



finanzas  
**INVERSIÓN**



# Manual de la inversión en bolsa

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



# Manual de la inversión en bolsa

Octava edición  
(ampliada, revisada y actualizada)

TOMO I

Responsables de esta reedición:  
Cristina Vallejo y Óscar Torres

**Cristina Vallejo**, redactora de «INVERSIÓN» desde 2005, es Licenciada en Ciencias de la Información por la Universidad Complutense de Madrid, 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: 978-84-95858-96-2

Depósito Legal: M-20759-2010

## 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 Criteria, a una octava edición, revisada, ampliada y actualizada, de esta obra.

Esta renovada entrega del «**Manual de la inversión en bolsa**» se publica, en dos tomos, coincidiendo con la undécima edición de «**BOLSALIA**», el gran Salón de la Bolsa y Otros Mercados Financieros que organiza cada año en Madrid el semanario «**INVERSIÓN**». Y en un momento en que, pese a las turbulencias que han agitado en los últimos tiempos a los mercados, cada vez más inversores muestran su interés por el apasionante mundo de la renta variable.

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.



# Índice

<b>1. ¿Qué es el mercado de valores</b> .....	<b>9</b>
1.1. ¿Qué es la bolsa? .....	11
1.2. ¿Qué elementos integran el mercado de valores? .....	12
1.3. ¿Qué características tiene el mercado bursátil? .....	14
1.4. ¿Qué funciones desempeña la bolsa? .....	15
1.5. ¿Es la bolsa un mercado eficiente? .....	17
1.6. ¿Qué activos se negocian en bolsa? .....	18
<b>2. ¿Cómo funciona la bolsa española?</b> .....	<b>25</b>
2.1. ¿Cómo nació la bolsa española? .....	27
2.2. ¿Cuál es la organización del mercado bursátil? .....	27
2.3. ¿Qué otros mercados organizados existen en España? ..	29
2.4. ¿Qué sistemas de contratación existen en las bolsas españolas? .....	32
2.5. ¿Cuál es el sistema para controlar la fluctuación de los valores? .....	35
2.6. ¿Cómo se liquidan las operaciones bursátiles? .....	37
2.7. ¿Cómo se determina el precio en las compraventas de bolsa? .....	38
2.8. ¿Qué papel desempeña la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)? .....	38
2.9. ¿Qué recomendaciones realiza la CNMV al inversor? ..	39
2.10. ¿Con qué normativa se rige la bolsa? .....	40
<b>3. ¿Qué se debe tener en cuenta antes de invertir en bolsa?</b> ..	<b>43</b>
3.1. ¿Cómo interpretar el valor de una acción? .....	45
3.2. ¿Qué alternativas se analizan en la inversión bursátil? ..	46
3.3. ¿Cómo determinar el riesgo de la inversión? .....	46
3.4. ¿Qué es la liquidez de los valores? .....	47
3.5. ¿Qué rentabilidad cabe esperar de una inversión en acciones? .....	48
3.6. ¿Es necesario diversificar las inversiones? .....	50
3.7. ¿Cómo influye el plazo en la bolsa? .....	51
3.8. ¿Cuál debe ser el horizonte temporal de una inversión en bolsa? .....	52
3.9. ¿Qué fiscalidad se aplica a la inversión de una persona física en acciones? .....	53
3.10. ¿Qué consejos pueden darse al recién llegado a bolsa? ..	58

<b>4. ¿Qué información influye en la bolsa?</b> .....	<b>63</b>
4.1. La información: un elemento básico en la evolución del mercado bursátil .....	65
4.2. ¿Qué factores intrínsecos influyen en los precios? .....	66
4.3. ¿Qué factores extrínsecos influyen en los precios? .....	67
4.4. ¿Qué derecho a la información tiene el accionista? .....	74
4.5. Qué información deben tener los inversores antes de suscribir un fondo de inversión? .....	75
4.6. Deben informar al público las sociedades cotizadas en bolsa? .....	76
4.7. ¿Qué otras informaciones son precisas para invertir? ..	79
4.8. Qué obligaciones de información tiene el intermediario bursátil con su cliente? .....	80
4.9. Qué es la información privilegiada en el mercado de valores? .....	82
4.10. ¿Qué son las «murallas chinas»? .....	83
4.11. Las tres teorías de los mercados eficientes .....	84
4.12. ¿Qué es la estadística bursátil? .....	85
4.13. ¿Para qué sirven los índices de cotización? .....	86
4.14. Cuáles son los principales índices bursátiles españoles? .....	86
<b>5. ¿Cómo se opera en bolsa?</b> .....	<b>91</b>
5.1. ¿Qué es una operación de bolsa? .....	93
5.2. ¿A quién dirigirse para invertir en bolsa? .....	93
5.3. Qué otras entidades o personas están autorizadas para operar en el mercado? .....	97
5.4. ¿Cómo se opera a través de internet? .....	98
5.5. ¿Qué es un «chiringuito financiero»? .....	99
5.6. ¿Qué condiciones debe reunir un intermediario bursátil? .....	100
5.7. Cómo pueden ser los pactos, condiciones y contratos con el intermediario bursátil? .....	102
5.8. ¿Cómo se dan las órdenes de bolsa y cuál es su contenido? .....	103
5.9. Tipos de órdenes en el mercado continuo .....	105
5.10. ¿Cuáles son las obligaciones del comisionista («broker») miembro del mercado bursátil? .....	106

5.11. Está obligado el intermediario bursátil a aceptar todas las órdenes recibidas de sus clientes? .....	108
5.12. Qué obligaciones contrae el cliente con el intermediario bursátil?.....	108
5.13. ¿Cuál es la inversión mínima en bolsa?.....	108
5.14. Qué comisiones y gastos lleva consigo la contratación en bolsa? .....	109
5.15. ¿Hay que pagar al contado en bolsa?.....	111
5.16. ¿Se puede operar en bolsa a crédito?.....	112
5.17. ¿A quién se puede reclamar?.....	114

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

6.1. Qué papel representa el análisis en las decisiones de inversión en bolsa? .....	119
6.2. ¿En qué consiste el análisis fundamental? .....	120
6.3. Los estados financieros de las empresas .....	121
6.4. Cuáles son los ratios o coeficientes más utilizados en el análisis bursátil? .....	124
6.5. Los multiplicadores sobre el valor de la empresa .....	131
6.6. Ratios útiles para el análisis sectorial .....	132
6.7. La importancia de las nuevas normas de contabilidad internacional (NIFF) .....	134



---

## ¿Qué es el mercado de valores

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



## ■ ■ ¿Qué es el mercado de valores?

### 1.1. ¿Qué es la bolsa?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Estas distintas definiciones del mercado, como concepto genérico, nos llevan a distinguir cuatro órdenes perfectamente diferenciables que se incluyen en ese término:

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

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

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

c) Mercado paralelo o mercado no bursátil: es el mercado de valores de emisiones antiguas que no se canaliza a través de los mercados bursátiles organizados.

d) Mercado Alternativo Bursátil (MAB): se creó en 2005 y su desarrollo ha sido muy gradual. En un primer momento fue un sistema de financiación de las SICAVS y después se fue ampliando a entidades de capital riesgo, PYMES y empresas en expansión. En 2008, Zinkia, una productora de contenidos audiovisuales infantiles, fue la primera compañía en cotizar en este mercado. Su antecesor fue el actualmente extinto mercado secundario. Se creó para pequeñas y medianas empresas, que por su dimensión o volumen de contratación no pueden acceder al primer mercado secundario o mercado bursátil. Los requisitos que deben cumplir las empresas para cotizar en este mercado eran menos estrictas que en el primer mercado, una filosofía muy similar a la del MAB.

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

La determinación del concepto de mercado de valores puede realizarse por la descripción de los elementos integrantes del mismo:

a) Elementos personales, ya que en torno al mercado de valores se mueven los oferentes de capital o inversores (personas físicas o jurídicas) que acuden a colocar su dinero en valores emitidos por los demandantes de capital (empresas, instituciones públicas, etc.). Junto a estos elementos personales están quienes actúan como intermediarios financieros en el mercado y cuya función profesional es poner en relación a oferentes y demandantes. Pueden actuar por cuenta de terceros –Agencias de Valores y Bolsa–, o por cuenta propia y de terceros –Sociedades de Valores y Bolsa–. La Bolsa de Madrid es la que más miembros tiene. En abril de 2010, había regis-

tradas seis Agencias de Valores y Bolsa y 28 Sociedades de Valores y Bolsa. Desde el 1 de enero de 2000, las entidades de crédito también pueden ser miembros de la bolsa. En la actualidad, son 16 las entidades de crédito miembros de la Bolsa de Madrid.

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

c) Elementos formales, que están definidos por las formas y modos en que se realizan las transacciones en los mercados de valores. Estos modos vienen impuestos por la normativa que regula el funcionamiento del mercado de valores. Esta normativa es muy extensa en nuestro país y ha sufrido alteraciones importantes para adaptarla a las corrientes de los mercados de valores más desarrollados, con la implantación de modos de operar informáticos y continuos y con sistemas de liquidación y depósito de operaciones bursátiles más ágiles y más tecnificados. Con la implantación de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) se ha puesto fin al monopolio de BME en la gestión de plataformas de negociación bursátil. Ahora, los intermediarios de servicios financieros pueden acudir a otras plataformas como Turquoise o Chi-X.

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

Bancos y Cajas de Ahorro	7,6%
Compañías de seguros	2,0%
Familias	20,2%
Inversión colectiva	5,4%
Empresas no financieras	26,0%
No residentes	38,5%
Administraciones públicas	0,3%

Fuente: Bolsa de Madrid, año 2009.

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

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

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

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

c) Es un mercado organizado, ya que ofrece el lugar y los medios que permiten al conjunto de compradores y vendedores estar en contacto de manera regular. Además, dispone y garantiza el mecanismo necesario para la correcta conclusión de las transacciones. Se haya organizada la coincidencia de la oferta y demanda de los valores negociables.

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

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

f) La seguridad es una de sus notas más características, tanto en su sentido jurídico como económico. Se produce una regularidad de las operaciones y de los valores objeto de contratación y una garantía de la liquidación de los contratos.

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

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

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

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

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

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

d) Función de estimación. Esta función tiene dos vertientes: una general, que hace referencia a la bolsa como institución, y otra concreta, que se refiere a los valores que en ella se contratan.

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

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

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

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

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

g) Función de protección del ahorro frente a la subida de precios. La inversión en acciones permite al ahorro evitar la erosión monetaria, porque tales valores representan partes alícuotas de activos reales y, al haber inflación, el valor monetario de estos activos crece. Por tanto, lo normal es que el precio de las acciones aumente de for-

ma paralela a como lo hace el índice general de precios. Los estudios sobre la evolución a medio y largo plazo de los valores demuestran que la inversión en acciones puede suponer en procesos inflacionistas una defensa más eficaz que la inversión en renta fija.

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

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

Las condiciones de eficiencia de un mercado son básicamente:

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

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

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

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

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

6ª) La necesidad de una moderada especulación en el mercado, que implica que los especuladores (aquellos inversores que operan

con un horizonte de inversión muy corto en función del sesgo de determinadas noticias puntuales) pueden dar contrapartida y liquidez en los movimientos a corto plazo de los inversores a largo plazo. Si toda la inversión fuese a medio y largo plazo, sería difícil encontrar contrapartida en el momento para quien desease hacer liquidez. La especulación incrementa la actividad bursátil y favorece la oferta y demanda de valores negociables.

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

Todas estas condiciones definen el mercado eficiente. Existen incluso niveles de eficiencia: «débil», «intermedia» y «fuerte».

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

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

Entre los objetos de negociación bursátil, hay que distinguir:

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

a) Acciones: es el típico objeto de contratación en bolsa, hasta el punto que se identifica el mercado de acciones con el mercado bursátil. La mayor parte de las estadísticas bursátiles están referidas a este mercado. Las acciones son partes alícuotas del capital de una

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

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

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

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

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

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

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

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

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

e) Obligaciones y bonos convertibles: otorgan a sus tenedores, además del interés pactado en la emisión, el derecho a convertir, en las fechas previamente determinadas y con los precios de conversión establecidos, sus valores en acciones. Esto permite que el inversor transforme su posición de acreedor-obligacionista o bonista en otra de socio-accionista. La 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 instrumento financiero sustitutivo de las ampliaciones de capital, ya que ofrecen algunas ventajas frente a la emisión de deuda ordinaria. Entre otras, el emisor ofrece normalmente un tipo de interés o rentabilidad inferior frente a terceros. 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. No obstante, se corre el riesgo de que la rentabilidad del bono haya perdido su atractivo con respecto a otros activos de renta fija. Además, existen emisiones de bonos obligatoriamente convertibles, que pasan a ser acciones a vencimiento, lo quiera su titular o no. En este caso, el riesgo que asume el inversor es el de mercado. Si los títulos están a un precio demasiado bajo, se podría incurrir en pérdidas. Hay varios tipos de obligaciones convertibles. Conviene que quien esté interesado en invertir en productos de este tipo, se informe bien de su funcionamiento y tipología antes de colocar su dinero en él.

