nombre, en la fecha en que se declare la insolvencia de la entidad intermediaria. En su caso, se agregarán los saldos (deudores o acreedores) de las distintas cuentas para calcular la posición global neta.

Hay que recordar que el FOGAIN cubre un máximo de 100.000 euros por cada inversor.

Las operaciones realizadas a través de intermediarios no autorizados («chiringuitos financieros») no se benefician de la protección del FOGAIN ni de ningún otro fondo de garantía. Las inversiones en bienes tangibles (sellos, árboles, obras de arte, animales exóticos, etc.) tampoco se benefician de la cobertura del FOGAIN ni de ningún otro sistema de compensación a inversores, ya que no se trata de inversiones financieras. Y tampoco cubre la insolvencia de un emisor.

¿Con qué otros instrumentos financieros cuenta el inversor en bolsa?

- 11.1. ¿Qué son los contratos de futuros financieros?
- 11.2. ¿Qué son los contratos de opciones financieras?
- 11.3. ¿Qué son los «warrants»?
- 11.4. ¿Qué son los CFD's o contratos por diferencia?
- 11.5. ¿Pueden utilizarse los futuros y opciones como instrumentos de cobertura?
- 11.6. ¿Qué es una obligación convertible?

■■■ ¿Con qué otros instrumentos financieros cuenta el inversor en bolsa?

11.1. ¿Qué son los contratos de futuros financieros?

Son los contratos de compraventa a plazo en los que una parte se compromete a la entrega de un activo financiero, en un plazo determinado exactamente en el contrato y por un precio establecido ya desde el momento del otorgamiento del mismo contrato. Cuando el propio contrato se convierte en activo susceptible de negociación surgen los mercados de futuros organizados, con una normalización de los contratos, la creación de una cámara de compensación de los mismos, un reglamento y unos miembros del mercado que individualizan un mercado secundario organizado de futuros.

Nuestra normativa interna define los futuros financieros como los contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera, que tengan normalizados su importe nominal, su objeto y fecha de vencimiento y que se negocien en un mercado organizado cuya sociedad rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador.

La Cámara de Compensación del mercado asume la condición de contrapartida y los riesgos de cada operación. Los resultados se calculan diariamente y en cada operación se realiza un depósito de garantía que cada parte contratante está obligada a realizar. Este depósito es un porcentaje sobre el precio y que varía en función de la previsible volatilidad del mercado.

El depósito se revisa diariamente al calcular los beneficios y pérdidas e implica la posibilidad de reposición diaria de la garantía en el caso de pérdidas que no estén cubiertas por el porcentaje depositado. Existen límites en los cambios operados en el mercado para evitar grandes oscilaciones que afecten a su estabilidad.

La existencia de este tipo de contratos se debe a dos motivos: La cobertura de los riesgos derivados de los tipos de interés o del cambio de las divisas o del propio mercado bursátil, o bien la mera especulación. Generalmente en estos contratos no se produce la entrega a futuro del activo subyacente que es objeto del contrato

sino que por diferencias se liquidan las posiciones con la ganancia o pérdida en su caso.

Las características operativas que definen e identifican los futuros son:

- Las condiciones de los contratos están estandarizadas por lo que se refiere a su importe nominal, objeto y fecha vencimiento.
- Se negocian en mercados organizados, por lo que pueden ser comprados o vendidos en cualquier momento de la sesión de negociación, sin necesidad de esperar a la fecha de vencimiento.
- Tanto para comprar como para vender futuros, los intervinientes han de aportar garantías al mercado, es decir, un importe -determinado en función de las posiciones abiertas que mantengan- como señal del cumplimiento de su compromiso, de forma que evite el riesgo de contrapartida.

Las modalidades de contratos de futuros pueden ser:

a) Futuros sobre divisas, en el que el objeto del contrato es una divisa y de lo que se trata es de paliar los efectos de sus oscilaciones.

b) Futuros sobre tipos de interés, cuyo objeto de contrato es un activo financiero tangible o teórico con interés.

c) Futuros sobre índices bursátiles, en cuyo caso existe un activo subyacente intangible que es el índice bursátil. A este último contrato nos referiremos en el próximo epígrafe.

d) Futuros sobre acciones, en el que el objeto del contrato es la cotización de una acción. Desde el 11 de enero del 2001, MEFF comercializa en el mercado español contratos de futuros sobre acciones españolas. Actualmente, cotizan futuros sobre todas las acciones del Ibex-35 y algunas del Mercado Continuo.

Aparte de los futuros sobre estas acciones, en España se negocian futuros sobre el Ibex-35, sobre tipos de interés (Bono Nocial a diez años). Desde el 22 de noviembre de 2001, el inversor puede contratar en MEFF dos tipos de contratos diferentes sobre el Ibex-35: el clásico, con un multiplicador de 10 euros, y el nuevo, de multiplicador 1 euros y conocido como futuro Mini sobre el Ibex-35. Si el indicador cotiza a 11.500 puntos, el valor nominal del contrato Mini es de 11.500 euros, mientras que el contrato «grande» sería

de $11.500 \times 10 = 115.000$ 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 de cotizaciones que terminan en «0» o en «5» (11.505, 11.510, 11.515...). El «tick» del contrato grande sigue siendo 1 punto (10 euros).

También se negocian futuros sobre el índice Ibex 35 Impacto Div, que recoge el importe acumulado de los dividendos, en puntos del índice, pagados por las compañías que componen el índice Ibex 35 en un periodo predeterminado. El periodo para el que se computan los dividendos es anual y empieza el día siguiente al tercer viernes de diciembre de un año y termina el tercer viernes de diciembre del año siguiente.

Los vencimientos de los futuros sobre acciones corresponden con los terceros viernes de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. Si bien los futuros sobre acciones son operaciones a plazo, se puede cerrar una posición en cualquier momento antes del vencimiento. Los precios de los futuros sobre acciones se mueven en paralelo a los precios de las acciones. Esto se debe a la relación directa de arbitraje que asegura que a vencimiento la convergencia de los precios de los futuros con las acciones. El notional del contrato es de 100 acciones (excepto cuando haya habido ajustes por operaciones de capital).

En 2008, la operativa con futuros sobre acciones registró un fuerte crecimiento: más que se duplicó el volumen con respecto al ejercicio anterior. En 2009, en cambio, se dejó sentir la crisis bursátil y el volumen negociado se redujo ligeramente.

11.2. ¿Qué son los contratos de opciones financieras?

Las opciones financieras son contratos que dan derecho, pero no la obligación, a comprar o vender un instrumento financiero durante un periodo de tiempo preestablecido, a cambio del pago de una prima determinada.

Las opciones financieras se definen como contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices, futuros u otros instrumentos financieros; que tengan normalizado su importe nominal, objeto y precio de ejercicio, así como su fecha, única o límite de ejecución; en los que la decisión de ejecutarlos o no sea derecho de una de las partes adquirido mediante el pago a la otra de

una prima acordada, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya sociedad rectora los registre, compense y liquide actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador.

El titular de la opción, transcurrido el término pactado, puede ejercitarla o no, según le convenga. Si decide no ejercitarla perderá la prima pagada al formalizar el contrato. Se denomina opción de compra («call») el derecho a comprar un instrumento financiero a un precio fijo en la fecha de vencimiento de la opción. Cuando un inversor compra una opción «call», espera que el valor del subyacente suba en los mercados; es decir, tiene expectativas alcistas. Si llegada la fecha de vencimiento, su apuesta resulta acertada y el precio del subyacente es superior al precio de ejercicio fijado en el contrato, le interesará ejercer la opción, ya que puede comprar el activo subyacente más barato. Por el contrario, si el precio no sube como esperaba y el precio de ejercicio es mayor que el del subyacente, no ejercerá la opción y perderá la inversión realizada, es decir, la prima.

Se denomina opción de venta («put») el derecho a vender un instrumento financiero a un precio fijo en la fecha de vencimiento de la opción de venta. La compra de una opción «put» está justificada cuando el inversor tiene expectativas bajistas. Si el precio del subyacente disminuye, le interesará ejercer la opción y vender al precio de ejercicio, que es superior. En caso contrario, no la ejercerá y perderá la prima.

Los contratos de opción se convierten también, en los mercados de opciones, en activo susceptible de contratación. Las propias opciones son instrumentos de negociación en los mercados especiales organizados de opciones.

Los mercados de opciones, al igual que los de futuros, requieren la existencia de una cámara de compensación que garantice el cumplimiento de los contratos y a los titulares del derecho de opción que van a poder ejercitarlos a su vencimiento.

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 contra-

to. Es decir, el precio de un contrato de opciones sobre acciones con una prima, por ejemplo, de 2 euros será: $100 \times 2 = 200$ euros.

La operativa con opciones sobre acciones registró un fuerte crecimiento en el año 2009, pese a la crisis: el volumen negociado se incrementó casi un 100 por ciento en comparación con el ejercicio anterior.

Todos estos productos derivados se comercializan a través de los intermediarios financieros miembros de MEFF. El horario de negociación es de 9:00 a 17:35 horas.

Un ejemplo práctico permitirá conocer mejor estos productos y los términos más frecuentemente utilizados. Supongamos el caso de un «call» sobre acciones de Telefónica, que cotizan a 13 euros, con vencimiento a 17 de septiembre, a un precio de ejercicio de 15 euros y por una prima de 0,5 euros.

La traducción de toda esta terminología sería:

- **Activo subyacente:** es el activo sobre el cual se negocia la opción. Puede ser una acción, un índice, un futuro financiero, una materia prima, oro, etc. En el ejemplo citado, el subyacente lo constituyen los títulos de Telefónica.

- **Ejercicio:** proceso a través del cual el comprador de la opción notifica al vendedor su intención de recibir (en el «call») o entregar (en el «put») el activo subyacente.

