

Tema 1

INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA BOLSA



1. CONCEPTOS BÁSICOS

- 1.1. Sistema financiero
- 1.2. Mercados financieros
- 1.3. ¿Qué es Mifid?
- 1.4. ¿Qué es la bolsa? Definición y características
- 1.5. ¿Por qué salir a cotizar?

2. INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

- 2.1. Los mercados de valores
- 2.2. Liquidación
- 2.3. Supervisión

3. LOS PRODUCTOS EN BOLSA

- 3.1. Renta variable
- 3.2. Renta fija
- 3.3. Derivados

4. PARTICIPANTES EN EL MERCADO BURSÁTIL

- 4.1. Intermediarios financieros
- 4.2. Inversores
- 4.3. Empresas
 - 4.3.1. Requisitos para cotizar en bolsa
 - 4.3.2. Obligaciones de cotizar en bolsa

5. OPERACIONES FINANCIERAS

- 5.1. Ofertas públicas de venta (OPV)
- 5.2. Privatizaciones
- 5.3. Ofertas públicas de adquisición (OPA)
- 5.4. Ampliaciones de capital
- 5.5. Reducciones de capital
- 5.6. Dividendos

6. INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS DE DERIVADOS

- 6.1. El riesgo financiero y su transferencia
- 6.2. Riesgo de liquidez y contraparte

7. MEFF: EL MERCADO ESPAÑOL OFICIAL DE OPCIONES Y FUTUROS FINANCIEROS

BIENVENIDOS AL CURSO DE BOLSA Y MERCADOS FINANCIEROS

Desde Club Bursátil Confidencial le damos la bienvenida a la primera edición del curso Bolsa y Mercados Financieros para recién iniciados. Con este curso, se pretende que a lo largo de las próximas semanas el alumno adquiera unos conocimientos suficientes para poder desenvolverse de manera efectiva en el mundo de los mercados financieros y la inversión.

Para dicho propósito, se le proporcionará al alumno extenso material sobre los diferentes conceptos, productos y metodologías existentes en el universo financiero y bursátil.

En los dos primeros temas se pondrán encima de la mesa las definiciones básicas sobre conceptos financieros y bursátiles, indispensables para entrar con buen pie y aprovechar al máximo el resto del programa. Seguidamente, dedicaremos un extenso tema en pos de dominar los instrumentos financieros más utilizados actualmente por los profesionales de la inversión.

Tras ello, en la segunda parte del programa desvelaremos las tres metodologías más importantes y seguidas, para obtener resultados satisfactorios en lo que al inversor individual e institucional se refiere. Para finalizar, en la última parte del programa haremos hincapié en conceptos útiles como son la gestión de carteras de inversión, la tributación de los instrumentos financieros y los instrumentos de inversión colectiva.

Esperamos sinceramente que el curso que está a punto de comenzar le otorgue unos conocimientos útiles para desenvolverse satisfactoriamente en todas las facetas de los mercados financieros.

Atentamente,

Club Bursátil Confidencial

1. CONCEPTOS BÁSICOS

1.1. Sistema Financiero

Se denomina **sistema financiero**, al conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan los *prestamistas* o unidades de gasto con superávit, hacia los *prestatarios* o unidades de gasto con déficit, así como facilitar y otorgar seguridad al movimiento de dinero y al sistema de pagos.

Ésta labor de intermediación es llevada a cabo por las instituciones que componen el sistema financiero (que veremos detalladamente más adelante), y se considera básica para realizar la transformación de los activos financieros, denominados primarios, emitidos por las unidades inversoras (con el fin de obtener fondos), en activos financieros indirectos, demandados por los ahorradores. el perro.

El sistema financiero comprende pues, tanto los instrumentos o activos financieros, como las instituciones o intermediarios y los mercados financieros: los intermediarios que compran y venden los activos en los mercados financieros.

1.2. Mercados Financieros

Los **mercados financieros** son el mecanismo o lugar a través del cual se produce un intercambio de activos financieros y se determinan sus precios. La existencia de un espacio físico concreto en el que se realizan los intercambios no es obligatoria. En la actualidad, el contacto entre los agentes que operan en estos mercados se establece de diversas formas telemáticas, telefónicamente, mediante mecanismos de subasta o por internet casi exclusivamente. Tampoco es relevante si el precio se determina como consecuencia de una oferta o demanda conocida y puntual para cada tipo de activos.

Entre las **funciones** de los mercados están la de poner en contacto a los agentes económicos que intervienen o participan en el mercado (como por ejemplo los ahorradores o inversores, con los intermediarios financieros, logrando que ambos se beneficien); la fijación de los precios; proporcionar liquidez a los activos; o reducir los plazos y costos de intermediación.