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

g) Participaciones de fondos de inversión: Valores negociables en bolsa y fuera de ella y que legitiman a sus titulares para el ejercicio de los derechos inherentes a su condición de partícipes del fondo. Se materializan en forma de certificados que son nominativos.

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

i) «Warrants»: son opciones financieras que cotizan en el mercado. Su poseedor tiene el derecho a comprar («call warrant») o vender («put warrant») un determinado activo subyacente a un precio fijado de antemano en una fecha determinada. Su coste es la prima y se expresa en euros. Su mayor ventaja es el llamado efecto apa-

lanzamiento, que consiste en la posibilidad de invertir una cantidad baja de dinero para adquirir un título que en Bolsa cotiza a precio superior. Los «warrants» pueden ofrecer mayor rentabilidad con una menor inversión, aunque también mayor riesgo (existe el peligro de llegar a perder la totalidad de lo invertido).

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

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

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

– Que la Deuda Pública o Fondos Públicos son valores emitidos por el Estado o Corporaciones Públicas y que confieren a su titular la condición de acreedor del Estado o de la Corporación Pública emisora. El titular adquiere el derecho a la restitución del capital nominal invertido y los intereses pactados en la emisión de la deuda. La ventaja de la Deuda Pública deviene de la propia garantía del Tesoro Público, que la hace más atractiva desde la perspectiva de la seguridad frente a las emisiones privadas (sin embargo, a cambio ofrecen una menor rentabilidad que los activos emitidos por las empresas). Sin embargo, la crisis financiera que estalló en 2008 ha demostrado que también existen riesgos en este tipo de emisiones. Las dudas con respecto a la economía griega durante 2010 elevaron el miedo a que este país incurriera en algún impago en los vencimientos de su deuda, lo que dio lugar a un plan de rescate sin precedentes en la Unión Europea, para salvaguardar la credibilidad de la deuda pública del Viejo Continente.

Desde el 1 de enero de 1999, todos los valores emitidos por el Estado tienen un nominal de 1.000 euros y son contratables a partir

de esta cantidad. Por tanto, esta medida unifica el valor nominal de los Bonos, Letras y Obligaciones. Existen, al igual que en las obligaciones, varias modalidades de emisión, pero, en estos momentos, en nuestro país podemos concretar que la Deuda Pública interior al alcance del inversor privado tiene estas tres formas:

– Letras del Tesoro: documentos que incorporan una promesa de pago a corto plazo por parte del Estado. Se emiten al descuento (modalidad de emisión propia de los valores que no tienen cupones periódicos), su precio de adquisición (interés) se determina en subasta, y carecen de retención fiscal. Sus vencimientos pueden ser a tres, seis, 12 ó 18 meses.

– Bonos del Estado: valores emitidos con vencimientos a dos, tres y cinco años, con valor nominal de 1.000 euros. Se emiten mediante subasta competitiva, que es un procedimiento de emisión en el que los inversores presentan sus peticiones al emisor, en las que se reflejan los precios que están dispuestos a pagar por los valores. El emisor decide el precio mínimo que acepta recibir, rechazando todas las peticiones a precios inferiores a éste. Los valores son, en consecuencia, adjudicados al mejor o mejores postores.

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

Existen también, como ya se ha dicho, emisiones de valores de otras instituciones públicas como ayuntamientos, comunidades autónomas, empresas públicas, etc. En total, en 2009 se negociaron dos billones de euros en el mercado de deuda pública de la central de anotaciones, según datos facilitados por la Bolsa de Madrid.

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



# 2

## ¿Cómo funciona la bolsa española

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



## ¿Cómo funciona la bolsa española?

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

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

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

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

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

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

sas. El SIBE fue desarrollado por la Bolsa de Madrid. Comenzó a funcionar en septiembre de 1995, con 50 valores, y empezó a ser totalmente operativo a partir de noviembre de ese mismo año, al incorporarse el resto de valores del mercado continuo. El SIBE sustituyó al viejo sistema de contratación CATS, que había comenzado su andadura en 1988.

Para compensar y liquidar las operaciones se creó otra sociedad anónima: el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), que tras su fusión con la Central de Anotaciones del Banco de España, ha pasado a denominarse Iberclear. Sus funciones son la compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en las bolsas y el registro contable de los valores negociables por anotaciones en cuenta. Todas estas sociedades pertenecen actualmente a Bolsas y Mercados Españoles (BME), una compañía que cotiza en el mercado desde 2006, y que, como ya se ha mencionado anteriormente, disfrutó de monopolio en sus funciones hasta 2008. Actualmente, la normativa europea de mercados financieros (MiFID), permite a otras plataformas de negociación bursátil, como Turquoise o Chi-X, funcionar en el mercado español como alternativa a la gestión de BME. El objetivo final de la normativa es incrementar la competencia en el sector para reducir las comisiones de negociación en los mercados.

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

2.b) Unificación de mercados. Las sociedades rectoras de las cuatro bolsas españolas, los mercados de renta fija AIAF y SENAF, el de futuros financieros MEFF y los servicios de liquidación se han integrado en la misma sociedad «holding» BME. Con ella se materializó el protocolo de intenciones firmado el 20 de junio de 2001. Este «holding» engloba las diferentes actividades de los mercados españoles, desde la negociación hasta la liquidación.

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

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

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

2) El mercado hipotecario: como su propio nombre indica, es el mercado creado en 1981 para la compraventa de títulos hipotecarios (cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios y participaciones hipotecarias). Participan en este mercado las entidades financieras y las sociedades de crédito hipotecario. Para asegurar la liquidez de los títulos existen los fondos de regulación del mercado, que actúan ofreciendo contrapartidas.

3) El MAB: Se creó en 2005 como sistema de financiación de las SICAVs. Después se fue ampliando a entidades de capital riesgo, PY-MEs, sociedades de inversión libre y empresas en expansión. En el verano de 2008, Zinkia, una productora de contenidos audiovisuales infantiles, fue la primera compañía en cotizar en este mercado. Con él se pretende facilitar el acceso a la financiación a pequeñas y medianas empresas con un consistente plan de expansión, que por su dimensión no podrían acudir al primer mercado o bolsa. Como requisito básico, el MAB exige colocar en el mercado un mínimo de 2 millones de euros del capital de la compañía en bolsa. Dado el poco volumen de

negocio de estos valores, la contratación de sus títulos se realiza a través de un sistema de fijación de precios conocido como «fixing». La oferta y demanda se confrontan en dos momentos del día (a las 12.00 y a las 16.00) para determinar al precio de cada título. No obstante, la Comisión de Supervisión del Mercado puede decidir que alguno de los valores pueda tener un periodo de mercado abierto, si su liquidez y difusión lo permiten. Debido al poco éxito de su predecesor, el Segundo Mercado, Gobierno y autonomías están poniendo en marcha incentivos fiscales y ayudas para que las empresas se animen a cotizar en el MAB, así como para atraer capital de inversores. Sin embargo, un buen número de expertos considera que todavía hay mucho camino por recorrer para alcanzar el grado de desarrollo de sus homólogos en el extranjero como el Alternext, de Francia, o el AIM británico, donde cotizan en torno a 1.400 compañías. En abril de 2010, en el MAB fluctuaban los títulos de cuatro empresas.

4) El mercado de productos derivados: en 1992 se concede a MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros, SA) la condición de mercado secundario oficial de futuros y opciones. MEFF Renta Fija se encarga de la contratación de derivados sobre activos de renta fija. MEFF Renta Variable realiza el mismo cometido con los derivados sobre activos de renta variable. Finalmente, ambos están fusionados en una única sociedad, después de que MEFF, AIAF y SENAF decidieran integrarse en un único «holding». Es un mercado oficial y, por lo tanto, está totalmente regulado, controlado y supervisado por las autoridades económicas (Comisión Nacional del Mercado de Valores y Ministerio de Economía). Cualquier persona, física o jurídica, española o extranjera, puede ser cliente y operar en MEFF, realizando compras y ventas de futuros y opciones. El procedimiento es sencillo. Basta con la simple apertura de una cuenta corriente con un intermediario financiero.

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

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

Una opción es un contrato entre dos partes, por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio y en un momento futuro. La decisión de ejecutarlo o no es derecho de una de las partes que lo adquirió mediante el pago a la otra de una prima. Estos contratos se negocian en un mercado organizado cuya rectora los registra, compensa y liquida actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el comprador. Actualmente, se negocian en España opciones sobre el futuro Mini Ibex-35, opciones sobre acciones (Abertis, Accinox, Banco Popular, Bankinter, BBVA, Gas Natural, Iberdrola, Inditex, Indra, Repsol-YPF, Santander, Sogecable, Telefónica). Todas las opciones sobre el Ibex-35 tendrán un multiplicador de 1 euro. Por tanto, el precio efectivo en euros de una opción será igual a la prima cotizada multiplicada por 1 euro. En el caso de las opciones sobre acciones, el nominal es de 100 acciones por contrato. Es decir, el precio de un contrato de opciones sobre acciones con una

prima, por ejemplo, de 1,5 euros será:  $100 \times 1,5 = 150$  euros. En abril de 2010, el Ministerio de Economía y el Tesoro trabajaban en un cambio legislativo para ampliar la gama de subyacentes de MEFF. Hasta ese momento, sólo se podían realizar emisiones sobre activos financieros, acciones, índices y bonos. La intención de la reforma es que MEFF pueda ejercer de cámara de contrapartida para derivados sobre nuevos productos que cotizan en mercados OTC (Over The Counter), que se basan en acuerdos bilaterales en los que existía el riesgo de que una de las partes no cumpliera. De esta manera, con una cámara de contrapartida se eliminaría el riesgo.

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

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

4.a) Hasta 2009, la tradicional contratación de viva voz convivía con el sistema electrónico. Hasta ese mismo año se mantuvieron los históricos corros de bolsa, pero el escaso volumen negociado en ellos provocó su desaparición. En su lugar, los pequeños valores que se intercambiaban con este sistema han pasado a cotizar en los llamados corros electrónicos. Los inversores pueden contratar en este mercado de lunes a viernes entre las 8:30 y las 16:00, en la modalidad «fixing» (los precios se fijan en dos momentos del día: a las 12:00 y a las 16:00). No obstante, conviene señalar que la contratación de viva voz fue el sistema tradicional de inversión en bolsa hasta la implantación en 1989 de los sistemas de contratación informáticos. Consistía en una subasta abierta entre los distintos miembros del mercado, en corro para los distintos valores, y con horario limitado para cada sector de valores. La confrontación de las distintas posturas de oferta y demanda de valores manifestadas públicamente da

origen al cambio o cotización cuando se produce el acuerdo. Este sistema se empleaba en los recintos de las cuatro bolsas españolas. Actualmente, la bolsa, como espacio físico en el que se reúnen compradores y vendedores, ha desaparecido en España. Es un mercado único para cada valor contratado, con la fijación de un precio único en un instante determinado por la confluencia de todas las ofertas y demandas sobre dicho valor en un solo punto de contratación.

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

4.b) Horarios de contratación. Tras una subasta de apertura de media hora, que comienza a las ocho y media, la negociación informática asistida por ordenador comienza a las nueve de la mañana y finaliza a las cinco y media de la tarde, lo cual permite incrementar la agilidad del mercado y aumentar su transparencia. Se pueden introducir órdenes sobre cualquier valor en cualquier momento, desde

la preapertura al cierre del mercado. Durante este periodo de ocho horas y media se cruzan operaciones continuamente. La sesión finaliza con una subasta de cinco minutos, entre las 17:30 y las 17:35 horas y con un cierre aleatorio de 30 segundos.

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

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

b) El mercado de bloques de acciones es un mercado diseñado para la negociación de operaciones de elevado volumen. Es una modalidad en la que las órdenes de compra o venta se casan a través de la introducción de precios y no de órdenes. Está dirigido a los inversores institucionales (los minoristas no pueden participar) que operan con grandes paquetes de títulos que no han encontrado contrapartida en el mercado o que se cruzan a cambio convenido entre las partes fuera del mercado. La difusión informativa del mercado en tiempo real, a través de redifusores, permite que los inversores en este mercado conozcan al instante las posiciones compradoras y vendedoras que están introducidas en el mismo, lo que lo hace un mercado transparente desde el punto de vista informativo. Dentro del mercado de bloques hay dos modalidades: bloques convenidos y bloques por precios. El primero se utiliza para comunicar bloques previamente casados, y el segundo se usa para negociar y comunicar bloques de acciones con una variación de precios del 15 por ciento respecto al precio de referencia.

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

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

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

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

Por otro lado, el cambio introducido por la Sociedad de Bolsas el 14 de mayo del 2001 para controlar las fluctuaciones diarias de los valores fue decisivo. Hasta entonces, el límite de variación máxima permitida reglamentariamente en la cotización de un valor en una sola sesión era del 15 por ciento (excepto en los valores del extinto Nuevo Mercado, donde podían oscilar hasta un 25 por ciento).