- **Precio de ejercicio:** precio al cual el tomador de la opción puede comprar (en el «call») o vender (en el «put») el activo subyacente. En el caso que nos ocupa, 15 euros. Es el precio al cual el tenedor del «call» podría comprar acciones de Telefónica, de considerarlo oportuno.

- **Prima:** precio de la opción, en este caso, 0,5 euros. Es el precio que paga el comprador del «call» por su opción a comprar acciones de Telefónica a 15 euros.

- **Fecha de vencimiento:** fecha sobre la cual se negocia la opción. Existen dos tipos de opciones, las denominadas europeas, que sólo pueden ejercitarse en la fecha fijada como vencimiento en el contrato, y las americanas, que pueden ser ejercitadas a lo largo del periodo que transcurra hasta la fecha de extinción del contrato. En el ejemplo, se va asumir que se mantienen hasta el 17 de septiembre, vencimiento, aunque se traten de opciones de estilo americano (es decir, que se pueden ejercitar en cualquier momento de vida de la opción) al ser opciones sobre acciones.

– **Valor intrínseco de la opción:** la diferencia entre el precio del activo subyacente y el precio del ejercicio. En este caso, suponiendo que el precio del subyacente, es decir, de la acción de Telefónica fuera de 13 euros, dado que el del ejercicio es de 15 euros, el valor intrínseco de la opción es de -2 euros.

– **Valor extrínseco:** la diferencia entre el precio de la opción y su valor intrínseco. En este caso, a los 0,5 euros (prima o coste de la opción) habría que sustraerle los -2 euros (valor intrínseco), los nos da un valor extrínseco de 2,5 euros.

Los beneficios que obtenga con su compra de opciones «call» dependerán del precio al que se sitúe la acción de Telefónica en la fecha de vencimiento (17 de septiembre de 2006):

1. A vencimiento, el precio del subyacente es inferior o igual a 15 euros: el tenedor del «call» pierde la prima pagada. A estos precios no tiene sentido ejercitar la opción, ya que el propietario de la opción podría comprar las acciones a un precio igual o inferior directamente en el mercado. Es importante mencionar que el riesgo que corre el tenedor de la opción está limitado al precio que pagó por la prima, es decir, 0,5 euros, independientemente de lo que ocurra con el subyacente, por mucho que baje su cotización.

2. A vencimiento, el precio de la acción se sitúa entre 15 euros y 15,5 euros (por ejemplo, a 15,25 euros): el comprador del «call» pierde la diferencia entre el precio del ejercicio más la prima del «call» ($15 \text{ euros} + 0,5 \text{ euros} = 15,5 \text{ euros}$) menos el precio del subyacente (15,25 euros). Es decir, la pérdida es de 0,25 euros ($15,5 \text{ euros} - 15,25 \text{ euros}$). La pérdida máxima es de 0,5 euros por opción adquirida si el precio del subyacente vale 15 euros a vencimiento, pero disminuye en la misma proporción que el precio de Telefónica aumenta, hasta ser cero para un precio de 15,5 euros. En este caso, el pago de la prima se compensa con el ejercicio de la opción «call».

3. A vencimiento, las acciones de Telefónica cotizan a un precio superior al del ejercicio más la prima pagada ($15 \text{ euros} + 0,5 \text{ euros} = 15,5 \text{ euros}$). Supongamos que el precio es de 16 euros. En este escenario, el tenedor del «call» obtiene unos beneficios iguales a la diferencia entre el precio al contado de Telefónica (16 euros) en la fecha de vencimiento y el precio del ejercicio más la prima de la opción ($15 \text{ euros} + 0,5 \text{ euros} = 15,5 \text{ euros}$). Esta cantidad resulta ser $16 \text{ euros} - 15,5 \text{ euros}$

= 0,5 euros. El precio de los títulos en el que la prima pagada es igual al beneficio obtenido con el ejercicio del «call» es denominado «break-even». En este ejemplo, dicho precio sería de 15,5 euros.

Una importante conclusión del ejemplo es que el riesgo de pérdida máxima del comprador del «call» se limita a la prima pagada, mientras que su potencial de beneficio es ilimitado.

11.3. ¿Qué son los «warrants»?

Una modalidad específica de opciones financieras son los «warrants», que también cotizan en el mercado y que son comercializadas en nuestro mercado por varias entidades financieras nacionales e internacionales.

La principal diferencia de los «warrants» con las opciones financieras de MEFF es que su fecha de vencimiento está más alejada en el tiempo (tienen un mayor valor temporal) y que no se pueden vender si previamente no se tienen (venta al descubierto). Esta última característica limita la operatividad de los «warrants», pero también les convierte en un producto derivado más seguro para el inversor.

Las principales ventajas de los «warrants» son: en primer lugar, al ser opciones a largo plazo, tienen una pérdida de valor temporal inferior a estas últimas; en segundo lugar, los «warrants» son productos financieros más ajustados a las necesidades de los pequeños inversores, pues sus nominales son más bajos que los de las opciones, lo que les hace más accesibles, desde el punto de vista de las estrategias de los inversores individuales y el coste de las mismas.

En el mercado español cotizan «warrants» referenciados a los siguientes activos subyacentes: acciones españolas y extranjeras, índices bursátiles, materias primas y divisas.

En estos momentos, las sociedades emisoras de «warrants» para inversores particulares son Société Générale, Santander, BBVA, Commerzbank, Banesto, Bankinter y La Caixa.

Se negocian productos sobre índices nacionales y extranjeros (Dax Xetra, Eurostoxx 50, Dow Jones, Hang Seng, Ibex, Ibex Inline, Nasdaq 100 y Nikkei 225), acciones españolas Acciona, Banesto, BME, Ferrovial, Gas Natural, Iberdrola, Inditex, Popular, Sabadell, Telefónica, Zeltia, Acerinox, ArcelorMittal, Bankinter, Critería, Enagás, Iberdrola Renovables, Indra, NH Hoteles, Red Eléctrica, Técn-

cas Reunidas, Total, ACS, Antena 3, Santander, BBVA, FCC, Gamesa, Iberia, Repsol y Telecinco), acciones extranjeras (Alcatel, Apple, Citigroup, Deutsche Telekom, Microsoft, Allianz, BNP Paribas, France Telecom, Goldman Sachs, Total, Cisco Systems, Deutsche Bank, Google, JP Morgan, Nokia y Yahoo!), divisas (tipo de cambio entre el euro y el yen y entre el euro y el dólar), materias primas (futuro del barril de crudo Brent) y metales preciosos (cobre, oro y plata).

Una de las grandes novedades de los «warrants» ha sido el nacimiento de un mercado electrónico. El 11 de noviembre de 2002 nació el nuevo módulo de negociación de «warrants» en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), lo cual supuso un cambio radical a mejor en la forma de negociar estos activos. Este módulo nació impulsado por los esfuerzos de la Bolsa de Madrid y de la Sociedad de Bolsas (organismo que agrupa las cuatro bolsas españolas y que es supervisor del SIBE). El resultado fue un sistema de negociación puntero, que cuenta con una tecnología innovadora capaz de absorber cientos de miles de transacciones por día con órdenes automáticas para acceder a la contratación y con un acceso libre de órdenes para todos los participantes en igualdad de condiciones. Cada emisor de «warrants» nombrará una entidad especialista, que será la responsable de crear mercado sobre sus «warrants», es decir, de dar liquidez permanente a todas las emisiones de «warrants» vivas.

La negociación se realiza por pantalla y es anónima, es decir, no se conoce la identidad de los miembros del mercado que están negociando. Para ello, se introduce el número de «warrants» a contratar (unidades) y el precio en euros por cada «warrant».

El inversor en «warrants», desde la aparición del módulo, dispone de un mercado totalmente transparente, líquido, y eficiente. Le será mucho más sencillo operar con «warrants», ya que encontrará siempre en bolsa precios de compra y de venta para todos los «warrants», actualizados en tiempo real. Además, le es mucho fácil seguir los precios de sus «warrants» en prensa, a través de su intermediario financiero, o por internet.

Gracias a todo ello, se ha incrementado notablemente la negociación de «warrants» en nuestro país. Así, en el año 2005, se superó, por primera vez en el mercado español, el nivel de los 2.000 millones de euros en primas negociadas, superando el volumen alcanzado en

2004 en más de un 17 por ciento. Una cifra también se ha alcanzado en el número de «warrants» negociados durante el ejercicio 2005, que por primera vez superan la barrera de los 4.000 millones. En el año 2009, esta cifra ascendió hasta los 4.309 millones.

Los turbo-warrants son warrants condicionados: si durante la vida del turbo el precio del activo subyacente alcanza en algún momento un nivel predeterminado (barrera), el turbo-warrant se cancela de forma anticipada sin que el propietario pueda ejercer su derecho, perdiendo la prima.

11.4. ¿Qué son los CFD's o contratos por diferencia?

Los contratos por diferencias son contratos en los que un inversor y una entidad financiera acuerdan intercambiarse la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de un determinado activo subyacente.

Sus características principales son:

- Posibilidad de operar con expectativas de subida o bajada de los precios.
- Vencimiento: se liquidan diariamente, pero el contrato se puede prorrogar durante los días que se desee. Por eso, podemos decir que no tienen vencimiento.
- Garantías: no hace falta pagar la cantidad que sería necesaria para comprar el subyacente, sino sólo un porcentaje.
 - Por tanto, son productos apalancados.
 - Los contratos por diferencia reflejan en su precio todas las operaciones financieras que le afecten al subyacente.

11.5. ¿Pueden utilizarse los futuros y opciones como instrumentos de cobertura?