Los mercados financieros, facilitan el aumento del capital (en los mercados de capitales), la transferencia de riesgo (en los mercados de derivados), el comercio internacional (en los mercados de divisas), etc. En resu-

men, ponen en contacto a aquellos que necesitan recursos financieros con aquellos que los tienen.

1.3. ¿Qué es MIFID?

Un concepto a tener en cuenta y que todos las personas relacionadas con los mercados financieros escucha a menudo, es la denominada MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). Es una directiva compleja y de muy amplio alcance. Su propósito es hacer plenamente efectiva la operativa transeuropea de las empresas de inversión con la autorización del país de origen. Además, la MiFID introduce por primera vez un marco regulatorio para la ejecución de transacciones que pueden realizarse en mercados regulados, otros sistemas de negociación.

Por otra parte, la normativa intenta que esta competencia entre centros de negociación no deteriore la calidad de las órdenes de los clientes para lo que ha establecido el principio de mejor ejecución.

Entró en vigor el 1 de noviembre de 2007, y tiene como objetivos:

- Mejorar la protección de los inversores, introduciendo exigencias elevadas de transparencia, de organización interna de las empresas y de normas de conducta hacia aquellos.
- Contribuir a la creación de un Mercado Financiero Europeo integrado, eficiente y competitivo, facilitando la competencia entre los centros de negociación y eliminando el principio de concentración en los mercados regulados.

La MiFID regula además los requisitos organizativos de las ESI (Empresas de Servicio de Inversión) como las funciones de control interno encaminadas a evitar posibles conflictos de interés, la supervisión del riesgo operativo indebido, el registro de todos los servicios y operaciones y la segmentación de los clientes para ofrecer servicios coherentes con el perfil de riesgo y características de cada uno.

1.4. ¿Qué es la Bolsa? Definición y características

El mercado bursátil, es decir, la Bolsa, es un **mercado**, y como en todo mercado, se negocian una serie de productos poniéndose en contacto compradores y vendedores. Es el punto de encuentro entre dos figuras muy importantes en una economía: empresas (vendedores) y ahorradores (compradores).

Las empresas que necesitan fondos para alcanzar sus objetivos tienen diferentes formas de conseguirlos, y una de las más interesantes es acudir a la Bolsa emitiendo y vendiendo activos financieros (acciones, bonos, obligaciones, etc), en lo que se conoce como **mercado primario**. A partir de aquí, los productos se pueden comprar y vender en la Bolsa, dando lugar a lo que se conoce como **mercado secundario**. En el otro lado, los ahorradores (instituciones y particulares) que desean obtener rentabilidad de sus excedentes, pueden decidir la compra en Bolsa de esos activos financieros emitidos por las empresas.

La Bolsa cumple por tanto, una función esencial en el crecimiento de toda economía y sistema financiero, puesto que **canaliza el ahorro hacia la inversión productiva**. Es un instrumento de financiación para las empresas y de inversión para los ahorradores. Dado que es un **mercado secundario**, la Bolsa ofrece a los compradores de valores mobiliarios la posibilidad de convertirlos en dinero en el momento que lo deseen. Esta característica esencial se denomina liquidez. La liquidez que la Bolsa ofrece a los inversores hace posible que sus diferentes horizontes temporales de inversión, generalmente no coincidentes con el carácter permanente de financiación de la empresa, puedan conjugarse y así cumplir ambos sus objetivos.

Otra característica esencial del mercado bursátil es que resuelve, cada vez con mayor eficiencia, el problema de la **valoración de los activos financieros** a través de la libre conjunción de oferta y demanda. En la Bolsa, el precio de los productos financieros es un precio objetivo puesto que se corresponde con el valor que el mercado da por ellos.

Para que todas estas funciones se desarrollen con eficiencia es muy importante la **información**. La información es a los mercados lo que la sangre a un organismo vivo, cuanto más limpia y mejor circule, mejor funcionará todo el sistema. Toda la información que pueda influir en el mercado debe ser difundida de forma clara y rápida a todos los participantes en el mismo para que todos dispongan de las mismas oportunidades. La transparencia informativa es un compromiso constante de la Bolsa, y es por ello que gran parte de la normativa que se aprueba actualmente tiene la misma como objetivo.

Finalmente, un mercado oficial y organizado como es la Bolsa confiere **seguridad jurídica** a todas las transacciones que se realizan y facilita la accesibilidad de todos los participantes.