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

1) El rango estático hace referencia a la variación máxima que puede tener un valor respecto al precio de apertura. Los rangos oscilan del 4 al 8 por ciento. Para las empresas del Latibex (el mercado de valores latinoamericanos en euros) es del 8 por ciento. Cuando los valores alcanzan estos límites de fluctuación, se suspenden las operaciones de compra/ venta y comienza un periodo de subasta

donde se obtiene un nuevo precio, que pasa a ser el de referencia. Si el valor volviera a superar el nuevo límite se iniciaría una nueva subasta, y así sucesivamente. En las subastas se introducen, modifican y cancelan órdenes pero no se cruzan operaciones, mientras que en la negociación continua sí se realizan negociaciones. El sistema de negociación no permitirá la entrada de órdenes limitadas de compra por encima del precio estático más el rango estático ni de las órdenes de venta por debajo del precio estático menos el rango estático.

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

Todos los rangos dinámicos como los estáticos van a ser públicos y se actualizarán cada mes.

Por tanto, desde la entrada en vigor de esta nueva normativa, las fluctuaciones diarias de los valores son más lentas y complicadas, pero no tienen límites ni de bajada ni de subida.

En el mercado informatizado, la desproporción de las partidas (de compra o de venta) puede obligar a retrasar el horario normal de «apertura» del valor, que incluso puede quedarse sin cotizar. En algunos casos especiales, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) puede llegar a suspender la cotización de algunas empresas. Este hecho ocurre cuando se anuncia por parte de la empresa

medidas que pueden afectar sensiblemente a los accionistas de la empresa, como puede ser el anuncio de una fusión o el de una OPA (Oferta Pública de Adquisición de Acciones).

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

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

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

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

c) Prestar servicios técnicos y operativos directamente relacionados con los de registro, compensación y liquidación de valores, y cualesquiera otros requeridos para que Iberclear colabore y coordine sus actuaciones con otros ámbitos y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y pueda participar en estos últimos.

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

El futuro de la compensación y liquidación de valores pasa por la integración en el plano internacional. El Parlamento Europeo aboga por que sea el propio mercado el que defina el modelo preferido en este sector. Del mismo modo, urge a la Comisión Europea a que se preserve la competencia de una forma proactiva y se impulsa el desmantelamiento de las denominadas 15 «Barreras de Giovannini»,

que dificultan la eficacia del servicio de liquidación y compensación de valores a nivel europeo. Asimismo, desde la Comisión Europea, en el grupo de trabajo de alto nivel denominado CESAME, en el cual participa Iberclear, se está impulsando el desmantelamiento de dichas barreras. El objetivo es acabar con ellas antes de 2011, pero algunos expertos consideran que habrá que ampliar esa fecha límite.

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

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

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

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) actúa como órgano de vigilancia y control. Tiene encomendadas las funciones de supervisión e inspección de los mercados y de la actividad de cuantas personas se relacionan en la negociación en las bolsas. Ejerce su potestad sancionadora en caso de incumplimiento de las normas del mercado.

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

La Comisión puede dictar disposiciones en forma de circulares que son de obligado cumplimiento por los miembros del mercado. La CNMV está regida por un Consejo y como órgano de asesoramiento cuenta con el Comité Consultivo.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La bolsa tiene una normativa específica que se condensa y se basa en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988, que es el eje central del derecho que regula el mercado bursátil. Posteriormente, multitud de órdenes, decretos y circulares (disposiciones) de la CNMV han ido desarrollando y ampliando la normativa reguladora de la bolsa, hasta el punto de que existe una auténtica inflación de normas que deja obsoleta inmediatamente cualquier recopilación que se realice. No obstante, esta normativa fue reformada sustancialmente en 1998 con la entrada en vigor de la Ley 37/1998 de Reforma del Mercado de Valores, de 16 de noviembre de 1998, para introducir en nuestro derecho interno la Directiva Europea sobre Servicios de Inversión de 1993.

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

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

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

b) La CNMV tiene ahora más armas para el control de las irregularidades del mercado. Este organismo podrá suspender la autorización concedida a una empresa de servicio de inversión y se elevará la cuantía de las multas.

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

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

El 1 de noviembre de 2007 entró en vigor la MiFID (Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros a nivel europeo), en sustitución de la Directiva Europea sobre Servicios de Inversión. Se trata de la normativa que rige el sistema financiero en los 27 estados miembros de la Unión Europea más Islandia, Noruega y Liechtenstein. Sus objetivos principales son incrementar la competencia en el sector financiero europeo y elevar la protección del consumidor de sus servicios. Para ello, la MiFID retiene los principios del «pasaporte» europeo para que las compañías de servicios de inversión puedan operar a lo largo y ancho de Europa. Sin embargo, introdujo el concepto de máxima armonización en la supervisión local de cada estado miembro. Además, incide directamente en la relación entre las empresas de servicios financieros y sus clientes, ya que obliga a estas compañías a clasificarlos en función de su conocimiento y experiencia de los mercados. También establece normas para favorecer la transparencia, pero el catálogo de objetivos y aplicaciones de la MiFID es realmente extenso.



---

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El inversor, cuando debe decidir su inversión en bolsa, trata de conjugar los principios de rentabilidad, seguridad y liquidez. Pero son principios que tienen un alto grado de incompatibilidad entre sí (sobre todo los dos primeros), dado que un valor muy rentable no suele ser el más seguro, un valor muy líquido puede ser poco rentable y un valor muy seguro puede ser poco líquido.

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

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

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

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

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

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

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

El riesgo de una inversión está dividido en dos modalidades:

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

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

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

Una medida del riesgo es la volatilidad, que es la variabilidad de la cotización de una acción respecto a las fluctuaciones del mercado. Se puede expresar como la relación media entre las variaciones de la cotización de una acción con respecto al índice del mercado. Un alto grado de volatilidad supone un mayor riesgo, tanto en las fluctuaciones bursátiles como en la liquidez de las acciones.

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

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

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

En la bolsa española, los valores más negociados, y por tanto, los más líquidos, son los denominados «blue chips» (que es la denominación anglosajona que se aplica a estos valores): Santander, Telefónica, BBVA, Repsol-YPF e Iberdrola. Estas cinco compañías son las que más pesan en el conocido índice Ibex-35. Además, forman parte del indicador selectivo de la zona euro, el Eurostoxx 50.

El propio mercado crea unos métodos de valoración de la liquidez de los valores, que hacen referencia a su frecuencia de contrata-

ción y a su volumen de negociación, como indicadores que reflejan la facilidad de compraventa de las acciones.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pero desde el punto de vista financiero sería preciso tener en cuenta los plazos en que se producen los ingresos y, con la utilización de métodos de actualización, homogeneizar la valoración de las cantidades que se percibirán en periodos distintos. Surgen así los criterios del valor capital, la tasa de retorno, etc. Hay que tener en cuenta que el valor de un euro hoy en día es mayor que el de un euro dentro de un año.

La evolución del nivel de rendimiento de una acción depende de la evolución de los beneficios distribuidos por la empresa emisora de

los valores y de las variaciones de las cotizaciones. El incremento del importe pagado por dividendos y el alza de las cotizaciones proporcionarán mayor rentabilidad a nuestra inversión. Posteriormente, al referirnos al análisis fundamental, concretaremos algunos métodos de determinación de la rentabilidad de las acciones.

Por otro lado, a la hora de determinar las plusvalías que nos aporta una inversión hay que incluir los gastos asociados que esta supone. En estos se incluyen los derivados de comisiones, tasas de corretaje, cánon de bolsa, etc.

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

El término diversificación hace referencia a la posibilidad de destinar un capital a la inversión en varios valores. Si un inversor apuesta por un único valor y este título tiene un comportamiento bursátil negativo, perderá su capital. Sin embargo, si invierte en varios, unos pueden tener un comportamiento positivo y otros negativo, con lo que se produce un efecto compensación.

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

La diversificación de las inversiones puede realizarse de diferentes formas:

a) Por monedas y países: Gracias a la liberalización de los movimientos de capitales, el inversor puede colocar libremente su capital en algunos mercados organizados exteriores. Esta diversificación permite al inversor aprovechar los periodos alcistas de las bolsas exteriores o de las monedas en las que se invierte, lo que implica un posible doble beneficio: por incremento de las cotizaciones bursátiles y por la subida de los cambios en divisas. Sin embargo, esta diversificación añade al riesgo derivado del propio mercado de valores, el del mercado de divisas y exige un conocimiento de los mercados de valores exteriores que es complejo. Esta diversificación internacional es desaconsejable para el pequeño inversor sin experiencia, por los altos costes de la intermediación bursátil en otros países y las elevadas comisiones por cambio de moneda que imponen las entidades bancarias. Es preferible suscribir fondos de inversión especializados

en bolsas internacionales. La implantación del euro en los mercados financieros desde enero del 2000 ha eliminado el riesgo del cambio de divisas para las inversiones en valores admitidos en bolsas de los países de la Unión Europea que han adoptado la moneda única.

b) Por valores negociables: comporta una distribución entre valores de renta fija y variable, en las proporciones que el inversor desee. Un inversor de riesgo tendrá una distribución en donde el peso de la renta variable –acciones– será superior al de la renta fija. Un inversor prudente tendrá justamente la distribución contraria, con un peso mayor de las inversiones en renta fija.

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

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

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

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

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

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

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

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

La inversión más rentable es siempre aquella que se realiza con un horizonte temporal a largo plazo (normalmente un plazo superior a los cinco años). Lo habitual es que los inversores que apuestan por este tipo de estrategia, optan por comprar acciones de los grandes valores de la bolsa. Sin embargo, hay muchos ahorradores que prefieren apostar por el corto plazo, especialmente en momentos de elevada volatilidad. Este tipo de actuaciones son seguidas por los denominados especuladores, inversores que pueden ganar mucho dinero, pero también perderlo.

La aparición y desarrollo de Internet, junto con el aumento de los analistas técnicos (que fundamentan sus recomendaciones en los gráficos), han favorecido la aparición de muchos inversores con horizontes temporales a muy corto plazo. Este tipo de inversor debe adquirir títulos de compañías líquidas, ya que, de lo contrario, podrá encontrarse sin contrapartida en el momento de deshacer posiciones. Para tomar una decisión, es muy importante que el ahorrador valore sus necesidades de liquidez y su perfil de riesgo.

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

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

- 1998, con la aprobación de la nueva Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1998) que introdujo importantes modificaciones en aras de la armonización fiscal con el resto de la Unión Europea
- 2000, con la entrada en vigor del Real Decreto 3/2000
- 2007, con la reforma de la Ley del IRPF
- 2009, con la aprobación de diferentes reformas para superar la crisis económica como la Ley de Presupuestos Generales 26/2009, que incluye el tipo impositivo progresivo sobre el ahorro.

La actual fiscalidad (aplicable a las declaraciones de la renta que se realizarán en 2010 y 2011) de las inversiones en los mercados de valores es la siguiente:

Antes de 2009, el ahorrador –persona física– que invertía en acciones cotizadas en bolsa estaba sometido a dos impuestos directos: el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y al Impuesto de Patrimonio. Sin embargo, este último se ha eliminado y actualmente el inversor está sujeto a la Ley del IRPF. En ella se afirma que la tenencia y transmisión de valores negociables tienen en la Renta de las Personas Físicas dos conceptos que afectan a la tributación de su inversión:

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

B) Las alteraciones patrimoniales derivadas de la transmisión de valores negociables que se integran en el concepto impositivo

de «ganancias y pérdidas patrimoniales». La Ley 44/1998 de 9 de diciembre del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas modificó nuevamente el tratamiento fiscal de los valores negociables en relación con los rendimientos derivados de su titularidad y de las pérdidas o beneficios generados por su transmisión. Siguiendo los dos conceptos implicados en la renta del sujeto pasivo del IRPF, distinguiremos entre:

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

1. Rendimientos obtenidos por la participación con fondos propios de cualquier tipo de entidad. Quedan incluidos dentro de esta categoría los siguientes rendimientos, dinerarios o en especie: 1) Los dividendos, primas de asistencia a juntas y participaciones en los beneficios de cualquier tipo de entidad, así como cualquier otra utilidad percibida de una entidad en virtud de la condición de socio, accionista o asociado. 2) Los rendimientos procedentes de cualquier clase de activos, excepto la entrega de acciones liberadas, que, estatutariamente o por decisión de los órganos sociales, faculten para participar en beneficios, ventas, operaciones, ingresos o conceptos análogos de una entidad por causa distinta de la remuneración del trabajo personal. 3) Los rendimientos que se deriven de la constitución o cesión de derechos o facultades de uso o disfrute, cualquiera que sea su denominación o naturaleza sobre los valores o participaciones que representen la participación en los fondos propios de la entidad. 4) La distribución de la prima de emisión de acciones o participaciones, que minorará, hasta su anulación, el valor de adquisición de las acciones, y el exceso tributaría como rendimiento del capital mobiliario. 5) Cualquier otra utilidad, distinta de las anteriores, procedente de una entidad por la condición de socio, accionista, asociado o partícipe.

Este tipo de rendimientos están sujetos a una retención del 19 por ciento para los primeros 6.000 euros y del 21 por ciento, a partir de esta cantidad. Cabe destacar el caso especial que se aplica sobre los dividendos generados por valores negociados en mercados secundarios. Los primeros 1.500 euros están exentos de tributar al fisco. De esta manera, se aplica un tipo del 19 por ciento para los 6.000 euros siguientes (que son los primeros de base imponible) y del 21 por ciento a partir de esta cifra.