La cobertura es una estrategia por la que se intenta reducir el riesgo de precio de una determinada cartera, es decir, la posible pérdida producida por movimiento desfavorables de los precios. Para realizar una cobertura debe tomarse una posición de sentido contrario a la que se desea cubrir, de manera que los resultados de ambas se compensen mutuamente, manteniendo al conjunto indiferente a los movimientos de precios del mercado.

En los futuros sobre índices bursátiles internacionales, y en concreto en España sobre el índice bursátil Ibex-35 (compuesto por los 35

valores más representativos de nuestro mercado), el inversor en bolsa puede cubrir su inversión en el mercado comprando o vendiendo futuros sobre dicho índice. En base a las expectativas que nos genere el mercado bursátil, la inversión a futuro sobre el índice nos permitirá comprar o vender según el análisis alcista o bajista realizado. Si queremos realizar una cobertura de una cartera de acciones deberemos vender contratos sobre el índice de tal manera que si las cotizaciones en bolsa experimentan un proceso bajista, las pérdidas producidas en el mercado bursátil de contado se compensen por las plusvalías generadas en la posición vendedora en el mercado de futuros.

Por el contrario, si se espera un alza de las cotizaciones del mercado bursátil y no se tiene liquidez suficiente, puede adoptarse una posición compradora en el mercado de futuros del índice, ya que como es sabido sólo se requiere depositar un porcentaje en garantía del valor total del contrato. Las posiciones en el contrato sobre el índice se liquidan por diferencias.

La operación de cobertura o «hedging» trata de compensar con una posición igual pero contraria los movimientos del mercado bursátil a través de la evolución de los mercados de futuros sobre el índice bursátil.

En las opciones financieras, puede operarse también en régimen de cobertura de una cartera de valores a través de las opciones sobre el índice bursátil Ibex-35 o sobre los valores particulares del índice.

El mecanismo será el siguiente: Quien espera la subida del mercado o de un determinado valor, contratará una opción de compra sobre el índice o sobre dicho valor. Si la cotización del valor sube por encima del precio al que él puede optar, ejercerá la opción de compra, comprando más barato que en el mercado bursátil de contado. Si por el contrario, los precios bajan, no ejercerá la opción y perderá la prima constituida.

Desde otra perspectiva, quien ha contratado una opción de venta espera que el mercado bursátil baje y que él pueda vender a un precio superior al del mercado en el plazo de la opción, que ejercerá si se produce esa predicción beneficiándose de la diferencia entre los dos precios menos la prima pagada.

En consecuencia, la opción puede utilizarse también como instrumento de cobertura de riesgos bursátiles, compensando las osci-

laciones del mercado bursátil de contado con el mercado de opciones de compra o venta según las perspectivas y el análisis que realice el inversor. Cabe la posibilidad de realizar operaciones combinadas entre el mercado bursátil y determinados valores y el mercado de opciones de compra y venta, que pueden llegar a ser muy complejas para limitar al máximo los riesgos en la inversión.

La utilización de estos instrumentos financieros ha permitido el desarrollo de nuevos productos estructurados de renta variable como los bonos bolsa, los depósitos bolsa, los bonos indicados o los fondos garantizados que cubren el riesgo de la rentabilidad prometida, superior al de la renta fija, con la cobertura de posiciones en productos derivados como los futuros y opciones.

Aparte de la función de cobertura de las posiciones de un determinado subyacente, los productos derivados tienen otra finalidad más especulativa. Los derivados amplifican los movimientos del activo subyacente, gracias a su elevado efecto apalancamiento, lo que permite al inversor obtener una mayor rentabilidad que la que obtendría si invirtiera directamente en el activo subyacente.

11.6. ¿Qué es una obligación convertible?

La obligación convertible es uno de los instrumentos más utilizados en nuestro sistema financiero. 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.

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, 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 instru-

mento 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. En otras palabras, el inversor está dispuesto a aceptar un menor tipo de interés a cambio de una posible evolución positiva del precio de la acción y de unas condiciones de conversión favorables.

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, sin tener que acceder a la conversión. A su vez, el convertible garantiza al inversor la protección que los bonos ofrecen en los mercados bursátiles bajistas. El titular de la opción puede optar por no acudir a la conversión y conservar el título como activo de renta fija.

Hay que distinguir entre dos términos análogos, convertibilidad y canjeabilidad, que, sin embargo, tienen un significado financiero distinto. Ambos conceptos indican la facultad del titular de transformar un tipo de activo en otro, de acuerdo con unas condiciones especificadas por el emisor. La diferencia entre ambos está en que en el caso de la convertibilidad, los valores que se entregan al titular proceden de una ampliación de capital que tiene lugar simultáneamente. En el caso de la canjeabilidad no hay ampliación de capital, ya que los valores que se entregan al titular en el canje proceden de la propia autocartera de la sociedad.

Desde el punto de vista bursátil, esta diferencia se traduce a su vez en una distinción de la clase de activo que recibe el titular. Normalmente, las acciones nuevas procedentes de los bonos convertibles son menos líquidas y transitoriamente con derechos económicos menores, mientras que las acciones que recibe el titular en el canje son ordinarias o «antiguas», por lo que disfrutan por tanto de igual liquidez y derechos económicos.

La inversión colectiva, otra forma de entrar en bolsa

- 12.1. ¿Cómo se puede mejorar la gestión individual?
- 12.2. ¿En qué consiste la gestión de carteras de valores?
- 12.3. ¿Qué criterios se siguen en la gestión de carteras?
- 12.4. ¿Qué es un club de inversión?
- 12.5. ¿Qué son las instituciones de inversión colectiva?
- 12.6. ¿Qué son los fondos de inversión?
- 12.7. ¿Qué tipo de fondo de inversión hay que elegir?
- 12.8. ¿Qué son los fondos de inversión cotizados (ETF's)?
- 12.9. ¿Qué es una SICAV ?
- 12.10. ¿Qué son los fondos de inversión libre o «hedge funds»?
- 12.11. ¿Qué son los fondos inmobiliarios?
- 12.12. ¿Qué ventajas tienen las instituciones de inversión colectiva?
- 12.13. ¿Cuál es el tratamiento fiscal de las inversiones en las instituciones de inversión colectiva?

La inversión colectiva, otra forma de entrar en bolsa

12.1. ¿Cómo se puede mejorar la gestión individual?

La gestión individual es aquella en que el inversor coloca sus ahorros directamente en el mercado comprando y vendiendo a su nombre valores negociables. Se le llama también inversión directa, frente a la inversión colectiva, en que el inversor coloca sus ahorros en una institución de inversión colectiva (IIC), en la que existen muchos partícipes. La institución es entonces la que invierte en el mercado. En la inversión colectiva el inversor no toma las decisiones directamente, sino que son los gestores de la entidad de inversión colectiva los que deciden por cuenta de los socios o partícipes.

La gestión individual directa supone que el ahorrador toma personalmente las decisiones de inversión y gestiona su cartera de valores de acuerdo con sus propios criterios de riesgo, rentabilidad y liquidez, estableciendo la diversificación que considere más conveniente.

Esta gestión individual tiene sus ventajas, puesto que no se pagan las comisiones que perciben los gestores y la equivocación o acierto le corresponde a uno mismo. Sin embargo, esa gestión individual también tiene sus inconvenientes: la inversión en bolsa requiere tiempo, vigilancia, información y conocimientos del mercado. Sentarse sobre la cartera y dejar pasar el tiempo puede ser positivo a largo plazo si se opera sobre valores muy estables, pero aprovechar las tendencias alcistas del mercado y seguir de cerca los valores puede ser más beneficioso para el inversor. Por ello, esa gestión individual puede favorecerse con una gestión individual asistida y asesorada, que puede adoptar estas formas:

a) Cuentas de valores administradas: es el supuesto más sencillo en la asistencia a la gestión individual y que consiste en el depósito y custodia de los valores por parte de un intermediario autorizado, que se ocupa también de las labores de gestión de cobro de dividendos, intereses, amortizaciones, reinversiones, etc. Es decir, lo que permita la conservación y la recogida de los frutos de los valores depositados. El cliente da directamente las órdenes a través del intermediario, que sólo se ocupa, con el pago de comisiones, de una administración ordinaria de los valores depositados.

b) Cuentas de valores asesoradas: los inversores continúan invirtiendo directamente y dando ellos las órdenes de bolsa, pero las sociedades y agencias de bolsa y demás intermediarios autorizados les ofrecen la administración y depósito de los valores, asesoramiento, análisis e informes del mercado y de valores concretos, e incluso les facilitan el acceso a locales adecuados en donde se puede seguir el mercado en tiempo real en pantallas de información. Estas cuentas pueden ser gratuitas para aquellos inversores que mueven un buen volumen de contratación, puesto que el intermediario bursátil cobrará sus comisiones de compraventa y de depósito de los valores.

c) Cuentas gestionadas de valores: en este caso los inversores firman un contrato de gestión de carteras por el cual delegan la decisión de inversión en un intermediario bursátil, que podrá seleccionar las inversiones, dar las órdenes de compraventa y, en suma, asumir la posición de representante del inversor. Por cartera de valores se entiende una determinada combinación agrupada de valores mobiliarios. A este tipo de gestión asistida vamos a referirnos a continuación.

12.2. ¿En qué consiste la gestión de carteras de valores?

Los contratos de gestión de carteras de valores tienen por objeto disciplinar las relaciones entre un cliente, que aporta valores o dinero, y el gestor que los invertirá, según su criterio profesional, a fin de que se alcancen los mejores resultados posibles. A cambio, el gestor de la cartera percibe una remuneración.