1.5. ¿Por qué salir a cotizar a Bolsa?

Una de las razones fundamentales por la que las empresas acuden a Bolsa, es para captar ese ahorro excedentario de familias e instituciones, y

transformarlo en inversión productiva. Pero las razones no acaban ahí, también puede haber otras como la notoriedad, la profesionalización en la gestión de la empresa, la valoración objetiva que se obtiene de la empresa, etc.

1.5.1. El prestigio y la imagen de marca

Estar presente en Bolsa se identifica en el mercado como una garantía de solvencia, transparencia y prestigio. El mercado proporciona una publicidad que potencia el prestigio y la imagen de marca de la empresa. La admisión a Bolsa supone un reconocimiento a la solvencia de la empresa, ya que ésta debe demostrar su capacidad de generación de beneficios en los últimos períodos. Los inversores dispuestos a aportar fondos valorarán cada esfuerzo que se realice en la racionalización y profesionalidad de la gestión de la empresa. Por ello, se genera un incentivo constante a incrementar la competitividad de la empresa.

Dicho prestigio es reconocido no sólo por los inversores, sino por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía, pudiendo conseguir valor añadido mediante el refuerzo de la posición comercial, mejora de las relaciones con proveedores o clientes, etc.

La cotización bursátil ha supuesto para las empresas que se han incorporado a Bolsa en los últimos años, un medio eficaz de incrementar su notoriedad frente a clientes e interlocutores financieros y en un segundo plano, un medio de obtener financiación. La gran mayoría de sociedades afirman que las ventajas derivadas de la presencia en Bolsa se ajustan a sus expectativas y, en muchos otros casos, piensan que las superan.

Sobre todo en el caso de las empresas que producen bienes de consumo o servicios de uso generalizado, la Bolsa contribuye a aumentar el grado de difusión de la marca. La publicidad, contratada o espontánea, que acompaña a la colocación ha tenido un efecto directo en el incremento de ventas. La imagen de la empresa mejora por la continua publicidad que el mercado proporciona y que tiene su eco en los medios de comunicación.

1.5.2. Proporcionar liquidez a los accionistas

La Bolsa permite a los propietarios una rápida conversión en liquidez del capital invertido en el negocio. Los accionistas encuentran en la Bolsa la contrapartida que les facilita recoger los beneficios de su andadura empresarial en el momento más oportuno; además, ayuda a resolver con facilidad otros inconvenientes en empresas de carácter familiar.

La desinversión por parte de los accionistas de la compañía suele coincidir con un momento de transformación de la vida de la sociedad. Esta transformación a menudo se hace patente en empresas familiares que podríamos llamar de tercera generación. Si la empresa familiar se convierte en empresa familiar, a veces surge la necesidad de dar salida a algún accionista a un precio objetivo. Algo similar sucede cuando un socio minoritario no comparte la estrategia de futuro de la empresa o pierde interés en la misma. Empresa familiar y empresa cotizada en Bolsa no son conceptos excluyentes, la posibilidad de vender parte de las acciones en el mercado no significa perder el control de la empresa. Al contrario, buen número de las empresas admitidas en Bolsa siguen estando bajo el control de grupos familiares, y en algunos casos la salida a Bolsa ha contribuido a asegurar la supervivencia de la empresa.

1.5.3. Financiar el crecimiento de la empresa

El mercado bursátil ofrece a las empresas un abanico de ventajosas alternativas de financiación para completar sus recursos. La ampliación de capital en Bolsa, coincidiendo con su salida o en un periodo posterior, es una forma idónea de obtener fondos para sostener la expansión de una empresa.

En el entorno competitivo actual, el crecimiento continuo se ha convertido en uno de los objetivos básicos para la empresa. Una gestión eficaz debe perseguir no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino el mantenimiento del equilibrio entre fondos propios y ajenos.

La financiación a través de recursos propios es, por tanto, imprescindible para aportar a la expansión de la empresa, características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero. La vía más eficiente para conseguir este tipo de financiación es la Bolsa. Las empresas que cotizan en Bolsa pueden obtener, en el momento más adecuado, esta financiación a través de ampliaciones de capital, en condiciones muy favorables. La gran variedad y número de inversores es lo que posibilita una colocación de capital diversificada, que permite el mantenimiento del control de la gestión, incluso con porcentajes de capital inferiores a los que en teoría requeriría una mayoría simple.

De cualquier manera, la Bolsa no es sólo un mercado de renta variable; se negocian numerosas emisiones de renta fija a todos los plazos cada año con mayores volúmenes.