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

En el caso de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de valores, se computará como rendimiento la diferencia entre el valor de transmisión, reembolso, amortización, canje o conversión de los mismos y su valor de adquisición o suscripción. Como valor de canje o conversión se tomará el que corresponda a los valores que se reciban. Los gastos accesorios de adquisición y enajenación serán computados para la cuantificación del rendimiento en tanto se justifiquen adecuadamente. Las Letras o Pagarés se emiten al descuento, lo que determina que se produzca un rendimiento del capital mobiliario que se integra en la parte general de la base imponible. Además, sus rendimientos no están sujetos a retención. Los Bonos y Obligaciones generan un doble rendimiento: por el cupón percibido con carácter semestral o anual y el obtenido por la diferencia entre el precio de compra y el de venta. El importe del cupón tiene también una retención y se integra en la parte general de la base imponible. La diferencia también se integra.

Para la determinación del rendimiento neto, se deducirán de los rendimientos íntegros exclusivamente los gastos siguientes: los de administración y depósito de valores negociables, que repercutan las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito u otras entidades financieras. No obstante, después de la reforma fiscal de 2007 ya no se puede aplicar el coeficiente reductor del 40 por ciento para los rendimientos reflejados en los artículos 25.4 y 25.1 de la Ley 35/2006 (que regula los dividendos de acciones) que se reciban en un período de generación superior a dos años o que se califiquen reglamentariamente como obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo. En caso de que el régimen fiscal establecido en la actual Ley del IRPF (desaparición del coeficiente reductor del 40 por ciento,

pero tributación del rendimiento al tipo del 19 por ciento) sea menos favorable que el regulado en la anterior Ley del IRPF y los rendimientos procedentes de la cesión a terceros de capitales propios procedan de instrumentos financieros contratados antes del 20 de enero de 2006, el contribuyente podrá aplicar, conforme a la disposición transitoria decimotercera b) de la Ley del IRPF, la compensación fiscal establecida en la Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010 (BOE del 24).

B) Las alteraciones patrimoniales, ganancias y pérdidas patrimoniales que se pongan de manifiesto como consecuencia de las transmisiones de valores, deberán computarse para la determinación de la renta del sujeto pasivo. Son ganancias y pérdidas patrimoniales las variaciones en el valor del patrimonio del contribuyente que se pongan de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en la composición de aquél, salvo que por la Ley 40/1998 se califiquen como rendimientos. Las operaciones de calificación de las ganancias o pérdidas patrimoniales a efectos liquidatorios y la tributación efectiva de las primeras se realizan, con independencia de la naturaleza del elemento patrimonial de que deriven, en función de su período de generación:

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

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

Las ganancias patrimoniales a corto plazo, una vez compensado su saldo con el resultante de las pérdidas patrimoniales de idéntico período temporal, se integran en la parte general de la base imponible y tributan al tipo resultante de aplicar la escala del impuesto a la citada base. Por su parte, el saldo neto resultante de las ganancias patrimoniales a largo plazo, una vez efectuadas las compensaciones e integraciones de las pérdidas patrimoniales con idéntico período de generación, se incluyen en la parte especial de la base imponible, tributando a un tipo del 19 por ciento para los primeros 6.000 euros y del 21 por ciento para el resto.

A la hora de compensar minusvalías hay que tener en cuenta la norma «antiaplicación». Una aplicación consiste en la venta de un activo y su compra simultánea, o en un corto espacio de tiempo, con la finalidad de materializar una pérdida fiscal al mismo tiempo que se mantiene el título en cartera. La Ley de IRPF establece una serie de normas para evitar la práctica anteriormente descrita. Así, únicamente se puede declarar la pérdida patrimonial obtenida que se genere al vender el valor, y durante los dos meses anteriores o los dos meses posteriores a la venta no se han adquirido valores idénticos. Además, bajo la legislación actual no es posible compensar pérdidas patrimoniales obtenidas de rendimientos del capital mobiliario con ganancias procedentes de los rendimientos del trabajo. No obstante, sí es posible hacerlo con las ganancias obtenidas a través de la venta de una vivienda. Eso sí, el límite para compensar minusvalías con plusvalías es del 25 por ciento y el plazo máximo para realizar esta operación es de cuatro años.

Los coeficientes reductores y actualizadores de la inflación existentes hasta 1999 han desaparecido con la actual Ley de IRPF, excepto para las acciones adquiridas antes del 31 de diciembre de 1994. Cuando se vendan estos títulos, la ganancia de capital generada se podrá reducir en un 25 por ciento por cada año de antigüedad que excediese de dos al 31 de diciembre de 1996.

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

trate de acciones totalmente liberadas, el valor de adquisición, tanto de éstas como de las que procedan, resultará de repartir el coste total entre el número de títulos, tanto los antiguos como los liberados que correspondan.

La disposición adicional quinta de la Ley 43/1995 del Impuesto de Sociedades señala que el importe obtenido por la transmisión de derechos de suscripción preferente resultantes de ampliaciones de capital realizadas con objeto de incrementar el grado de difusión de las acciones de una sociedad, con carácter previo a su admisión a negociación en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores previstos en la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, tendrá para los sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas el tratamiento fiscal previsto para los valores admitidos a negociación en mercado secundarios oficiales que acabamos de ver.

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

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

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

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

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

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

propio patrimonio para alcanzar las ganancias que promete.

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

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

– Diversifique su inversión: para aminorar los riesgos, invierta un porcentaje de su cartera en renta fija y otro en renta variable, combinando a su vez valores y sectores distintos para compensar riesgos. Hay un dicho bursátil que describe esta necesidad de diversificación: no ponga todos los huevos en la misma cesta.

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

– Invierta en valores con buenos datos fundamentales y solidez: Es conveniente invertir en valores de «canto dorado», con balances saneados y con resultados recurrentes. En el mercado se suelen denominar «blue chips». No espere hacer el negocio del siglo invirtiendo en «chicharos» o títulos especulativos que le puedan provocar pérdidas.

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

– Hay que saber vender a tiempo cuando ya se ha ganado o bien cuando se pierde para evitar males mayores. El «encabezamiento» en bolsa es el peor de los males. Es mejor perder que «perder más». La disciplina es uno de los principales «amigos» del inversor.

– No es preciso estar invertido en todo el capital: es preferible tener disponibilidades líquidas suficientes para operar a corto plazo

en determinadas oportunidades.

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

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

– Defina antes de invertir sus objetivos, plazo y riesgos para su inversión. Cada inversor tiene un diseño de cartera específico, condicionado por su patrimonio, edad, aversión al riesgo, expectativas de beneficio. En suma, por su tipología inversora.

– No disperse excesivamente sus inversiones, porque la vigilancia sobre los valores será más complicada. Una cartera con muchos valores es difícil de controlar. Es conveniente asumir un compromiso entre control y diversificación.

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

– Invierta con intermediarios bursátiles registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). No se deje sorprender por ningún «chiringuito» financiero de los que actúan en el mercado sin estar autorizados y sin los requisitos exigidos a las agencias y sociedades de valores y bolsa. Desconfíe de los que le ofrezcan rentabilidades excesivas.

– Evite entrar en los momentos de máximos de cotización, porque a situaciones de cotización máxima suelen suceder recortes precisamente para aprovechar, con las ventas, la recogida de beneficios de quien compró por debajo de esos máximos.

– Aproveche los recortes temporales en las cotizaciones. Las inversiones deben producirse en valores a la baja para permitir que cuando cambie la tendencia el comprador aproveche las subidas.

– Evite las inversiones a corto plazo, reservadas para especuladores. Estos operan en el mercado incluso en el día a día, entrando y saliendo del mercado en plazos muy cortos. Para ello se requiere una dedicación exclusiva al mercado y su vigilancia permanente. El

inversor normal en bolsa debe tener un horizonte temporal más amplio, que le permita digerir los datos y extraer conclusiones sobre la conveniencia de invertir en tal o cual valor.

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

– Compre cuando un valor está bajando y venda cuando está subiendo. El momento en que puede realizar esta recomendación es uno de los aspectos más complicados de la inversión, pues puede comprar bajando y el valor seguir bajando o al revés. Dependerá de los distintos análisis aplicados para determinar el momento apropiado en que hagamos efectiva la recomendación.

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

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

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

– No invierta en valores o mercados que le sean desconocidos por muy atractivos, sofisticados o exóticos que le parezcan, porque la atracción por lo desconocido y más novedoso puede generarle pérdidas incalculables. Los mercados de países emergentes o los mercados de productos derivados tienen un alto riesgo, que va ligado a relevantes pérdidas o ganancias, incluso con el auxilio de expertos conocedores de los mismos.

– No coloque todos sus ahorros en bolsa. La bolsa es una inver-

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

## ¿Qué información influye en la bolsa?

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



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

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

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

El inversor necesita la máxima información sobre índices, volúmenes de contratación, frecuencia, volatilidad y otras estadísticas, tanto en el ámbito global como sectorial. Pero no sólo la información del mercado, sino también la relativa a las empresas que cotizan en él: su situación económica-financiera, resultados y perspectivas futuras de desarrollo. La publicación de esta información permite que las cotizaciones reflejen con más objetividad el valor de la empresa.

Con el apoyo de la normativa vigente, nuestro país ha ido perfeccionando el área de la información bursátil, al establecer obligaciones de información tanto cuando la empresa accede al mercado como durante su permanencia en el mismo.

Un mercado con una información adecuada y suficiente para la toma de decisiones será un mercado más eficiente y perfecto. Dicha información ha de ser real, fidedigna, objetiva, actualizada, continuada e igual para todos. La información se liga al concepto de «protección al inversor», ya que los pequeños inversores han de tener las mismas posibilidades de formación de la opinión bursátil que los inversores institucionales.

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

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

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

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

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

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

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

El término anglosajón «blue chips» se aplica a los valores estrella o valores de cotización ascendente y a los que se asegura el mantenimiento de buenas posiciones en bolsa. Son valores con alta capitalización bursátil y elevada frecuencia de contratación, es decir, muy líquidos. En general, tienen buenos datos fundamentales y en el largo plazo ofrecen buena rentabilidad. En la bolsa española, el término sería equivalente a la expresión «valores de canto dorado». Son valores que deberían tenerse en cualquier cartera diversificada, ya que son los que más pesan en los índices bursátiles de capitalización.

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

En el extremo opuesto, se encuentran los valores de pequeña y mediana capitalización bursátil (coloquialmente conocidos como

«chicharros»), que se caracterizan por su reducida frecuencia y volumen de contratación, y cuyo control lo ejercen grupos reducidos que pueden llegar a influir directamente en los precios bursátiles.

La inversión en este tipo de valores es desaconsejable para inversores inexpertos, pues los riesgos de iliquidez son importantes y el potencial de revalorización de las acciones no está delimitado por el libre juego de la oferta y la demanda, con lo que se puede encontrar el inversor atrapado por los intereses de los grupos dominantes en ese valor. Sin embargo, en tiempos de inestabilidad bursátil generalizada, estos valores suelen tener un comportamiento mejor que el de los «blue chips».

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

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

a) La coyuntura económica: Es indudable que la coyuntura económica interna de un país influye en la bolsa. Ésta es el termómetro de la situación económica y permite medir los cambios y las variaciones que experimenta la economía. La bolsa es un buen índice de la coyuntura económica, pero se utiliza al mismo tiempo como factor de predicción del futuro desarrollo de la economía, dado que en la bolsa cotizan expectativas.

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

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

No hay duda de que la actividad del mercado bursátil está ligada a la coyuntura económica. Pero puede observarse que en determinados momentos actúa con anticipación al desarrollo de variaciones coyunturales. Los inversores descuentan a veces los efectos de determinados acontecimientos positivos o negativos. Por ello, no es raro ver una bolsa alcista en un momento recesivo, si el mercado piensa que en un plazo razonable el ciclo depresivo va a tocar fondo y va a iniciarse una recuperación. De hecho, el último ciclo alcista de la bolsa se inició en el momento en que las economías del mundo se encontraban en lo peor de la recesión. El mercado, con acierto, atisbó unos primeros «brotos verdes» que germinaron. Curiosamente, en el momento en que se confirmaba que la mayoría de las economías habían salido de la recesión, los mercados se pararon, sobre todo el español: existía la duda de cómo de potente iba a ser la recuperación económica en el momento en que todos los estímulos públicos se retiraran. No en vano, la recuperación económica fue posible con un costosísimo andamiaje estatal que era necesario ir retirando.

Por el contrario, puede verse una bolsa bajista en un momento de euforia económica si los participantes en el mercado consideran que es previsible a corto plazo el final de un periodo de expansión.

b) El mercado monetario y los tipos de interés: El mercado monetario podría definirse sencillamente como la oferta y demanda de activos financieros a corto plazo. En nuestro país sería el constituido básicamente por pagarés, letras y certificados de depósito. La dependencia de la bolsa con respecto a los activos financieros a corto plazo es obvia, ya que existe una competencia de inversión. Si los tipos de interés de estos activos son elevados, la preferencia del inversor se inclinará por estos valores de renta fija bien remunerados, que además tienen un vencimiento en torno a un año, lo que permite al inversor obtener liquidez inmediata y garantía si son emitidos por el Estado o empresas solventes.