Antes de nada, tal y como establece la MiFID, la entidad le pedirá a su cliente información para conocerle lo mejor posible y, así, poder ayudarle a tomar sus decisiones de inversión y ofrecerle los servicios más adecuados. Deberá realizar el test de idoneidad. Sólo le ofrecerá los productos que considere adecuados para el cliente, teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia para valorar correctamente su naturaleza y riesgos. Cuando le proporcione asesoramiento personalizado o gestione su cartera, se asegurará de que el servicio es acorde a sus conocimientos, experiencia, objetivos y situación financiera.

El contenido del contrato encierra la administración, depósito y custodia de los valores y dinero que se ponen en manos del gestor, lo que incluye el cobro de dividendos, intereses y primas de asistencia a juntas, la percepción de amortizaciones y su reinversión, etc.

A través del servicio de gestión de carteras, la entidad financiera puede adoptar las decisiones de inversión que estime más convenientes. Por eso, al suscribir un contrato de gestión de carteras, el inversor debe tener claro que está delegando la adopción de decisiones de inversión y la ejecución de operaciones por su cuenta. La gestión implica, pues, una facultad de disposición sobre los bienes objeto del contrato (dinero y valores negociables), que se liga a la necesidad de que el gestor pueda realizar operaciones de compraventa en el mercado con la mayor agilidad y rapidez para aprovechar, en interés del cliente, las oscilaciones del mercado sin tener que solicitar cada vez autorización. La inmediatez con que se suceden los acontecimientos en los mercados de valores requiere decisiones rápidas que el gestor debe tomar en beneficio del cliente y basadas en la confianza que éste le deposita.

Son contratos temporales, que contienen un mandato con facultad de disposición a favor del gestor. Son además contratos de confianza, en donde el cliente-inversor cree en las aptitudes del gestor para administrar y disponer de su cartera de valores.

El contrato incluye una obligación de información periódica de la situación de la cartera y además una información de carácter fiscal anual sobre los movimientos, patrimonio mobiliario y plusvalías y minusvalías realizadas a los efectos de los impuestos sobre la renta y el patrimonio del cliente. Además, la entidad debe informar mensualmente cuando la cartera gestionada presente pérdidas al final del mes con respecto al fin del mes anterior y cuando la naturaleza de las operaciones o el riesgo inherente a las mismas exigieran, por razones de prudencia, una mayor información al cliente.

La obligación del cliente es el pago de una remuneración suele ser fija (un porcentaje sobre el capital administrado), aunque puede reducirse a medida de que el patrimonio gestionado sea mayor. Existe la posibilidad de una remuneración mixta, fija en porcentaje sobre el capital gestionado y variable en función de las plusvalías obtenidas en la cartera de valores. La entidad financiera le repercutirá otras comisiones y gastos asociados con las operaciones que haya realizado sobre su cartera. La entidad debe informar a su cliente sobre los mismos de forma periódica y el inversor puede pedir su detalle.

No existe en el contrato una obligación por parte del gestor de obtener unos resultados positivos concretos, ya que si en la cartera

existen valores de renta variable, estos producen una situación de riesgo e incertidumbre que no puede medirse «a priori» con exactitud, puesto que influyen sobre el comportamiento de las acciones múltiples factores. En cualquier caso, la obligación deberá referirse a que el gestor actúe con la diligencia debida a los usos normales del mercado. Con la entrada en vigor de la MiFID, se ha incluido un principio que debe regir la actividad del gestor: al ejecutar las operaciones, tratará de obtener el mejor resultado para el inversor.

El patrimonio mínimo que se admite para gestionar individualmente varía de unos intermediarios financieros a otros, según su tamaño, y oscila entre los 60.000 y los 150.000 euros. Esto es debido al elevado coste que supone el seguimiento de la gestión individualizada y a la necesidad de realizar un proceso de diversificación de valores difícil de realizar con poco capital administrado. Para evitar esto, los propios intermediarios bursátiles han ido creando instituciones de inversión colectiva en donde la gestión individual puede incluso diversificarse en un conjunto de fondos de inversión de características distintas.

Conviene advertir que sólo están autorizados para realizar la actividad de gestión de carteras las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las entidades de asesoramiento financiero independiente inscritas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). No se dejen sorprender por gestores no autorizados: ya se han producido varias denuncias por falta de habilitación. En este sentido, se recomienda no invertir en los denominados «chiringuitos financieros». La CNMV ha impuesto ya varias sanciones por esta práctica ilegal.

12.3. ¿Qué criterios se siguen en la gestión de carteras?

En primer lugar, el gestor debe evaluar con el cliente la tipología de cartera que desea, en función del propio carácter del inversor. Hay inversores que no quieren ningún riesgo, atrevidos, prudentes, especuladores, a corto plazo, a largo plazo, de edad avanzada, jóvenes, con mayor o menos patrimonio, con necesidad de rentas periódicas o no, con patrimonio diversificado o no, etc. Esta primera evaluación es quizá la más importante, porque permitirá definir el tipo de cartera que el inversor desea y que puede responder al objetivo perseguido:

a) **Carteras de rendimiento:** el objetivo es la percepción de dividendos e intereses de los valores adquiridos.

b) **Carteras de crecimiento:** su propósito es la consecución de una plusvalía sin asumir grandes riesgos.

c) **Carteras especulativas:** incluyen acciones temporalmente subvaloradas debido a riesgos a que se han expuesto las empresas emisoras.

d) **Carteras combinadas de rendimiento y crecimiento:** la gestión y administración de una cartera de valores debe tender a los siguientes objetivos:

1) Satisfacer los propósitos y objetivos del cliente: En general, los que se piden a cualquier buena inversión: rentabilidad, seguridad y liquidez. Principios que son difícilmente compatibles, porque el valor más rentable no suele ser el más seguro, ni el más líquido el más rentable.

2) Una consecución del modelo de cartera previamente definida con el cliente: Composición de renta fija o variable, diversificación para reducir riesgos, objetivos fiscales de la inversión, inversiones en sectores concretos, valores especulativos o no, plazo de inversión, etc.

3) Una selección de los valores con criterios profesionales y de acuerdo con análisis e precios objetivos, que permitan determinar también el momento oportuno para la compra o venta.

4) Una actitud adecuada, ponderada, serena y conveniente frente a la evolución de la cartera de valores, del mercado bursátil y de la economía.

Existen múltiples modelos de selección de carteras. Se pueden destacar, sintéticamente, los siguientes:

1) **Las inversiones sistemáticas constantes:** Su plan más sencillo consiste en invertir sistemáticamente, y a intervalos regulares de tiempo, una suma constante en la compra de una o varias acciones previamente seleccionadas. El interés del plan consiste en conseguir un beneficio de las fluctuaciones coyunturales y accidentales de las cotizaciones, en torno a la línea de tendencia, y alcanzar un coste medio de compra de los títulos inferior a su media aritmética.

2) **La distribución constante entre diferentes categorías de valores:** por ejemplo, el 35 por ciento en valores de renta fija, el 55

por ciento en renta variable y el 10 por ciento en disponibilidades líquidas y activos financieros a muy corto plazo. Un plan de este tipo llevará a modificaciones porcentuales, derivadas de incrementos de tipos de interés o de cotizaciones que permitan aprovechar las coyunturas favorables en los distintos tipos de valores.

3) **Existen otros modelos de selección de carteras que emplean matemáticas**, cálculo de probabilidades, estadística, econometría, psico-sociología, etc. en la adopción de decisiones racionales y en la forma de realizar las operaciones. Este tipo de modelos científicos se inició con la aplicación de los métodos de programación matemática a la selección de carteras realizado por Markowitz, al que luego siguieron otros estudios, entre los que cabría destacar el «modelo de mercado» de Sharpe.

12.4. ¿Qué es un club de inversión?

Los clubes de inversión están integrados por un conjunto de personas que quieren iniciarse en los mecanismos de la bolsa y familiarizarse con el mercado, a través de la tenencia, disfrute, administración y venta de valores negociables. Para ello, constituyen normalmente una comunidad de bienes a la que hacen una aportación monetaria inicial no muy elevada y luego aportaciones o cuotas mensuales determinadas y cuyo destino será la inversión en bolsa y la creación de una cartera de valores conjunta. Otras veces, estos clubes se crean como asociaciones sin ánimo de lucro, sobre todo aquellos que nacen en el seno de las universidades, aunque su funcionamiento es el mismo.

El objeto del club es la instrucción y formación de sus miembros en materia de valores negociables, así como divulgar la enseñanza teórica y práctica del mercado bursátil. Para ello, es recomendable el patrocinio y asesoramiento de un experto o intermediario bursátil, como una agencia o sociedad de bolsa, que puede acudir a las reuniones que realizan los miembros del club para tomar las decisiones conjuntas de inversión. Estas reuniones normalmente son mensuales o quincenales.

El número de miembros del club no suele superar la veintena y cada uno es propietario de su cuota parte en la comunidad. Los clubes universitarios suelen acoger a un número mayor de miembros.

A efectos fiscales, tributará individualmente por los beneficios obtenidos y las plusvalías generadas. A fin de año, cada miembro

recibe del intermediario con el que opera el club su informe fiscal de los rendimientos y un certificado de su participación en el club a efectos patrimoniales.

Estos clubes de inversión suelen constituirse entre amigos o profesionales del mismo sector, o entre estudiantes universitarios y suponen una buena escuela de iniciación al mercado bursátil.

12.5. ¿Qué son las instituciones de inversión colectiva?

Son entidades jurídicas especiales que captan públicamente fondos o bienes del público para gestionarlos, siempre que el resultado del inversor se establezca en función de resultados colectivos. Las instituciones de inversión colectiva permiten al pequeño inversor acceder al mercado de valores con la posibilidad de diversificar los riesgos de su inversión, al poseer una parte de una gran cartera que es la de la institución colectiva, y además ser gestionada por entidades especializadas que cuentan con expertos profesionales e instrumentos de análisis que permiten conseguir rentabilidad a la inversión.