1.5.4. Obtener una valoración objetiva de la empresa

Toda compañía que cotiza en Bolsa cuenta con un valor de mercado objetivo, el valor bursátil o capitalización de la empresa. La Bolsa incor-

pora sistemáticamente las expectativas de crecimiento y beneficios en la valoración de las empresas cotizadas, así como otras variables externas a la empresa. Esta particularidad distingue los precios de las operaciones en Bolsa de los que se pagarían atendiendo a otros métodos. El precio que alcanzan las acciones de una compañía cotizada no sólo es representativo del acuerdo entre oferta y demanda en el mercado; se convierte también en referencia obligada para los restantes inversores, sean accionistas de la compañía o no.

Esta continua valoración de las expectativas explica la rápida y positiva evolución del precio de las acciones de algunas empresas. En compañías con gran capacidad de generación de negocio es frecuente que el precio de salida a Bolsa sea muy superior al valor en libros de la empresa y, a su vez, experimente fuertes aumentos a medida que se cumplan y sobrepasen las expectativas. La valoración del mercado supone una valiosa referencia para los gestores de la empresa en su toma de decisiones. De hecho, cada vez más se incorpora como un objetivo principal de la gestión de la empresa el aumento del precio de la acción.

El marco de valoración de la empresa ofrece algunas ventajas adicionales. En primer lugar, las convierte en un instrumento de pago de elevada liquidez susceptible de ser ofrecido en una operación financiera, pignoración en la concesión de préstamos, etc. Por otra parte, las compañías pueden optar por la reinversión de los beneficios como alternativa al pago de dividendos, sin perjudicar a aquellos accionistas que necesiten una liquidez inmediata.

1.5.5. Acceso a toda la comunidad inversora

En el mercado bursátil operan simultáneamente diversos tipos de inversores, cada uno con su propia forma de actuar y que están analizando continuamente las compañías en las que situar sus fondos. Cotizar en Bolsa significa acceder a la importante masa de recursos aportada por estos inversores. Sus objetivos los convierten en los socios financieros idóneos para cualquier empresa: buscan un valor añadido, tanto vía incremento de precios, como vía dividendos. No interferirán en la gestión cotidiana de la empresa, aunque serán exigentes con los resultados de la misma, y además, no sólo están interesados en empresas de gran tamaño: necesitan completar sus inversiones con empresas de gran potencial de crecimiento, sean pequeñas o medianas.

Las empresas que deciden cotizar en Bolsa cuentan con una base de inversores acostumbrada a invertir en proyectos empresariales y asumir riesgos. Las compañías no tienen que salir a buscar a los inversores uno a uno, la Bolsa se los aporta. El acceso a los distintos tipos de inversores que la Bolsa

ofrece a las empresas, les permitirá diseñar, en buena medida, la composición de su accionariado y, sobre todo, dotarle de una gran estabilidad. La capacidad de control sobre esta composición es máxima cuando la salida a Bolsa se acompaña de una oferta pública de venta o suscripción, en la que se puede definir con precisión a quién se da entrada en la empresa. Las transacciones que vayan realizándose a diario en el mercado modificarán la identidad de los accionistas, y con el tiempo, la distribución entre diferentes tipos de inversores. Este proceso puede ser estimado por la empresa mediante diversas herramientas. En general, cuanto más activa sea la compañía en sus relaciones con los inversores, más cerca se encontrará de sus necesidades y de sus movimientos.

1.5.6. Profesionalización de la gestión de la empresa

La salida de una empresa a Bolsa implica una mayor profesionalización de la organización por las exigencias que exige el estar cotizando en el mercado: transparencia y obligación de información. Las empresas cotizadas deben estar gestionadas por profesionales cualificados que sean capaces de dirigir la gestión diaria de la compañía en la búsqueda de la creación de valor y de transmitir de forma adecuada a los inversores en general y a sus accionistas en particular este compromiso. Para alcanzar este objetivo hay que tomar las decisiones más convenientes para el futuro de la empresa a medio y largo plazo, sin estar condicionados por la evolución diaria del valor. Cuanto más y de mayor relevancia sea la información que se transmita, mayor será la credibilidad de la empresa en el mercado. La exigencia de información en ningún caso es un obstáculo para la empresa. Al contrario, cualquier empresa que no cumpla las mínimas condiciones de transparencia tiende a desaparecer con el tiempo.

En el mercado se valora cada esfuerzo que se realice en la racionalización y profesionalización de la gestión de la empresa. De este modo, se genera un incentivo constante a incrementar la eficiencia y competitividad de la empresa. Una empresa que está en el mercado habrá alcanzado un alto grado de organización y gestión.