La relación entre cotizaciones bajas y altos tipos de interés y en sentido contrario, subidas de las bolsas cuando los tipos de interés son bajos, es evidente por el efecto que supone la existencia de alternativas de inversión. Estas alternativas tienden a fijar el nivel de las cotizaciones bursátiles en una situación tal que le proporcione al inversor una rentabilidad esperada que supere a la de los títulos

de renta fija, con un margen superior que les compense de su mayor riesgo.

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

Algunos analistas utilizan como referencial la rentabilidad del bono a diez años estadounidense. Sí ésta aumenta hasta el 4,5 por ciento, la renta fija comienza a ser un duro competidor para la bolsa.

Generalmente, la subida de los tipos de interés influye negativamente en los títulos bursátiles. Esto se debe a la influencia negativa que tienen los tipos en los costes de la empresa. Un alza en el precio del dinero aumenta los costes financieros y, por tanto, reduce sus beneficios. Esto será más significativo cuando los recursos de las empresas dependan proporcionalmente más de los acreedores externos que de los propios (capital y reservas). Es decir, será más problemático para las empresas muy endeudadas que para las que tienen un bajo apalancamiento financiero.

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

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

La política monetaria influye en las cotizaciones bursátiles, fundamentalmente en lo referente a las tasas de interés, por lo señalado anteriormente. También repercute en lo relativo a las disponibilidades líquidas del sistema, ya que cuanto mayor sea el crecimiento de

la masa monetaria, mayores podrán ser las disponibilidades líquidas del sistema financiero dirigidas a la bolsa.

Debido a la importancia que tienen los tipos internacionales, es aconsejable seguir las decisiones de los grandes bancos centrales. Estos marcan la política monetaria del resto de países. A pesar de la mayor correlación con Europa, cualquier noticia al otro lado del Atlántico se siente en el Viejo Continente. Siempre se deberá estar atento a las decisiones de la Reserva Federal (el banco central de Estados Unidos) sobre los tipos de interés. Las reuniones del Comité de la Reserva Federal americana (conocida como Fed) suelen tener lugar ocho veces al año en Washington. En cada reunión, se realiza una revisión sobre las perspectivas de la economía de Estados Unidos y las opciones de política monetaria. Las actas de cada reunión se publican seis semanas después de haberse celebrado y pocos días antes de que tenga lugar la siguiente. En ocasiones, la Reserva Federal toma decisiones entre una reunión y otra. Un ejemplo de ello fue cuando en febrero de 2010 subió por sorpresa la tasa de descuento que aplica a los préstamos de urgencia a los bancos.

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

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

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

Durante la última crisis también se ha podido comprobar que los bancos centrales tienen más instrumentos además del manejo de los tipos de interés. Por ejemplo, las medidas de «quantitative easing», es decir, poner más dinero en circulación. En 2009, los bancos centrales lo ejercieron comprando deuda pública. Y también realizaron subastas extraordinarias de liquidez entre los bancos o avalando activos poco líquidos de las entidades financieras. Todas estas medidas son políticas heterodoxas, extraordinarias, sólo aplicables en momentos en los que la economía está al borde del colapso, como lo estuvo en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero de 2009.

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

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

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

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

Entre los factores internos se encuentra la situación de su negocio en general: cifra de ventas, márgenes de negocio, política de

amortizaciones, rentabilidad, gestión financiera y de existencias, estrategia de expansión, negocio en el exterior, etc. Todo ello influye en su balance (proporción de endeudamiento en relación a los fondos propios, distribución de los activos) y en su cuenta de resultados (margen de explotación, amortizaciones, peso de los resultados extraordinarios en el resultado final, impuestos, gastos financieros, etc.). En general, el estudio de los datos particulares de una empresa lo realiza el análisis fundamental, disciplina que se tratará en otro capítulo posterior.

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

f) Las bolsas internacionales y la economía mundial: la interdependencia mundial de las economías nacionales es un hecho, tras la creación de grandes espacios económicos como la Unión Europea, por ejemplo, pero también por el desarrollo de las nuevas tecnologías de la información y de la comunicación, además de las crecientes libertades de movimientos de capitales, provoca que todas las bolsas del mundo estén íntimamente relacionadas. Y, por tanto, el comportamiento de todas ellas están influidas por variables financieras, economías y políticas.

Conviene centrarnos en aspectos concretos del mercado de capitales, para establecer que la inversión en un país determinado vendrá dada por su situación política, por la estabilidad de su moneda y por las expectativas del mercado de valores y los tipos de interés de los activos financieros.

La estabilidad del mercado internacional de divisas es un condicionante financiero del mercado bursátil, ya que las inversiones internacionales en bolsa se realizan en la moneda del país en donde se invierte. El inversor necesita que esta moneda sea estable y que le permita liquidar su posición sin sobresaltos. Pero, además, necesita la estabilidad de las principales monedas del sistema financiero internacional y fundamentalmente del dólar y del euro. La cotiza-

ción de la moneda norteamericana actúa como índice de la situación de la economía estadounidense, que hoy por hoy es el motor de la economía mundial. Una bajada del dólar suele suponer un descenso en las cotizaciones de las bolsas mundiales y, en sentido contrario, una subida o su consolidación en una zona alcista, provoca el alza de las cotizaciones. Desde su introducción, el euro también ha ganado en importancia en los mercados internacionales, desplazando de los primeros puestos a monedas como la libra esterlina o el yen japonés.

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

La entrada de capital extranjero en la bolsa española provoca el alza de las cotizaciones bursátiles. En sentido contrario, una salida de capital extranjero puede provocar una bajada de los precios si no se sustituye por ahorro interno, debido a las grandes masas de capital que mueven los inversores institucionales foráneos. El 4 de febrero de 2010 tuvimos un ejemplo de salida masiva de capitales extranjeros del mercado español. El contagio de la crisis de la deuda griega y los temores provocados por el elevado déficit público español provocaron que la orden más oída en las principales plazas del mundo fuera «¡Vende España!». Ese día, el Ibex-35 cayó casi seis puntos porcentuales.

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

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

– En que existe un mimetismo entre el comportamiento de los movimientos de las bolsas más importantes y el resto de plazas bursátiles, consecuencia de la creciente libertad de movimientos de ca-

pitales, de los criterios comunes de selección y análisis de inversiones y de la internacionalización de los inversores.

Este dato se comprueba diariamente en el seguimiento que se realiza del comportamiento de las Bolsas de Nueva York, Tokio y Londres. Esta circunstancia tuvo su ejemplo más espectacular en el «crash» de Wall Street en octubre de 1987, cuando se transmitió el fenómeno de caída inmediata de las cotizaciones a todas las bolsas mundiales, con ocasión de la denominada «Guerra del Golfo», con la crisis de las bolsas asiáticas (entre 1997 y 1998), con los ataques terroristas a las Torres Gemelas en septiembre del ejercicio 2001, con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y, en general, con la crisis financiera provocada por las hipotecas «subprime» americanas, que estallaba en 2007 y se prolongó hasta 2009, y con la crisis de la deuda pública griega, que afectó a todo el mundo, aunque, de manera muy especial, a la zona euro, sobre todo a sus países periféricas.

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

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

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

La información al accionista como tal está ligada a la normativa contenida en la Ley de Sociedades Anónimas y, en concreto, al derecho de información que tienen los accionistas en la junta general. Un derecho del que podrán hacer uso por escrito con anterioridad a la junta o verbalmente durante la misma, solicitando informes o aclara-

ciones sobre los asuntos comprendidos en el orden del día. A partir de la convocatoria de la junta, cualquier accionista podrá obtener de la sociedad, de forma inmediata y gratuita, los documentos que serán sometidos a la aprobación de la misma y el informe de los auditores de cuentas.

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

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

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

Las entidades comercializadoras están obligadas a entregar un folleto a sus clientes, en su formato simplificado, antes de la suscripción de las participaciones, cualquiera que sea el canal que se emplee para la venta. El inversor siempre podrá obtener el folleto de los fondos de los que sea partícipe en las propias entidades financieras, en sus páginas web y en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

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

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

c) Suscripciones y reembolsos (valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos, hora de corte, preavisos para el reembolso,

frecuencia del cálculo del valor liquidativo y lugares de publicación de ese valor liquidativo.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El contenido de la información se detalla en el folleto informativo de la emisión, que contiene los datos de la emisión, de los valores que se emiten y de la entidad emisora. Dicho folleto deberá ser editado por la sociedad emisora y entregado gratuitamente a los suscriptores de los valores que lo soliciten.

El folleto deberá estar disponible para el público en el domicilio social del emisor y, en su caso, en el domicilio social y en las sucursales de las entidades encargadas de la colocación de la emisión o del servicio financiero de las mismas. En resumen, el folleto informativo contendrá la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone.

Uno de los factores que hay que tener en cuenta es si la emisión se realiza a través de una oferta pública de venta (OPV) o a través de una oferta pública de suscripción (OPS). En la primera, uno o varios accionistas ofrecen en venta sus acciones, es decir, el capital social no varía, sólo cambia de manos. La OPS, en cambio, es una operación por la que la sociedad ofrece acciones de nueva emisión, producto de una ampliación de capital. Su finalidad principal es la captación de recursos para la financiación de proyectos empresariales, por lo que el comprador de las nuevas acciones debe analizar en qué se van a utilizar los fondos captados.

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

a) Según el artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores, los emisores cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado están obligados a presentar un informe financiero anual en el plazo máximo de cuatro meses desde la finalización de cada ejercicio. Este documento debe contener tanto las cuentas anuales como un informe de gestión, ambos revisados por un auditor. Ese informe debe estar a disposición del público durante cinco años.

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

descripción general de la situación financiera y de los resultados del emisor y de las empresas que controla.

c) Según el artículo 117, las sociedades anónimas cotizadas están obligadas a disponer de una página web para atender al ejercicio del derecho a la información por parte de los accionistas, y para difundir la información relevante.

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

d) Además de la información periódica, las compañías que cotizan en bolsa están obligadas a comunicar a los inversores todos los hechos relevantes. Según el artículo 82.5, se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda influir razonablemente a un inversor para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario. Por ello, los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir inmediatamente al mercado toda información relevante. Pero no como quieran: la ley requiere que la comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se haga simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho. Pero, cuando la información relevante pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicar la información relevante, con carácter previo a su publicación, a la CNMV, que la difundirá inmediatamente.

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

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

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

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

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

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

Para el día a día, la información del mercado bursátil aparece en todos los diarios de información general y especializada y semanalmente en las revistas y publicaciones de información económica y bursátil como «INVERSION», así como en los diversos portales financieros, como finanzas.com

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

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

La información sobre la evolución de las empresas y de sus sectores a corto plazo puede también obtenerse por las noticias publica-

das en revistas y diarios especializados, en las páginas de economía de los de información general o en los portales financieros. Es un tipo de información que, a veces, aún no está contrastada por los informes obligatorios que deben emitirse para el mercado, pero añade un elemento más de juicio para las inversiones.

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

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

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

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

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

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

e) Las entidades deberán informar a sus clientes con la máxima celeridad de todas las incidencias relativas a las operaciones contratadas por ellos. Deben también recabar de inmediato nuevas instruc-

ciones en caso de ser necesario para el interés del cliente. Sólo cuando por razones de rapidez ello no resulte posible, deberán proceder a tomar por sí mismas las medidas que, basadas en la prudencia, sean oportunas a los intereses de los clientes.

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

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

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

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

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

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

En la guía que sobre la MIFID elaboró la CNMV, resumía las obligaciones de información en las siguientes:

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

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

Las entidades operantes en el mercado de valores deben, además, solicitar de sus clientes la información necesaria para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando sea relevante para los servicios que se vayan a proveer. La información suministrada tendrá carácter confidencial y no podrá ser utilizada en beneficio propio o de terceros.

Ahora, tras la entrada en vigor de la directiva MIFID en noviembre de 2007, la entidad está obligada a ofrecer a sus clientes los productos que consideren más idóneos. Por eso, le pedirá información sobre sus conocimientos y su experiencia previa en los mercados financieros a través del llamado «test de idoneidad» con preguntas sobre sus conocimientos del mundo de las finanzas, su situación financiera (fuente y nivel de ingresos regulares; patrimonio; gastos y pagos periódicos) así como sobre los objetivos de su inversión (el tiempo que desea mantener la inversión propuesta, su perfil de inversión y su apetito por el riesgo).

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

La Ley del Mercado de Valores establece que «quienes dispongan de alguna información privilegiada deberán abstenerse de realizar, directa o indirectamente, cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores que a la misma se refiera. Igualmente, se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o cesión de los valores citados».