Estas instituciones de inversión colectiva (IIC) atraen recursos mediante la emisión de activos financieros indirectos (participaciones y acciones propias), invirtiendo dichos recursos en activos financieros directos, generalmente valores negociables en bolsa. El participante o accionista de estas instituciones participa en los resultados de esa cartera de valores común, integrada por los activos de la institución en la cual participa.

Una de las ventajas de las instituciones de inversión colectiva es que queda fuera de su objeto la toma de control en las sociedades en las que invierten. Por ello, sus criterios de inversión deben tener como fin, a través de una adecuada diversificación de riesgos, la maximización de los resultados de sus inversiones. Es decir, la institución se encarga de captar el dinero de un grupo de inversores y de su posterior gestión buscando la optimización del binomio rentabilidad-riesgo.

En España existen dos clases de instituciones de inversión colectiva: de carácter financiero y de carácter no financiero.

Las IIC de carácter financiero invierten en activos como los títulos de renta fija y de renta variable. En la actualidad, las instituciones de este tipo existentes en España son las siguientes:

- Sociedades de inversión mobiliaria nacionales (SICAV).
 - Sociedades de inversión mobiliaria extranjeras.
 - Fondos nacionales de inversión (FI).
 - Fondos de inversión extranjeros: FCP (del francés Fonds Communs de Placement).
 - Otras asociaciones, como los clubes de inversión en bolsa.
- Las IIC de carácter no financiero que pueden encontrarse en España son:
- Fondos de inversión inmobiliaria: FII.
 - Sociedades de inversión inmobiliaria: SII.
 - Otras agrupaciones, como los clubes de inversión en arte.

12.6. ¿Qué son los fondos de inversión?

Los fondos de inversión son instituciones de participación colectiva configuradas como patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, denominados partícipes, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación.

Los recursos aportados por los partícipes les confiere la titularidad de una parte alícuota del patrimonio del fondo, que se materializa en participaciones, reembolsables a su valor liquidativo en el momento en que los partícipes lo deseen.

Los fondos son patrimonios mobiliarios sin personalidad jurídica y por ello la administración y gestión del fondo se encomienda a una sociedad gestora, cuyo objeto principal es concretamente la dirección, administración y representación legal del fondo. La gestora también puede gestionar, por cuenta de los fondos que administra, la suscripción y reembolso de sus participaciones. Para ello, debe contar con la autorización previa de la CNMV. Además, aparece también la figura del depositario, la entidad encargada de la custodia y depósito de los valores que componen el patrimonio del fondo.

La normativa sobre los fondos establece una serie de cautelas con el fin de proteger las inversiones, mediante la fijación de límites porcentuales de inversión en determinados activos, coeficientes de liquidez, capital mínimo para la constitución, límites de inversión en una sola empresa o grupo, exigencia de una auditoría externa de los estados contables y financieros, etc. El control y vigilancia sobre el funcionamiento de los fondos lo ejerce la CNMV.

El valor de cada participación en el fondo es el resultado de dividir el patrimonio del mismo por el número de participaciones que estén en circulación en el momento en que se calcula dicho valor. Las suscripciones de participaciones y los reembolsos irán haciendo variar en cada momento la dimensión del patrimonio. Las oscilaciones de los valores que componen el patrimonio y sus rendimientos lo modificarán también y, por tanto, variará el valor liquidativo.

Para calcular el valor liquidativo del fondo es necesario haber valorado previamente los activos que forman su cartera. La gestora calcula diariamente el valor de los activos que forman la cartera del fondo. Para su cálculo, se supone el valor que correspondería a cada activo de la cartera en el caso de que se tuviese que liquidar el fondo ese mismo día y vender todos los activos que lo componen. De ahí proviene el nombre de valor liquidativo que se aplica a la participación del fondo.

La Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobada en 2003, abre a las gestoras españolas la posibilidad de crear fondos de inversión por compartimentos en los que, bajo un único contrato constitutivo y reglamento de gestión, se agrupen dos o más compartimentos. Cada compartimento debe recibir una denominación específica que necesariamente tiene que incluir la denominación del fondo. Cada compartimento da lugar a la emisión de sus propias participaciones, que pueden ser de diferentes clases.

La parte del patrimonio del fondo que le sea atribuido a cada compartimento debe responder exclusivamente de los costes, gastos y demás obligaciones expresamente atribuidas a ese compartimento y de los costes, gastos y obligaciones que no hayan sido atribuidos expresamente a un compartimento en la parte proporcional que se establezca en el reglamento del fondo. Los compartimentos, o cada fondo de inversión en el caso de que este carezca de compartimentos, tienen una única política de inversión. En ningún caso pueden existir compartimentos de carácter financiero en IIC de carácter no financiero, ni a la inversa.

Un aspecto muy importante que se debe tener en cuenta a la hora de decidirse por un tipo de fondo u otro son los gastos y comisiones a los que hacer frente. Las sociedades gestoras y los depositarios pueden recibir de los fondos las comisiones de gestión y de depósito respectivamente, y las gestoras pueden recibir de los

participes comisiones por suscripción y reembolso. En el folleto del fondo se deben recoger la forma de cálculo, el límite máximo de las comisiones referidas tanto al compartimiento como a cada una de las clases, las comisiones que efectivamente vayan a aplicarse y la entidad beneficiaria de su cobro.

12.7. ¿Qué tipo de fondo de inversión hay que elegir?

El patrimonio de los fondos de inversión financieros puede estar invertido tanto en renta fija como en renta variable o en ambos a la vez. De acuerdo con la Circular I/2009 del 4 de febrero, a partir del mes de abril, la Comisión Nacional del Mercado de Valores reducía de 19 a 15 las categorías en que pueden clasificarse los fondos de inversión según su vocación inversora y perfil de riesgo. Con el desarrollo de esta Circular se pretendía reducir el número de vocaciones inversoras existentes y proporcionar al inversor una información clara y concisa de la política de inversión de la IIC, así como incorporar algunas matizaciones en las definiciones para adaptarlas a la situación real del sector de la inversión colectiva española.

- **Monetarios:** entre las principales novedades, la nueva norma delimita requisitos más estrictos para los fondos monetarios, que deberán ofrecer niveles muy bajos de riesgo, además de reducir su duración y, por tanto, su volatilidad, por debajo de los seis meses de media. Para ello, un mínimo del 90 por ciento del patrimonio debe estar invertido en instrumentos con vencimiento residual inferior a dos años y ninguno de sus activos debe tener vencimiento residual superior a los cinco años. Además, no deben estar expuestos a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2. Estos fondos no deben tener ni exposición a renta variable, ni riesgo divisa ni deuda subordinada. Por último, deben aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente.

- **Renta fija euro:** no deben tener ni un ápice de renta variable. Sólo deben tener un máximo del 10 por ciento de exposición a riesgo divisa. Con esta nueva categoría se elimina la diferenciación entre los fondos de renta fija a corto plazo (vencimientos inferiores a los dos años) y los que invierten en renta fija a largo plazo (con vencimientos

más allá de los dos años de duración). En todo caso, hay que tener en cuenta que al invertir en títulos a largo plazo, estos fondos son los más beneficiados en una coyuntura de tipos a la baja, ya que a la rentabilidad obtenida por las cuotas cobradas se añaden las ganancias generadas por los incrementos en los precios como consecuencia del recorte de tipos.

Debe señalarse que la rentabilidad ofrecida por un fondo de inversión se calcula según la variación de su valor liquidativo. El valor liquidativo se calcula a partir del precio al que se vendería cada activo diariamente. De ahí la importancia que tienen las variaciones de los tipos de mercado en los FI de renta fija. Por esa razón, los fondos no aseguran una rentabilidad estable en el tiempo. Este hecho lo deberá tener muy en cuenta un inversor conservador que no quiere asumir riesgos de pérdidas a corto.

- **Renta fija internacional:** tampoco pueden tener exposición a la bolsa. A diferencia de los anteriores, tienen la posibilidad de contar con más de un 10 por ciento de exposición a riesgo divisa.

- **Renta fija mixta euro:** tienen menos de un 30 por ciento de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades fuera del área euro más la exposición al riesgo divisa no podrá superar el 30 por ciento. El resto se destina a la compra de activos de renta fija a corto o largo plazo. Esta combinación permite jugar a dos bandas y aprovechar tanto la rentabilidad de los activos de renta fija como la ofrecida por la bolsa.

- **Renta fija mixta internacional:** también deben tener menos de un 30 por ciento de su cartera invertida en bolsa. Además, la suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro más la exposición al riesgo divisa tampoco puede superar el 30 por ciento.

- **Renta variable mixta euro:** entre un 30 y un 75 por ciento del patrimonio está invertido en renta variable. La suma de las inversiones en bolsas de fuera del área euro más la exposición al riesgo divisa no podrá superar el 30 por ciento.

- **Renta variable mixta internacional:** tiene una exposición de entre un 30 y un 75 por ciento a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas

fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa podrán superar el 30 por ciento.

- **Renta variable euro:** cuentan con más de un 75 por ciento de exposición a renta variable. Al menos el 60 por ciento de esas acciones en las que invierte deben ser emitidas por entidades radicadas en el área euro. Además, no deben superar el 30 por ciento del patrimonio invertido en activos con riesgo divisa.

- **Renta variable internacional:** deben tener más de un 75 por ciento de su patrimonio invertido en renta variable, pero no debe cumplir las otras condiciones de los fondos de renta variable euro.

- **Gestión pasiva:** son los fondos que replican o reproducen un índice, incluidos los fondos cotizados, así como los fondos con un objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

- **Garantizados de rendimiento fijo:** son los fondos para los que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.