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

Lo que se trata de impedir es el beneficio de unos pocos en detrimento del resto del mercado. Su origen se halla en la figura anglosajona del «insider trading», iniciado o conocedor, que es quien utiliza informaciones privilegiadas que le permiten obtener un beneficio al que no tienen acceso los demás participantes en el mercado. Con esta práctica se produce un fraude al principio de formación imparcial y objetiva de los precios. La lucha contra este fraude que atenta a la transparencia y fluidez del mercado se inició ya hace años en Estados Unidos, con penas incluso de cárcel para los que se sirviesen de información privilegiada. Se ha desarrollado en Directivas de la Unión Europea que están aplicándose en España y que intentan evitar las posiciones de privilegio que perjudican a la igualdad de oportunidades de los participantes en el mercado.

Estas actuaciones están siendo perseguidas en todos los mercados bursátiles y han sido denunciadas en muchos países. La dificul-

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

La Ley del Mercado de Valores establece que todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes: a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere. b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información. La Ley Financiera refuerza la regulación sobre la información privilegiada, extendiendo este concepto a otros instrumentos distintos de los valores negociables. Además, se desarrolla de forma muy detallada la información relevante que es de obligada comunicación al mercado, de forma universal y sin conceder prioridades.

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

Es un concepto ligado al de información privilegiada, que hemos visto en el apartado anterior. Las «murallas chinas» suponen la necesidad de la separación física, con compromisos de conducta y confidencialidad, de una entidad de crédito o de una empresa de servicios de inversión de los distintos departamentos de banca tradicional, servicios financieros a las empresas, los de gestión, negociación en los mercados de valores y análisis, de tal modo que el conocimiento confidencial de una empresa no se utilice en beneficio propio, al actuar sobre esa base en los mercados de valores.

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

En particular, estas entidades están obligadas a:

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

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

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

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

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

La teoría débil afirma que los cambios consecutivos en los precios de los valores son esencialmente independientes los unos de los otros y que la información contenida en los datos históricos están ya inmersos en los precios actuales. Según esta teoría, el análisis técnico (refiriéndonos a una acepción amplia, que abarca el análisis gráfico y el cuantitativo) no añadiría ningún valor, ya que toda la información contenida en los precios está reflejada en los mismos.

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

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

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

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

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

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

c) Las variaciones de los precios bursátiles: se miden con el instrumento estadístico más utilizado, que son los índices bursátiles o de cotización de acciones. Con el índice de cotización de acciones pueden medirse las variaciones agregadas de las cotizaciones de los valores. El índice bursátil proporciona una visión de conjunto de las cotizaciones del mercado bursátil en un periodo determinado, relacionándolo con otro tomado como base. En un ejemplo sencillo y sobre un solo valor sería así:

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

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

Para el cálculo de los índices se recogen las cotizaciones de los valores más representativos del mercado, seleccionados previamente para su comparación homogénea. Se realiza la media aritmética o geométrica de los mismos, según la fórmula utilizada para su

determinación y que varía en su composición, número de valores, ponderación, de un mercado bursátil a otro.

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

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

Los índices de cotización de acciones tienen múltiples funciones:

- 1) Ser reflejo de lo que sucede en el mercado.
- 2) Permitir la comparación con carteras de valores para juzgar la gestión de las mismas.
- 3) Medir las experiencias inversoras de los que colocan sus ahorros en bolsa.
- 4) Servir como instrumentos de predicción de la evolución del mercado bursátil.
- 5) Ser utilizados como base para decisiones económicas y políticas.

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

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

tativos respecto del conjunto de la bolsa española, hasta el punto de que se sobre ellos se negocian desde hace años productos derivados (futuros, opciones y «warrants»).

Los valores que componen, en el mes de mayo de 2010, el índice selectivo IBEX-35 son: Abertis, Abengoa, ACS, Acerinox, Acciona, ArcelorMittal, BBVA, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankinter, BME, Banesto, Critería, Endesa, Enagás, Ebro Puleva, FCC, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Grifols, Iberdrola, Iberdrola Renovables, Iberia, Indra, Inditex, Mapfre, OHL, Red Eléctrica, Repsol, Sacyr Vallehermoso, Técnicas Reunidas, Telecinco y Telefónica.

13.b) Ibx sectoriales. Para facilitar la aproximación al comportamiento sectorial del mercado se utiliza la clasificación sectorial armonizada de las compañías cotizadas en el Índice General de la Bolsa de Madrid, que cuentan seis sectores y 27 subsectores. Los seis índices sectoriales son: El Ibx Petróleo y Energía, el Ibx Materiales Básicos Industriales y Construcción, el Ibx de Consumo, el Ibx de Servicios de Consumo, el Ibx de Servicios Financieros e Inmobiliarios y el Ibx Tecnología y Telecomunicaciones.

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

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

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

13.c) Latibex. El 1 de diciembre de 1999 se constituyó el Latibex (el mercado español de valores latinoamericanos en euros). Ofrece a los inversores la oportunidad de negociar las acciones de las principales empresas latinoamericanas a través de un único mercado y

una divisa única (el euro). El Latibex se inició con cinco valores. En abril de 2010 ya había 37 empresas cotizando en este mercado. La evolución del Latibex en sus primeros años de vida fue algo decepcionante, con bajos niveles de contratación y pobres rentabilidades. La evolución de este mercado se ha visto muy influida por el enfriamiento económico mundial y la crisis de los mercados bursátiles a escala global.

Sin embargo, su comportamiento en los últimos años ha sido extraordinario. Especialmente reseñable es el excelente comportamiento relativo de las economías latinoamericanas durante el año 2009, el peor de la última recesión económica, y que tuvo cumplido reflejo en la evolución del Latibex, cuyo índice registró una revalorización del 97 por ciento en ese año.

13.d) Nuevo Mercado. El 10 de abril de 2000 se constituyó el Nuevo Mercado, que nació con diez valores relacionados con las nuevas tecnologías. Hoy en día lo componen nueve compañías (Abengoa, Amper, Avanzit, Indra, Jazztel, Natraceutical, Telecomunicaciones y Energía, TPI y Zeltia). En sus tres primeros años de vida tuvo un comportamiento muy decepcionante. Su evolución estuvo marcada por el pinchazo de la burbuja tecnológica en marzo de 2000.

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

13.e) El Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) englobaba al cierre del pasado ejercicio bursátil 2009 133 valores de la Bolsa de Madrid. Este índice comenzó a publicarse en 1940. Es un índice de precios, es decir, que refleja la rentabilidad obtenida por el aumento o disminución del precio de las acciones. Hasta 1985 la base era 100 cada año. A partir de enero de 1986 comenzó a calcularse como una serie histórica continua con base 100 el día 31 de diciembre de 1985. Actualmente se encuentra en torno a los 1.100 puntos.

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

13.g) El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión fue diseñado para facilitar el acceso de las medianas y pequeñas compañías a los mercados de valores. 2009 fue su primer año de funcionamiento efectivo con el debut de dos sociedades cotizadas: Zinkia e Imaginarium. En los cuatro primeros meses de 2010, otras dos empresas dieron el salto a este mercado: Medcom Tech y Gowex. La salida de compañías al MAB se perfila como una alternativa para que empresas de menor tamaño puedan conseguir no sólo financiación, sino también liquidez para sus accionistas, una valoración permanente o el reconocimiento público de la compañía. El inversor ha de tener en cuenta que la liquidez de este mercado es limitada, dado que sólo se producen dos cambios diarios: uno por la mañana, a las doce, y otro a las cuatro de la tarde. Antes de que las pequeñas y medianas empresas cotizaran en el MAB, ya lo hacían sociedades de capital riesgo y SICAV's.



## ¿Cómo se opera en bolsa?

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



## **5** ¿Cómo se opera en bolsa?

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

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

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

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

c) Que el objeto de la operación sean valores admitidos a negociación en bolsa de valores, ya que la compraventa de valores no admitidos a cotización no tiene la consideración de operación bursátil.

d) Que dichas compraventas de valores se realicen a través de los sistemas de contratación que las bolsas de valores tengan establecidos. Desde que en julio de 2009, las 42 compañías cotizadas en los mercados más tradicionales de las bolsas españolas, los de corros, dejaron atrás la contratación a viva voz y estrenaron un sistema de contratación electrónico, ya todas las operaciones de compraventa de acciones se realizan de manera electrónica.

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

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

La realización de actividades bancarias debe ser autorizada por el Banco de España; la actividad de seguros, planes y fondos de pensiones debe ser autorizada por la Dirección General de Seguros, y

toda actividad relacionada con los mercados de valores y con los fondos de inversión debe ser autorizada por la CNMV.

Sólo las empresas autorizadas por la CNMV, o las entidades crediticias autorizadas por el Banco de España, pueden ofrecer servicios de inversión. Para poder recibir esta autorización, las empresas deben cumplir unos requisitos que garanticen su solvencia financiera y su capacidad para prestar los servicios que ofrecen. Estos requisitos se encuentran establecidos en la normativa y su cumplimiento es supervisado por la CNMV. Una primera cautela que se debe adoptar es asegurarse de que la entidad está debidamente autorizada por la CNMV o por el Banco de España para prestar servicios de inversión. Además, es recomendable exigir siempre la documentación de todas las operaciones que realice con la entidad.

Las empresas de servicios de inversión están autorizadas para realizar diversas actividades relacionadas con los mercados de valores:

- Recibir, transmitir y ejecutar órdenes de compra y venta de bonos, acciones y otros productos en los mercados de valores por cuenta de sus clientes.
- Gestionar el patrimonio o cartera de los inversores que les hayan dado un mandato para ello.
- Actuar como intermediarios cuando las empresas realizan emisiones de acciones, bonos u obligaciones, y cuando llevan a cabo ofertas públicas de venta de valores, poniendo en conocimiento de los inversores estas emisiones y ofertas.
- Ser depositarios y administradores de valores y productos financieros de los ahorradores.
- Conceder créditos o préstamos a los inversores para que éstos puedan realizar operaciones.
- Asesorar a empresas e inversores.

No todas las empresas de servicios de inversión están autorizadas para realizar todas las actividades, sino sólo parte de ellas. Por ello, el inversor debe cerciorarse de que la empresa que ha seleccionado está acreditada para ofrecer los servicios que demanda.

La Ley del Mercado de Valores estableció unos intermediarios exclusivos del mercado para operar directamente en él: las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa. Estas entidades bursátiles, que

tienen la forma jurídica de sociedades anónimas, eran las únicas autorizadas para operar en las bolsas en las que sean miembros-accionistas y en el mercado bursátil continuo e interconectado.

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

Hay tres tipos de empresas de servicios de inversión:

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

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

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

Las empresas de servicios de inversión autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea (UE) podrán realizar en España servicios de inversión en bolsa, siempre que adquieran la condición de miembro del mercado y participen directamente en el capital social de las Sociedades Rectoras de cada bolsa.

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

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

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

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

Para facilitar el desarrollo territorial y comercial de las sociedades y agencias de valores, se autoriza a éstas la posibilidad de actuar por medio de representantes, sujetos a unos requisitos establecidos normativamente y a la necesidad de su inscripción en el registro especial de representaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El inversor debe cerciorarse de que la representación ha sido inscrita y no ha sido revocada.

Algunas sociedades de valores han dado un paso adelante para acercarse al pequeño inversor individual. Para facilitar el acceso de este tipo de cliente al mercado han puesto en marcha las llamadas tiendas de bolsa. Se trata de un espacio especialmente dotado para realizar operaciones bursátiles de forma inmediata. Por un lado,

cuentan con los sistemas de información necesarios para que el inversor pueda seguir la evolución del mercado de tiempo real. Y, por otro, tienen el personal capacitado para recibir las órdenes del cliente y ejecutarlas directamente en el mercado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La contratación bursátil a través de internet ha experimentado en los últimos años un espectacular crecimiento en nuestro país. La mayoría de las entidades financieras españolas y extranjeras que operan dentro de nuestras fronteras ofrecen a sus clientes la posibilidad de comprar y vender acciones en la web en tiempo real. Incluso los bancos más tradicionales y con un perfil más conservador han apostado por la intermediación bursátil «on-line». La inmensa mayoría de las sociedades y agencias de valores también han desarrollado servicios de intermediación por internet. La operativa bursátil a través de la red abarca valores nacionales y extranjeros. Aparte de valores, también se puede negociar en España a través de Internet futuros, opciones y «warrants», para cubrir posiciones de contado o para aprovecharse del efecto apalancamiento que caracteriza a los derivados.

La operativa a través de la Red ofrece grandes ventajas al inversor. Sobre todo, una mayor agilidad a la hora de tomar decisiones de inversión respecto al sistema tradicional y unas comisiones por intermediación más bajas. La mayoría de las entidades que opera en

la Red cobra una comisión de intermediación que se sitúan entre el 0,10 y el 0,35 por ciento para operaciones sobre valores españoles. Sin embargo, las comisiones sobre valores extranjeros son generalmente superiores y se sitúa alrededor de un 0,50 por ciento. Sin embargo, cada vez es más el número de entidades que están optando por cobrar comisiones «a la americana», es decir, con un coste fijo mínimo, que suele oscilar entre los 3 y los 10 euros por operación, para atraer el interés de los inversores. No obstante, algunas entidades cobran comisiones fijas algo más altas, sobre todo en operaciones realizadas sobre los valores extranjeros.

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

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

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

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

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

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

Una labor de difusión más adecuada, la campaña de publicidad realizada por la CNMV y que debe proseguir en el futuro, la denuncia pública de los infractores y una mayor cultura financiera de los inversores, harán que desaparezcan estos «chiringuitos financieros», que se han dedicado a gestionar carteras y patrimonios sin estar sometidos a las garantías de capital, solvencia y control e intervención exigidos por la legislación de valores para los intermediarios autorizados. El inversor debe depositar sus ahorros en los intermediarios inscritos en los registros públicos de la CNMV para evitar sorpresas en su inversión. El organismo regulador, en su página web, también pone a disposición de los inversores un registro en el que figuran los «chiringuitos financieros» que se conocen y las entidades registradas que han sido sancionadas.

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

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

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

1ª) El intermediario bursátil debe ser una sociedad o agencia de valores o empresa de servicios de inversión inscrita en los registros públicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Puede operarse también a través de bancos, cajas de ahorros o rurales (entidades de crédito), que actúan como remitores de órdenes de sus clientes al miembro del mercado correspondiente o que desde

el año 2000 son también miembros del mercado y pueden operar directamente en bolsa.

2ª) Las comisiones que se cobran al inversor por las operaciones bursátiles varían muy poco de unas sociedades a otras, por lo que constituyen un factor de decisión poco acertado: una sociedad con tarifas mayores puede compensar con una atención al cliente más personalizada o una información del mercado bursátil o de las sociedades cotizadas más profesional, que nos ayude en la toma de decisiones de inversión.

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

4ª) El seguimiento de las órdenes en bolsa tiene gran importancia, sobre todo en el Mercado Continuo, en donde una orden dada a las 12 horas y ejecutada inmediatamente o un poco más tarde puede sufrir alteraciones de precio significativas en instantes temporales muy pequeños. Por ello, un intermediario que demuestre agilidad en la operativa debe ser preferido sobre otro más lento en la ejecución de las órdenes. Por internet, se puede seguir la marcha de la cotización de las compañías de la bolsa española prácticamente en tiempo real.

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

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

7ª) El cliente ha de pensar, cuando deposita sus ahorros en un intermediario bursátil, que éste está sometido a los coeficientes de solvencia, garantía y liquidez que establece la normativa del mercado de valores y que además existe una fianza colectiva del mercado que trata de evitar riesgos de insolvencia de los miembros.

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

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

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

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

b) Existe otro tipo de inversor que no desea participar en la gestión de sus valores y prefiere acudir al intermediario como experto en el mercado, pero individualizando su inversión. En este caso, firma un contrato de gestión de cartera de valores, aportando los valores que él ya poseía y el efectivo que desea colocar. El plazo del contrato suele ser de un año, renovable tácitamente. La gestión y administración de la cartera de valores la realiza el intermediario se-

gún sus conocimientos del mercado y de acuerdo con los criterios de prudencia o de riesgo que en cada caso establezca el cliente inversor (es decir, con su perfil). El contrato de gestión lleva consigo el pago de una comisión que oscila, según el intermediario y el importe de la cartera, entre el 1 y el 3 por ciento del valor efectivo de la cartera al fin de año. Se establece en el contrato de gestión la obligación de la remisión de informes periódicos sobre la situación de la cartera e informes anuales a efectos fiscales.

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

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

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

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

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

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

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

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

- 1) Identidad y código de identificación fiscal del ordenante.
- 2) Tipo de operación ordenada: compra o venta.
- 3) Identificación de los valores comprados o vendidos.
- 4) Cantidad de valores que se van a comprar o vender.
- 5) Plazo de validez de la orden, que recogerá la fecha límite de validez cuando la orden sea para más de un día.
- 6) Entidad a la que se dirige la orden.

7) Forma de ejecución de la orden. El inversor puede imponer a su intermediario una serie de condiciones para que sea ejecutada su orden. Estos condicionantes habitualmente están relacionados con el precio y con el volumen necesario para que se ejecute la propuesta. Cada uno de ellos da lugar a un tipo de orden.

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

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

## 5.9. Tipos de órdenes en el mercado continuo

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

Teniendo en cuenta el precio:

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

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

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

Teniendo en cuenta el volumen, las órdenes pueden ser:

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

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

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

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

Además, algunas entidades ofrecen otro tipo de órdenes a los inversores («stop-loss», «stop-profit»). En este caso, las entidades dispuestas a recibirlas y tramitarlas deberán establecer los mecanismos

necesarios para poder prestar de manera efectiva un servicio que no está técnicamente previsto en la plataforma del SIBE.

Las órdenes pueden transmitirse verbalmente, telefónicamente, por fax, telex, internet o por escrito firmado por el inversor o la persona que lo represente. Las órdenes verbales o telefónicas deberán ser confirmadas por escrito y pueden grabarse en cinta magnetofónica como medio de prueba de la orden recibida y de su periodo de alcance y condiciones.

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

En este sentido, las empresas de inversión deberán:

– Dar los pasos necesarios para que el resultado para el inversor sea el mejor posible en todos los factores tenidos en cuenta.

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

– Aplicar políticas de ejecución de órdenes que permiten obtener para las solicitudes de sus clientes el mejor resultado posible en cualquiera de los mercados en los que pueda operarse.

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

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

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

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

Las obligaciones del comisionista bursátil son:

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

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

- c) Registrar las órdenes recibidas y archivar sus justificantes.
- d) Poner la máxima diligencia en facilitar a sus clientes la pronta disponibilidad de valores y fondos, y en particular en las ventas de valores y derechos de suscripción, los fondos resultantes se deberán poner a disposición del cliente, como máximo, el día hábil siguiente al que dichas operaciones sean liquidadas por el mercado, o, en su caso, por las entidades intervinientes.
- e) No podrá cargar a los clientes comisiones o gastos superiores a los fijados en sus tarifas, aplicar condiciones más gravosas, ni repercutir gastos no previstos o por conceptos no mencionados en las mismas, en ningún caso podrán cargarse comisiones o gastos por operaciones innecesarias, servicios que no hayan sido efectivamente prestados, o por aquellos que no hayan sido aceptados o solicitados en firme por el cliente.
- f) Deberá informar a sus clientes con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a las operaciones encomendadas. Dicha información deberá ser clara, concreta y de fácil comprensión para los mismos.
- g) Entregará un documento de liquidación de las operaciones en el que se expresará, según proceda: importe de la operación contractual, el tipo de interés, las comisiones o gastos aplicados, precisando el concepto de devengo, base y periodo, los impuestos retenidos y, en general, cuantos datos y especificaciones sean necesarios para que el cliente pueda comprobar el resultado de la liquidación y las condiciones financieras de la operación.
- h) Exigir, mediante la presentación del documento acreditativo, la identificación de sus clientes y conservar durante seis años copias de los documentos exigidos para la identificación.
- i) Responder ante sus clientes de la entrega o anotación contable de los valores y del pago del precio de las compraventas encargadas.
- j) Desempeñar por sí las órdenes que reciba y no podrá delegarlas sin previo consentimiento del cliente-comitente, a no estar de antemano autorizado para hacer la delegación.
- k) Cumplir el Código General de Conducta, atendiendo, en todo caso, al interés de los inversores y al buen funcionamiento y transparencia de los mercados.

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

La Ley del Mercado de Valores establece que quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado.

No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que el mismo haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe. En las operaciones a plazo, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación a la aportación por el ordenante de las garantías o coberturas que estime convenientes, que, como mínimo, habrán de ser las que, en su caso, se establezcan reglamentariamente.

Las órdenes de compraventa podrán ser revocadas por el ordenante en cualquier momento anterior a la iniciación de su ejecución por el intermediario miembro del mercado encargado de ellas.

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

El cliente-comitente tendrá las siguientes obligaciones:

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

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

Por sus propias características, en principio, en el mercado español no existe un importe de inversión mínima. Se puede comprar una sola acción de una sociedad o un solo derecho de suscripción, a diferencia de lo que ocurre en otras bolsas, sobre todo asiáticas, en

las que los títulos se compran por lotes. En algunas ocasiones, es posible comprar un derecho por cantidades mínimas, de hasta un céntimo de euro. Existen también muchas clases de acciones a precios muy asequibles para cualquier inversor. Muchas pueden encontrarse con cotizaciones por debajo de los 6 euros, o incluso inferiores a un euro, aunque tampoco faltan en el mercado los títulos que superan los 100 euros, como por ejemplo ocurre en la actualidad con las acciones de Acciona.

El problema evidente es que los gastos inherentes a la operación (comisiones y cánones de bolsa) serán muy superiores a los del propia acción o derecho. Por eso, en bolsa existe una inversión mínima recomendable. En líneas generales no resulta muy práctico acudir a la bolsa con cantidades pequeñas de dinero, ya que esto no permite diversificar la cartera y los costes e términos porcentuales por cada operación de compra o venta son muy elevados. El listón orientativo podría encontrarse, como mínimo, a partir de los 1.000 euros por orden de compra o venta. Aunque si operamos en bolsa por internet ese listón puede ser algo inferior, debido a que las comisiones que cobre el intermediario suelen ser más bajas.

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

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

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

La normativa vigente, basándose en el principio de libre fijación de precios, faculta a las entidades para establecer aquellas comisiones o gastos a repercutir sobre todo servicio habitual que, tras haber sido solicitado por el cliente, es prestado de forma efectiva. De este modo, la cuantía de las comisiones por intermediación en mercados y transmisión de valores, puede ser distinta para cada entidad. De esta manera, la CNMV recomienda al inversor que, antes de decidirse por un intermediario, compare los folletos de varias entidades.

El requisito previo para la aplicación de comisiones es su comunicación a la CNMV, así como la publicación de un folleto de tarifas máximas aplicables a todas las operaciones habituales, previamente inscrito en los registros oficiales de la CNMV. Todo servicio de inversión de carácter habitual no tarifado o no recogido en ese folleto, no puede quedar gravado con comisión alguna, por lo que cualquier importe o concepto exigido por las entidades deberá venir respaldado por su presencia en el folleto de tarifas. Tampoco pueden aplicarse comisiones por importe superior al registrado.

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

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

A estos gastos hay que añadir la comisión aplicada por el banco (si la orden se cursa a través de una entidad de crédito), así como los gastos de administración y custodia de los títulos (de entre el

0,2 y el 0,3 por ciento semestral, con un mínimo de 3 euros anuales por valor), labor que puede realizar tanto la entidad bancaria como la sociedad o agencia de valores. Las comisiones del intermediario bursátil (sociedad o agencia de valores y bolsa) son libres.

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

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

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

Por sintetizar: las comisiones más habituales cobradas por los intermediarios son las siguientes: la de compra-venta de valores; la del servicio de custodia y administración de valores; las operaciones relacionadas con el servicio de custodia como la gestión del cobro de dividendos o de la prima de asistencia a las juntas generales de accionistas, así como el traspaso de valores a otra entidad; la gestión de carteras y el asesoramiento financiero.

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

La bolsa en España es un mercado al contado, en donde el vendedor entrega los valores objeto de la compraventa o se anotan en cuenta a favor del comprador y éste paga el precio de los mismos, sin existir ningún plazo o diferimiento. Cuando se hable a lo largo del manual de operativa bursátil, operación de bolsa o compraventa de valores o acciones, nos referiremos siempre a la operación al contado, que es la típica del mercado bursátil.

En otras épocas ha existido el denominado mercado a plazo bursátil, en el que sí existía un término de cumplimiento de las obligaciones de pago del efectivo de la operación o de entrega de los valores objeto de la operación a plazo.

Pese a su regulación en el Reglamento de Bolsas de 1967, este tipo de operaciones a plazo está prohibido en la bolsa de nuestro país desde el año 1940. No hay que confundir este mercado a plazo con los mercados de futuros y opciones autorizados en España, en donde los contratos de futuros y opciones son en sí mismos un activo susceptible de negociación.

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

Esta es una modalidad de operativa bursátil al contado, que permite a quien no tiene efectivo o valores cumplir una compraventa bursátil que un periodo de tiempo puede hacer rentable.

En la compraventa normal en bolsa, puede adquirir valores aquella persona que posea los fondos suficientes, o puede vender valores quien los posea o titule a su favor. Por eso se ha creado el mecanismo del crédito bursátil, para permitir, dentro del contado, que alguien pueda acudir al crédito de fondos o al préstamo de valores. Este tipo de operaciones permite al inversor operar por importe muy superior al de sus disponibilidades efectivas, al ser un mecanismo de apalancamiento financiero. Se trata por tanto de operaciones con alto componente especulativo que requieren del inversor un conocimiento más profundo del mercado.

Las modalidades y objetivos perseguidos son:

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

b) Venta a crédito: una persona vende al contado valores que aún no posee, entregando sólo un porcentaje inicial de garantía del importe de la venta. Transcurrido el plazo establecido, entregará la

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

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

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

La CNMV podrá fijar límites generales al volumen de operaciones a crédito que pueden otorgar las entidades o a las condiciones en que dichas operaciones se practiquen, atendiendo a las circunstancias del mercado. De hecho, durante los peores momentos de la última crisis bursátil hubo un gran debate acerca de la pertinencia de prohibir o limitar algunas de estas operativas.