- **Garantizados de rendimiento variable:** son productos que cuentan con la garantía de un tercero, que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Además, esta categoría incluye todos aquellos fondos que tengan la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.

- **Garantía parcial:** son fondos con un objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al cien por cien de la inversión inicial. Además, incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al cien por cien de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.

- **Retorno absoluto:** IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello, sigue técnicas de valor absoluto, «relative value», dinámicas...

- **Globales:** son los productos cuya política no encaja en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.

12.8. ¿Qué son los fondos de inversión cotizados (ETF's)?

Recientemente se ha puesto en marcha una alternativa de inversión para los inversores: los fondos de inversión cotizados o «Exchange Traded Funds» (ETF's). Esta alternativa consiste en la negociación en las bolsas de valores de las participaciones. Los fondos cotizados son semejantes a los fondos índice, diferenciándose de estos en que permiten la adquisición o venta de la participación no sólo una vez al día, sino durante todo el periodo diario de negociación en el correspondiente mercado.

12.9. ¿Qué es una SICAV ?

Las Sociedades de Inversión Colectiva de Capital Variable (SICAV) son sociedades anónimas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. Si en los fondos de capital se representa en participaciones, en las SICAV se reparte en acciones.

La Ley de Instituciones de Inversión Colectiva permite la creación de sociedades de inversión por compartimentos en los que bajo un único contrato constitutivo y estatus sociales se agrupen en dos o más compartimentos. A su vez, en cada compartimento podrá dar lugar a la emisión de acciones o de diferentes series de acciones representativas de la parte del capital social que les sea atribuida.

Las SICAV deben contar con un mínimo de 100 accionistas. En el caso de sociedades de inversión por compartimentos, el número mínimo de accionistas en cada uno de los compartimentos no puede ser inferior a 20.

Para su puesta en marcha deben tener un capital mínimo inicial de 2,4 millones de euros. El capital inicial deberá estar íntegramente suscrito y desembolsado desde que se constituye la sociedad.

En el caso de una SICAV por compartimentos, cada uno de ellos debe tener un capital mínimo desembolsado de 480.000 euros, sin que en ningún caso el capital mínimo desembolsado sea inferior a 2.400.000 euros.

Una de las ventajas de las SICAV frente a los fondos es que, al tener la naturaleza de sociedad, los inversores, propietarios de la misma, tienen mayor control en la gestión de las inversiones. Se ajusta más rápidamente a sus necesidades.

En las SICAV, sin embargo, se produce el reparto periódico de los resultados de la cartera, con lo que se pierden las ventajas fiscales de los fondos de capitalización.

Las SICAV pueden convertirse en títulos cotizados, como las acciones emitidas por una determinada compañía. Las SICAV pueden pedir la admisión a negociación en los mercados bursátiles de acciones. En este sentido, el sistema organizado de negociación dirigido a las SICAV y a otros valores que requieran un régimen singularizado (pequeñas y medianas empresas, capital riesgo...) es una iniciativa de Bolsas y Mercados Financieros (BME) y ha sido aprobado por la CNMV.

La negociación de los títulos se realizará bajo la plataforma del Sistema Español de Interconexión Bursátil (SIBE) de negociación electrónica, frente a la actual modalidad de corros, lo cual aporta unas características de mayor inmediatez, transparencia, e incremento de la liquidez para los participantes. La negociación de las acciones de las SICAVS se realizará a través de dos modalidades. Por una parte, el «fixing», sistema de subasta con la fijación de dos precios, a las 12 horas y a las 16 horas, diseñado para los valores de baja liquidez y capitalización. La otra modalidad sería el módulo de comunicación de operaciones a valor liquidativo. En este último módulo se desconoce a priori el precio al que se va a operar. Los dos módulos de contratación convivirán en el mercado.

12.10. ¿Qué son los fondos de inversión libre o «hedge funds»?

Una de las novedades más recientes en el mercado financiero español es el permiso para poder comercializar los fondos de gestión alternativa o «hedge funds». De esta forma, la legislación de nuestro país se equipara a la de naciones como Irlanda, Luxemburgo y Francia. Estos fondos se caracterizan por una gran libertad en el desarrollo de su política de inversión y una mayor flexibilidad en el cumplimiento de los requisitos de información y liquidez.

El éxito de los fondos de gestión alternativa (fondos de inversión libre o «hedge funds») en otros países reside en su promesa de ofrecer un rendimiento positivo de forma consistente en el tiempo, con independencia de lo que hagan los mercados. Al mismo tiempo,

el gestor intenta limitar las pérdidas (en ocasiones muy cuantiosas) que el fondo pueda tener en un determinado periodo. Para ello, utilizan estrategias de inversión muy diversas, que requieren una gestión muy dinámica (estrategias de arbitraje, estrategias global macro, estrategias alcistas/bajistas...). También suelen recurrir al apalancamiento (realizan inversiones por encima de su patrimonio, para las que tienen que recurrir al endeudamiento).

Un aspecto que debe tener en cuenta el inversor que desee entrar en los fondos de inversión libre es su menor liquidez. Estos productos quedan eximidos de dar el valor liquidativo y permitir las suscripciones y reembolsos de forma diaria. Las entidades ven cumplido así una de sus principales demandas: asimilar la liquidez de los fondos de inversión libre españoles a la de los «hedge funds» internacionales.

Las gestoras podrán, además, establecer reembolsos mensuales, trimestrales o semestrales, aunque el periodo de publicación de valores liquidativos y de suscripción sea diferente. Es decir, una entidad puede facilitar los valores liquidativos del fondo una vez al mes, pero sólo permitir el reembolso una vez al semestre.

Las gestoras también podrán suspender el reembolso de participaciones por un periodo de hasta dos años desde la fecha de su suscripción y podrán establecer un límite máximo al importe que se reembolse en una determinada fecha.

Los inversores, cuando quieran vender sus participaciones, deberán, además, realizar un preaviso. Éste puede llegar a ser de tres meses. Este plazo es el que pueden tomarse las entidades para realizar el reembolso.

Todas esas exigencias son de aplicación en los fondos de inversión libre dirigidos a inversores cualificados (entidades de crédito, aseguradoras, fondos de pensiones, determinadas personas jurídicas y físicas con dilatada experiencia en los mercados financieros...) y los inversores que realicen un desembolso inicial mínimo de 50.000 euros. Deben contar con un mínimo de 25 accionistas o partícipes.

Existe una segunda categoría de «hedge funds», los fondos dirigidos al inversor particular (fondos de fondos de inversión libre), en los cuales el plazo máximo exigido para el preaviso de desinversión es de 15 días y las entidades tendrán 15 días más, como máximo, para ejecutar el pago del reembolso.

El objetivo perseguido es aplicar todos los requisitos exigidos a los «hedge funds» (excepto el del periodo de suspensión de la venta de dos años), pero con unos periodos de preaviso y reembolso más idóneos para el inversor minorista.

La gestión de los fondos de inversión libre y de los fondos de fondos no podrá hacerla cualquier entidad, sino una especialmente preparada para ello. El universo de activos en el que podrán invertir y las estrategias que se podrán utilizar así lo requiere.

12.11. ¿Qué son los fondos inmobiliarios?

Los fondos inmobiliarios son instituciones de inversión colectiva que invierten en inmuebles para su explotación por la vía del alquiler. Sus resultados los obtienen tanto de las rentas que generan por el alquiler, como de la evolución de los precios en venta de los inmuebles en los que han invertido.

A diferencia de los fondos mobiliarios, donde la liquidez es inmediata, los fondos inmobiliarios sólo están obligados a permitir las suscripciones y reembolsos una vez al año y a calcular el valor liquidativo con carácter mensual.

12.12. ¿Qué ventajas tienen las instituciones de inversión colectiva?

Los fondos y sociedades de inversión mobiliaria aportan al inversor una serie de ventajas que es preciso destacar:

a) La existencia de un fondo de valores común con un patrimonio elevado permite la diversificación del riesgo por la consecución de una cartera compensada.

b) La gestión encomendada a profesionales, que están integrados en la sociedad gestora, permite aprovechar los análisis e informes sobre empresas y valores y el personal especializado destinados a grandes masas de capital. Si estos esfuerzos debieran aplicarse a operaciones para pequeños inversores, serían antieconómicos.

c) La liquidez inmediata de la inversión en estas instituciones, que se realiza al valor liquidativo del día en que se pida el reembolso de participaciones o venta de acciones en bolsa.

d) La regulación de un sistema de control que garantiza la correcta gestión y administración del fondo o sociedad.

e) La fácil tramitación de la inversión y desinversión: basta solicitar la suscripción, en el caso de los fondos, o el reembolso.

f) La información trimestral y anual que recibe el partícipe sobre la composición del patrimonio del fondo y el estado de su inversión.

12.13. ¿Cuál es el tratamiento fiscal de las inversiones en las instituciones de inversión colectiva?

La Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 2010, supuso un cambio muy importante para la fiscalidad de todo el ahorro, incluido el gestionado a través de los fondos de inversión. Lo más relevante de esta modificación normativa es un incremento del tipo de gravamen sobre la base del ahorro: del 18 por ciento hasta el 19 por ciento para los primeros 6.000 euros de plusvalías y hasta el 21 por ciento de los 6.000 euros en adelante.

Pero, en todo caso, se mantienen los conceptos básicos que existían en la legislación fiscal previa al año 2010:

- **Momento de la tributación:** el partícipe de un fondo de inversión no tributa hasta que se produce el reembolso. Esto le permite elegir el momento que más le conviene para tributar por los resultados obtenidos. El reembolso genera, en el ejercicio en el que se produce, una ganancia o pérdida patrimonial. Si el partícipe suscribió participaciones de un mismo fondo en momentos diferentes, se consideran como primeras participaciones reembolsadas las adquiridas en primer lugar.

- **Cantidad por la que se tributa:** la cuantía de la plusvalía o minusvalía obtenida al reembolsar las participaciones es la diferencia entre el valor de adquisición y el de reembolso. Esta plusvalía o minusvalía se considera variación patrimonial y no rendimiento de capital mobiliario.

Pero un elemento todavía más importante vino con la modificación legislativa de 2003 y que supuso la eliminación de la obligación de tributar cuando se trasladan los ahorros de una institución de inversión colectiva a otra. El traspaso no se considera venta o reembolso. De ser así, sí habría que tributar. Pero es que la operación se realiza sin que el inversor pueda disponer del dinero. Para poder

acogerse a esa exención por cambio, el producto implicado debe cumplir una serie de requisitos en función de que se estructure en forma de fondo o de sicav: la Ley señala que la eliminación del peaje fiscal se aplicará siempre que la operación afecte a instituciones de inversión colectiva con forma de fondo. Si la operación afecta a sociedades de inversión colectiva nacionales o extranjeras (sicav acogidas a la directiva comunitaria), estas instituciones y sus partícipes o accionistas deberán cumplir los siguientes requisitos:

- Que el número de socios de la institución cuyas acciones se transmitan sea superior a 500.
- Que el contribuyente no haya participado, en algún momento dentro de los doce meses anteriores a la fecha del cambio, en más del 5 por ciento del capital de la institución de inversión colectiva.

Esta ventaja fiscal de los fondos de inversión se hace valer ahora más que nunca, después del incremento de los impuestos sobre el ahorro, en especial si lo comparamos con otros productos financieros, que no pueden acogerse a este diferimiento fiscal.

¿Cómo invertir en mercados exteriores?

- 13.1. ¿Se puede invertir en bolsas y fondos extranjeros?
- 13.2. ¿Cómo ha afectado a las bolsas europeas la introducción de la moneda única?
- 13.3. ¿Se creará una bolsa única europea?
- 13.4. La globalización de los mercados de derivados
- 13.5. Los mercados de divisas
- 13.6. ¿Qué es la bolsa «on-line»?

13 ¿Cómo invertir en mercados exteriores?

13.1. ¿Se puede invertir en bolsas y fondos extranjeros?

Es libre para los residentes en España la adquisición y suscripción de acciones de sociedades extranjeras y derechos de suscripción y de valores negociables representativos de empréstitos, así como la participación en fondos extranjeros de inversión colectiva. Estos fondos deben estar debidamente constituidos conforme a la legislación del país de que se trate, y con difusión pública y regular de precios a través de medios de información general.

Es libre la comercialización en España de las acciones y participaciones de las instituciones de inversión colectiva autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea de acuerdo con la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios. Aunque la institución de inversión colectiva deberá respetar las disposiciones normativas vigentes en España que no entren dentro de la directiva anterior, así como las normas que regulan la publicidad en España. De hecho, la institución de inversión colectiva deberá enviar a la CNMV el folleto completo y simplificado. Además, deberá probar que cumple con la directiva anterior y con la normativa de su país de origen. Finalmente, para que la institución de inversión colectiva pueda comercializar sus acciones o participaciones en España será preciso que sea expresamente autorizada a tal fin por la CNVM y que quede inscrita en sus registros.

En conclusión, cuando la institución de inversión colectiva extranjera toma la estructura de un fondo, su reglamentación y características son las mismas que las de un fondo de inversión español.

Las SICAV y fondos extranjeros que se comercializan en España actualmente tienen su domicilio en países pertenecientes a la Unión Europea. Si cumplen con determinados requisitos contenidos en la legislación comunitaria (Directiva 85/611/CEE sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios –OICVM o UCIT–), los productos domiciliados en esas áreas reciben el pasaporte comunitario. Este pasaporte permite la distribución de esas instituciones de inversión colectiva en todos los países de la Unión, independientemente que en esas zonas esté, o no esté, permitida la inversión en

un determinado mercado para los productos que tienen el carácter de nacionales.

A través de las SICAV y fondos extranjeros se puede invertir tanto en mercados de valores de renta fija y variable pertenecientes a economías desarrolladas, como son las de América del Norte (Estados Unidos y Canadá) y Europa Comunitaria, como en economías emergentes, como pueden ser las de los países de Latinoamérica, Europa del Este, el sudeste asiático o África. Las carteras de estos productos pueden estar denominadas en euros o en las divisas correspondientes al mercado de referencia (dólares, yenes, francos suizos, etc.).

Las SICAV y fondos extranjeros comercializados en España deben cumplir una serie de requisitos sobre protección al partícipe. Estas normas se pueden agrupar del modo siguiente:

Límites generales de inversión para evitar la concentración de riesgos. Por lo general, las SICAV pueden invertir en:

a) Valores negociables admitidos a cotización oficial en una bolsa de cualquier Estado miembro de la Unión Europea.

b) Valores que se negocien en cualquier otro mercado regulado que opere regularmente y sea un mercado reconocido y abierto al público en cualquier estado de la Unión Europea.

c) Valores negociables admitidos a cotización oficial en cualquier bolsa de valores reconocida o que se negocien en cualquier otro mercado regulado que opere con asiduidad y sea un mercado reconocido y abierto al público de cualquier país de Europa, Asia, Oceanía, América o África, siempre que haya sido aprobado por las autoridades competentes o esté previsto por la ley y/o el reglamento del fondo o documentos constitutivos de la SICAV.

d) En valores negociables de reciente emisión, siempre que las condiciones de emisión incluyan el compromiso de solicitud de la obtención, en el plazo de un año a partir de la emisión, de la admisión a cotización en cualquiera de las bolsas de valores u otros mercados regulados a que ha hecho referencia.

Por tanto, el inversor español puede acceder libremente a los mercados bursátiles internacionales y a instituciones de inversión colectiva extranjeras. Y además debe hacerlo en un proceso de diversificación de sus carteras de valores o fondos para aprovechar los momentos alcistas de otros mercados o de sus monedas.

Los inconvenientes de esta diversificación radican en los altos costes de los intermediarios exteriores, las elevadas comisiones de cambio de divisas que aplican los bancos y la dificultad añadida de no conocer y de analizar los mercados bursátiles exteriores y de divisas.

Conviene que quien se aventure en este tipo de inversión o bien acuda a fondos internacionales registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y comercializados en España, o bien invierta por medio de empresas de servicios de inversión que tengan buenos departamentos internacionales, o acuerdos de representación con intermediarios o «brokers» extranjeros, que a su vez sean reconocidos especialistas en mercados exteriores. Incluso puede ser recomendable colocar el dinero en algunas sucursales de grandes casas de bolsa extranjeras que actúan como empresas de servicios de inversión en España. En cualquier caso, no se deje sorprender por multitud de ofertas de altas rentabilidades en mercados exteriores, porque puede peligrar el dinero depositado en intermediarios no habilitados o fondos no registrados. Acuda siempre a las sociedades y agencias de valores autorizadas y a las entidades financieras para realizar este tipo de operaciones internacionales.

13.2. ¿Cómo ha afectado a las bolsas europeas la introducción de la moneda única?

La introducción del euro en los mercados bursátiles del Viejo Continente se produjo el 1 de enero de 1999. Esta unificación monetaria a escala bursátil ha supuesto cambios en el funcionamiento de las bolsas europeas (con la gran excepción del Reino Unido, que todavía no ha adoptado el euro) en la medida en que han desaparecido las barreras monetarias.

Este hecho se ha traducido en una mayor globalización de la inversión y una mayor interconexión entre los distintos mercados.

Además, la implantación del euro ha evitado los tradicionales riesgos derivados del cambio de divisas y los costes de cambio de las mismas, al establecerse en los distintos mercados bursátiles europeos la expresión del precio o cotización bursátil en euros.

La fijación del precio de las acciones en euros, la publicación de los resultados empresariales expresados en la moneda única europea y la eliminación del riesgo de cambio ha supuesto indudablemente

una mayor transparencia en los mercados europeos. La homogeneización de los datos económicos de las empresas bursátiles europeas y la mayor uniformidad europea del tratamiento fiscal de las inversiones ha permitido al inversor bursátil europeo el acceso hacia un mercado más amplio, más diversificado y menos fragmentado nacionalmente. En la actualidad, la zona euro se considera como una unidad geográfica única y como un área única de inversión.

Con la introducción del euro en los mercados bursátiles, las carteras de los inversores institucionales nacionales y también las de los particulares se han diversificado considerablemente en los dos últimos años al acudir crecientemente a los mercados externos europeos. Asimismo, el enfoque de inversión de los gestores de carteras y de los asesores de inversión se dirige ahora hacia una selección de los valores por sectores, en lugar de la tradicional selección por países. Hasta ahora, la fortaleza o debilidad de la divisa del país destinatario de la inversión bursátil era un factor analizado por los gestores.

La implantación de la moneda única ha provocado, además, una mayor competitividad de los mercados, lo que ha permitido una mejora en los sistemas operativos de los distintos mercados nacionales y una bajada de costes para la inversión bursátil (las comisiones se han reducido sustancialmente en estos dos años).

La implantación del euro en las bolsas europeas ha permitido la masiva utilización de los índices bursátiles europeos de referencia (sobre todo los índices europeos Stoxx), que en la actualidad son la principal referencia para los productos estructurados de renta variable europeos.

La sustitución de las monedas nacionales por el euro ha incrementado, en suma, la eficacia de los sistemas financieros europeos. El euro se ha convertido en alternativa y competencia del dólar, con lo cual se ha robustecido la posición de los mercados de valores europeos en el entorno financiero internacional, al actuar la moneda única europea como moneda refugio o de reserva y moneda fuerte dentro de la economía mundial. La puesta en circulación del euro, desde el uno de enero del 2002, ha reforzado su papel de divisa de referencia a escala mundial y de competidora del dólar.