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

a) Las garantías iniciales que, con carácter mínimo, deberán aportar los acreditados en el momento de efectuar operaciones con crédito serán del 25 por ciento del importe total de cada operación, tanto de compra como de venta.

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

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

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

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

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

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

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

El inversor puede reclamar ante las propias entidades, que disponen un servicio de atención al cliente para resolver las quejas. Su funcionamiento se recoge en un Reglamento de Defensa del Cliente

que puede consultarse en las oficinas y en su página web. El plazo para presentar una reclamación debe estar definido en el reglamento. Por su parte, los departamentos o servicios de atención al cliente o los defensores del cliente disponen de dos meses para dictar un pronunciamiento razonado, a contar desde la recepción de la reclamación. Una vez finalizado el plazo, el cliente ya puede presentar su reclamación ante la CNMV.

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

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

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

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



---

## ¿Cómo seleccionar valores con el análisis fundamental?

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



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

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

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

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

El análisis de un valor bursátil ha sido objeto de numerosos trabajos teóricos y empíricos que tratan de adivinar el comportamiento futuro de los valores, con la idea de resolver los múltiples factores económicos que inciden en la determinación de los precios y otros condicionantes de carácter político, sociológico o incluso psicológicos que motivan las oscilaciones bursátiles.

Se pueden establecer cuatro orientaciones básicas en el análisis de los valores bursátiles:

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

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

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

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

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

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

El análisis fundamental de una acción es aquel que obtiene sus conclusiones de un detallado estudio de los balances, cuentas de resultados, estados financieros, planes de expansión, ventas, expectativas futuras de la empresa emisora de las acciones, etc. En definitiva, toma como herramientas los fundamentos aportados por diversas ramas de estudio económico (macroeconomía, microeconomía, estrategia empresarial, contabilidad, análisis de ratios bursátiles y valoración empresarial entre otras).

También se analiza el entorno sectorial, la competencia empresarial, las variaciones socioeconómicas que puedan incidir en el desarrollo de la empresa, etc.

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

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

Para determinar el valor de la acción deberá contar con instrumentos como los ratios empresariales que relacionan magnitudes del balance y que pueden ser de liquidez, de solvencia, de rentabilidad, de endeudamiento, de tesorería, de eficiencia, de materialización de recur-

tos propios, de inmovilizado, de autonomía financiera, etc. Todos estos ratios le permitirán comparar la empresa con otras compañías del sector o con la media del sector, para extraer conclusiones que le permitan acreditar la bondad o no de la inversión en la empresa estudiada.

La dificultad del análisis fundamental radica en la multitud de variables que debe considerar y en la necesidad de analizar a la empresa no sólo desde el punto de vista estático (derivado del estudio de sus cuentas y balances en el pasado y presente), sino también desde la perspectiva dinámica que implica predecir el funcionamiento futuro, el desarrollo de su negocio y los beneficios esperados en el porvenir. Los juicios de valor sobre la evolución de los datos empresariales tienen una gran importancia como factor subjetivo al analizar una compañía.

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

En el análisis fundamental es frecuente utilizar los denominados ratios bursátiles, que nos permiten establecer comparaciones de una acción o valor con el total del mercado o con mercados exteriores, con el sector bursátil en que se inscribe el valor analizado o con otros valores considerados u otras alternativas de inversión.

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

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

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

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

En el pasivo destacan los fondos menos exigibles aportados por los accionistas, que son los recursos propios, los aportados por minoritarios o accionistas de filiales, las provisiones y los fondos ajenos aportados por terceros para financiar a la empresa y, por tanto, más exigibles. Entre los fondos ajenos, los hay aportados por proveedores, que constituyen una deuda automática y sin coste financiero. Otros fondos son aportados por bancos y bonistas que buscan un rendimiento explícito en forma de intereses.

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

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

El activo puede contener componentes que no son requeridos estrictamente por el negocio. Los analistas suelen considerar que los activos líquidos, como la tesorería y las inversiones financieras temporales, son los no requeridos para las operaciones, pese a que sea lógico que todo negocio necesite una liquidez. Por ello, para estimar la deuda financiera se suelen deducir estas partidas. La deuda financiera neta es el resultado de deducir a la deuda financiera los activos líquidos de la empresa.

El Plan General contable ha introducido algunos cambios. Si antes todos los compromisos de pago de la empresa se denominaban pasivo, ahora se subdividen en dos grandes grupos: el pasivo y el patrimonio. El patrimonio equivale a los recursos propios, y el pa-

sivo es, esencialmente, la deuda financiera y no financiera, tanto a corto (con vencimiento a menos de un año) como a largo plazo (que vence en un periodo superior a un año).

b) La cuenta de pérdidas y ganancias: la cuenta de resultados detalla la evolución dinámica de la explotación de la empresa a lo largo de un periodo, normalmente un año o un trimestre. Detalla las cifras de ingresos, los gastos y el diferencial o resultado final, que puede ser beneficio o pérdida según los ingresos superen a los costes o viceversa. Es importante comparar dos ejercicios seguidos y su evolución. De hecho, al tratarse de una evolución dinámica, las comparaciones son aún más importantes que en el balance.

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

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

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

Desde el punto de vista fundamental, resulta bastante relevante excluir de las proyecciones los resultados extraordinarios. Los métodos de valoración se basan en la recurrencia de los beneficios. Los resultados extraordinarios, por su propia definición, no son recurrentes, por lo que no deben ser considerados cuando en el análisis estimemos futuras cuentas de pérdidas de y ganancias.

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

Un ratio representa la relación de cociente entre dos magnitudes económicas de la empresa. Su utilidad radica en poder obtener una imagen preliminar de los principales equilibrios financieros de una sociedad, así como para servir de base de comparación homogénea entre dos periodos diferentes o compañías, independientemente del tamaño de cada una de ellas.

Los analistas financieros utilizan habitualmente estas variables o ratios fundamentales para realizar sus estimaciones y recomendaciones sobre el valor de las acciones de las compañías cotizadas. Estos ratios nos indican si el título está infravalorado o sobrevalorado respecto a sus comparables o su sector. Los múltiplos bursátiles tienen la ventaja de que son muy intuitivos y fáciles de calcular y entender por el ahorrador. Sin embargo, por separado, omiten una parte importante de la información. Por ello, a la hora de tomar una decisión de inversión, es recomendable valorar una compañía por la suma de varios ratios. Tener en cuenta uno en concreto, puede provocar importantes pérdidas al inversor.

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

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

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

También se puede calcular como:

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

Supongamos que la cotización en bolsa de una acción de la Sociedad X es de 10 euros, y el beneficio neto por acción es de 0,5 euros.

En consecuencia, el PER de la sociedad será de 20 veces. El PER nos indica el número de veces que la ganancia de una acción está contenida en su precio y nos da una medida de lo que en el mercado bursátil se paga por cada peseta de beneficio de la empresa considerada.

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

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

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

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

Uno de los problemas del PER es que no es útil para empresas en pérdidas. Además, no tiene en cuenta las distintas tasas de creci-

miento, lo cual puede llevar a elegir una compañía por el hecho de que tenga un multiplicador de beneficios más bajo, pero que ello sea consecuencia de unas expectativas de crecimiento bajas. El «Price Earnings Growth», denominado PEG, trata de paliar la debilidad del PER con la introducción de la tasa de crecimiento.

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

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

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

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

Uno de los problemas del PEG es que, pese a que tiene en cuenta el crecimiento de los beneficios, no tiene en cuenta, al menos explícitamente, los riesgos de la compañía, que pueden ser de tipo financiero (endeudamiento excesivo, etc.) o de tipo operativo (elevada volatilidad en los ingresos, márgenes, etc.). Otra dificultad con la que el inversor se encuentra a la hora de utilizar el PEG es la determinación de qué PER incluimos en el numerador y qué tasa de crecimiento utilizar en el denominador. La solución que se suele tomar es incluir en el numerador el PER representativo de ese momento. En el caso del denominador, la solución no es tan sencilla. Existen varias recomendaciones. La primera opina que se debe incluir el crecimiento sostenido de la empresa que, es el resultado de multiplicar la rentabilidad financiera o ROE (rentabilidad sobre recursos propios) por la tasa de retención de beneficios. La segunda es partidaria de incluir la tasa de crecimiento de beneficios observada en el pasado, en un periodo lo suficientemente relevante (normalmente se considera un periodo de al menos 5 años), y siempre que existan razones para pensar que esa trayectoria de beneficios no se vaya a romper. La tercera señala que hay que utilizar la tasa de crecimiento estimada.

c) El P/CF (price cash flow), que introduce en el concepto anterior el término «cash-flow» o recursos generados (la suma del beneficio neto y las amortizaciones). Al igual que el PER nos dice cuántas

veces pagamos el beneficio de la compañía, el P/CF nos dice cuántas veces pagamos el «cash flow» de la empresa. . Se expresa así:

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

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

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

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

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

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

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

Las empresas más defensivas son las que destinan un mayor porcentaje de sus beneficios a retribuir a sus accionistas. Por el contrario, la mayoría de empresas de fuerte crecimiento no reparten bene-

ficios entre sus acciones, sino que dedican esa caja a incrementar sus inversiones.

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

Lo que castiga el mercado especialmente es cuando se produce una caída del «pay-out» y no quedan suficientemente explicados los motivos. El mercado podría entender que la empresa está atravesando problemas (serios) de financiación.

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

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

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

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

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

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

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

Rentabilidad nominal = Dividendo repartido/Capital nominal

Rentabilidad efectiva = Dividendo repartido - Impuestos + Derechos/Valor efectivo de la acción

Rentabilidad real = Dividendo repartido + Reservas/Valor efectivo de la acción

i) PVC (Precio valor contable): mide la relación de la cotización con el valor contable o teórico de la acción, que nos indicará la sobrevaloración o infravaloración que el mercado realiza sobre el valor en libros de la sociedad cotizada y sus acciones.

PVC = Cotización de la acción/Valor contable de la acción

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

También se suele denominar al valor contable como valor en libros de la empresa, ya que es el presentado en el balance oficial.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En principio:

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

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

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

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

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

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

1) Toma de valores de mercado de cada uno de los componentes, y no el valor en libros, tal y como muestra el balance de la empresa.

2) No toma todos los componentes del pasivo del balance, sino sólo aquellos que corresponden a proveedores del capital, excluyéndose la financiación espontánea del balance.

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

– EV/Ventas. Este ratio divide el valor de la empresa entre la cifra de ventas. Presenta como principal ventaja, respecto al ratio Cotización/ Ventas, que tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa.

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

## 6.6. Ratios útiles para el análisis sectorial

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

1) **Margen bruto de explotación.** Es el resultado de dividir el resultado bruto de explotación (no confundir con el resultado neto de explotación, que es igual al resultado bruto de explotación menos las amortizaciones del inmovilizado) entre las ventas. El margen bruto de explotación expresa en porcentaje los recursos que la empresa ha sido capaz de retener después de pagar sus gastos excepto las amortizaciones, sus gastos financieros y los impuestos. La comparación con el sector nos indica si la empresa opera con mayores o menores márgenes.

2) **Margen de explotación.** Es el resultado de dividir el resultado de explotación entre las ventas. Si es más bajo que el del sector, suele significar que la compañía tiene una situación de debilidad con respecto a las demás. En un análisis a corto plazo (en torno a cinco años), el margen bruto de explotación y el margen neto de explotación muestran una evolución similar. Pero si el plazo fuera más amplio, los resultados serían distintos, porque abarcaríamos un periodo de tiempo suficiente para que las empresas hayan sido capaces de tomar decisiones con respecto a su inmovilizado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El ejercicio 2005 fue el de la aplicación de las nuevas normas de contabilidad internacional (NIIF). Supusieron un importante cambio en las presentaciones de resultados. A partir de ahora, en general, los beneficios de las compañías serán mayores, y también más volátiles. Las valoraciones de los activos de cada empresa también varían de forma notable. Este cambio es muy importante. La contabilidad es fundamental para la transparencia de los mercados de capitales y para el cálculo de los ratios bursátiles con los que comparar las diferentes compañías.

El objetivo de estas normas es que no se les engañe a los inversores y que se puedan comparar las cifras de grupo de distintos países. A partir de ahora, la alta dirección de las compañías tiene toda la responsabilidad sobre los criterios utilizados para la contabilidad. Las NIIF, también denominadas IAS, son un paso muy importante para todos, inversores, analistas o periodistas. En principio, según los expertos, los sectores más afectados serán el de banca y seguros, y el de la construcción (por las concesiones administrativas).

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) presentó en abril de 2005 una circular para que las compañías conozcan cuáles son las normas a las que deben ajustarse.

El principal cambio de las NIIF es el denominado «fair value» o valor justo. Este factor provoca una mayor volatilidad o variabilidad del resultado final de cada empresa. El valor justo es el precio al que transaccionarían dos personas de forma libre a una fecha determinada. Las NIIF dicen que todo debe ir a «fair value», pero lo que es innegociable son todos los instrumentos financieros, como por ejemplo las opciones y los futuros.

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

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

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



---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---