Con el estallido de la última crisis económica, han sido muchas las voces críticas que han surgido contra el euro. Unos, porque ase-

guran que aplicar una única política monetaria a economías que se encuentran en diferentes momentos del ciclo económico ha sido pernicioso para algunos países, entre los que se encontraría España. Además, estas voces críticas consideran que, para que tuviera un verdadero éxito, además de armonizarse la política monetaria, deberían hacerlo otras como la fiscal o la laboral. Pero fue la crisis de la deuda griega la que de verdad puso en cuestión al euro.

13.3. ¿Se creará una bolsa única europea?

En el mes de mayo de 1999, las principales bolsas europeas (Londres, Francfort, París, Madrid, Milán, Zúrich, Amsterdam y Bruselas) firmaron un protocolo para crear una plataforma única de contratación de grandes valores con normas y regulación comunes.

Euronext fue el primer mercado paneuropeo nacido de la integración de las bolsas de Amsterdam, Bruselas, París y Lisboa. Euronext se constituyó jurídicamente el 22 de septiembre del 2000 y se puso en funcionamiento en enero del 2001. Además, gestiona en Londres el mercado de derivados Liffe.

Es, hasta el momento, el único proyecto de unificación de mercados bursátiles a escala europea que ha visto definitivamente la luz, después del fracaso de iX (alianza entre las bolsas de Londres y Francfort) y de la actual paralización que vive el proyecto de «bolsa paneuropea», debido a los intereses contrapuestos de los dos grandes mercados del Viejo Continente (París y Francfort).

Sin embargo, y tras la decisión de salir a cotizar en bolsa de los principales mercados europeos, la posibilidad de que se produzcan proyectos de integración parece cada día más factible. De hecho, en los primeros meses del ejercicio 2006, la Bolsa de Londres (London Stock Exchange o LSE) ha recibido numerosas ofertas de compra (OPAs), incluso procedentes de fuera de las fronteras europeas. Tanto el mercado electrónico estadounidense, Nasdaq, como la Bolsa de Nueva York, mostraron interés por tomar su control. Al final, ganó el New York Stock Exchange (NYSE). NYSE y Euronext anunciaban en mayo de 2006 un acuerdo para combinar las dos plataformas en lo que se calificó como una fusión entre iguales. La fusión cristalizó en la primavera del año 2007 en una operación valorada en 10.700 millones de euros. Con ella, nacía el primer operador bursátil

intercontinental y el más grande del mundo en términos de capitalización: NYSE-Euronext.

Un año después, el consejo de administración de la Bolsa de Milán aprobaba su fusión con el mercado de Londres en una operación valorada en 1.600 millones de euros. La integración de los dos mercados se realizó mediante una ampliación de capital por parte de la Bolsa de Londres por valor de esos 1.600 millones de euros y que sólo estaría reservada a los socios del mercado de Milán que, de esta manera, quedaba absorbido. Con esta operación, se frustraba una propuesta similar del consorcio bursátil NYSE-Euronext y, también, dos tentativas de fusión entre la bolsa italiana y alemana que no llegaron a buen puerto.

Las únicas grandes bolsas europeas que aún caminan de manera independiente son la alemana y la española.

A la espera de la creación de una futura bolsa única europea, los gestores y analistas tienen como referencia índices representativos del conjunto de valores más significativos del área del euro: el Euro Stoxx 50, que agrupa a los 50 principales valores del área del euro y que se ha convertido en la referencia paneuropea más seguida por los fondos de inversión y de cartera; el Euro Top 100, que recoge los 100 valores europeos más importantes, y el Euro Top 300, que agrupa los 300 valores más destacados de todas las bolsas europeas.

La integración del mercado bursátil europeo no supondría una desaparición de las bolsas nacionales, pues a este mercado europeo, cuya localización geográfica es indiferente por los sistemas de comunicación e informáticos existentes, acudirían las grandes empresas europeas de gran volumen de capitalización bursátil y alta contratación, de modo que las bolsas nacionales quedarán como centros de contratación regionales en donde se negociarían los valores emitidos por las empresas que no tengan dimensión europea. Esta situación, de hecho, se produce ya y las grandes empresas europeas están cotizando en las principales bolsas mundiales. Las compañías que, por su dimensión, no accedan al espacio bursátil europeo, seguirán siendo objeto de negociación en las bolsas nacionales donde tengan sus valores admitidos. Estas compañías podrán ser el destino de la inversión institucional europea cuando se trate de fondos especializados en sectores determinados o en pequeñas y medianas empresas.

13.4. La globalización de los mercados de derivados

MEFF lleva bastante tiempo cerrando acuerdos con otras plataformas internacionales, que han permitido a los miembros del mercado a acceder a la negociación y liquidación de multitud de nuevos productos financieros. Un ejemplo es la creación de MEFF EURO-SERVICES (EUROMEFF), que es una Sociedad de Valores creada por MEFF Holding, a través de la cual los miembros de MEFF y sus clientes pueden negociar algunos de los productos de EUREX. Esta sociedad tiene como actividad canalizar la operativa en mercados extranjeros de instrumentos derivados. De este modo, los contratos alemanes que se negocien a través de las pantallas de MEFF serán liquidados en EUROMEFF. Así se pone al alcance de los miembros de MEFF la contratación y liquidación de los derivados de otros países de la zona euro mediante el sistema informático y los procedimientos que ya se encuentran a su disposición. A través de las terminales de MEFF, el inversor tendrá acceso a los contratos de mercados como Bund EUREX, Bobl EUREX, Schatz EUREX, Stoxx EUREX, EuroStoxx EUREX y Dax EUREX.

Otra de las alianzas que se ha desarrollado es Globex Alliance. Los otros mercados asociados a MEFF en Globex, que interconecta mercados financieros a escala mundial, son: el Chicago Mercantile Exchange (CME), ParisBourseSBFSA, el Mercado de Derivados de la Bolsa de Singapur (SGX-DT), la Bolsa de Mercadorías y Futuros de Brasil (BM&F) y la Bolsa de Montreal.

13.5. Los mercados de divisas

Una forma de invertir en el exterior es comprando divisas diferentes al euro. Algo que desconocen la mayoría de los inversores es el hecho de que el volumen de contratación de los mercados de divisas es el mayor de todos los otros mercados, como por ejemplo, el de acciones, el de renta fija o el de derivados. Este es un mercado interbancario por excelencia y los bancos actúan tanto por cuenta propia como ajena. Los mayores centros de contratación son Londres, Nueva York y Tokio, pero hoy en día entidades financieras de todo el mundo contratan con otros electrónicamente. Para ello, los bancos otorgan límites máximos de contratación en función de sus respectivos balances. Así, un banco pequeño podrá estar dispuesto a contratar compraventas de divisas

con un banco grande por importes mayores de los que esté dispuesto a hacerlo el banco mayor con el pequeño.

Estas facilidades o líneas tienen carácter contractual y en ellas se especifican las personas autorizadas a operar en nombre del banco y las condiciones generales de operación. Los departamentos de extranjero de las entidades usan líneas indistintamente para compraventas de divisas por cuenta propia o de sus clientes. Estos departamentos están integrados por especialistas en divisas que ejecutan las ordenes de sus clientes, bien como agentes comprando o vendiendo las divisas a otro banco y cobrando una comisión o como principales, es decir, vendiendo o adquiriendo las divisas a sus clientes de su «inventario». En el primer caso, la entidad no corre ningún riesgo y en el segundo, lo hace con la idea de obtener algún beneficio.

Las operaciones en divisas, «Foreing Exchange» en inglés y en el argot bancario «FOREX», pueden ser al contado o a plazo. En el segundo caso, la valoración es función del cambio entre las divisas al contado y de los intereses aplicables a ambas. La compraventa de divisas a plazo es la base del «seguro de cambio», una herramienta habitualmente utilizada en el comercio internacional.

13.6. ¿Qué es la bolsa «on-line»?

La creciente popularización de internet en los últimos años ha propiciado que la negociación de valores se haya introducido también en este sistema informático mundial de comunicaciones.

A través de los numerosos portales financieros que hay en internet, se puede acceder a una amplia información financiera y bursátil de todos los mercados de valores del mundo. La información de los mercados bursátiles a través de esta autopista de la comunicación global ha ido creciendo en los últimos tiempos.

Desde una información en tiempo real de las cotizaciones de las distintas bolsas se ha ido evolucionando hacia una información más centrada en el análisis fundamental y técnico de valores (análisis con un componente más cualitativo), con numerosas recomendaciones de inversión de prestigiosos analistas de distintas casas de valores, y la creación de foros, debates y opiniones de «internautas» sobre la marcha de los mercados de valores (estos servicios financieros de elevado valor añadido los ofrece finanzas.com, el portal financiero de Vocento).

Respecto a la negociación bursátil por internet, la inmensa mayoría de entidades financieras y españolas que operan en España ofrecen a sus clientes la posibilidad de comprar y vender acciones a través de internet. La operativa bursátil a través de la Red permite al inversor una mayor agilidad a la hora de tomar decisiones de inversión respecto a la operativa tradicional y, sobre todo, unas comisiones sensiblemente más reducidas que la operativa tradicional. El inversor puede contratar por internet (a través de los «brokers on line»), aparte de valores españoles y extranjeros, «warrants», futuros y productos derivados.

En Estados Unidos, en la actualidad alrededor de la mitad de las operaciones en bolsa de inversores particulares se realiza «on line», lo que ha provocado que los principales intermediarios bursátiles hayan potenciado en los últimos años sus servicios de intermediación bursátil por internet.