1.5.7. Incentiva a los trabajadores

La posibilidad de participar en el capital, se encuentra dentro de las distintas políticas de incentivos para los empleados que puede llevar a cabo una empresa. Además de una fórmula de gratificación, esta política motivará un interés mayor por parte del trabajador en la marcha y gestión de la empresa, integrándole de forma más activa en los nuevos planes y proyectos futuros de desarrollo de la misma.

Si las acciones de la empresa están admitidas en Bolsa, se añade un atractivo muy importante para el trabajador: la disponibilidad continua de precios objetivos y la facilidad de su venta en el mercado en cualquier momento. La cotización en Bolsa de una empresa potencia el atractivo de las políticas de distribución de acciones entre sus empleados.

1.5.8. Fiscalidad de las acciones cotizadas en Bolsa

La legislación española favorece en ciertos aspectos la desinversión de los accionistas personas físicas en una empresa cuando ésta cotiza en Bolsa, en especial cuando se realiza a través de la venta de derechos de suscripción.

El gravamen de la renta generada mediante la transmisión de derechos de suscripción, queda diferido en el tiempo hasta el momento en que se venden las acciones de las que proceden siempre y cuando el precio de venta de los derechos sea inferior al coste de dichos valores. Esta ventaja no se da en la transmisión de derechos derivados de acciones no cotizadas. Esa misma regla resulta de aplicación en el caso de transmisión de derechos de suscripción 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.

Según el régimen actual, las plusvalías tributan al tipo del 21% para los primeros 6.000 €, del 25% para los rendimientos comprendidos entre 6.000,01 € y 24.000 € y del 27% para los siguientes.

Por otra parte, la transmisión de valores admitidos a negociación en Bolsa está exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido.

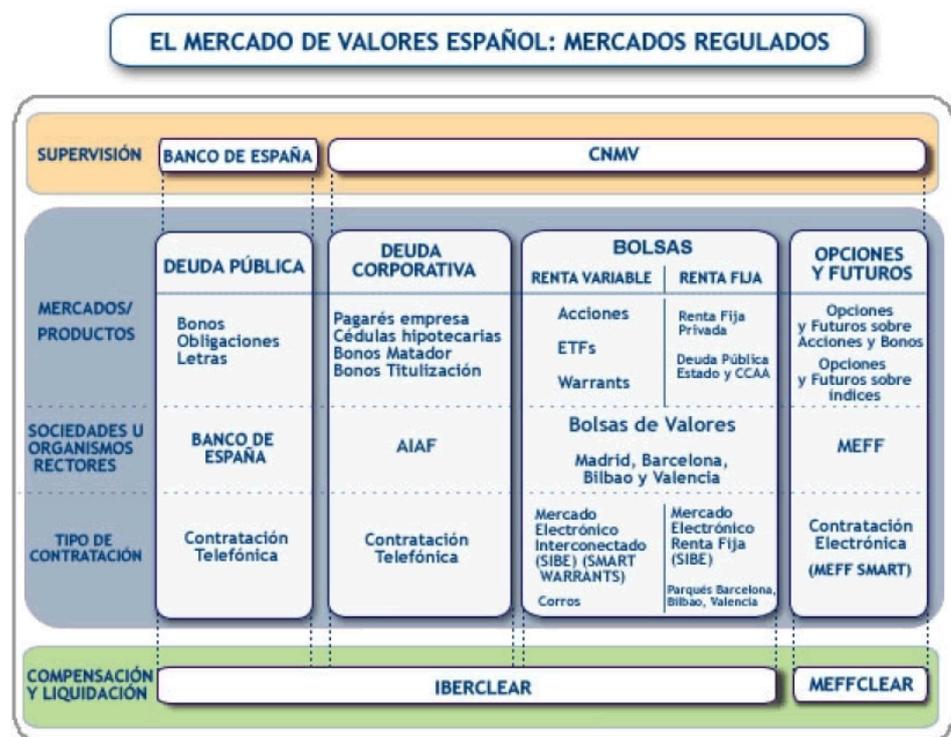
2. INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

Antes de entrar de lleno en aspectos más profundos sobre la Bolsa, sería conveniente enmarcarla en la actual estructura del mercado de valores español, así como situar los diferentes mecanismos de liquidación y supervisión que funcionan bajo el amparo del holding BME.

2.1. Los Mercados de valores

Según la Ley del Mercado de Valores (LMV):

"Son mercados secundarios oficiales de valores aquellos que funcionen regularmente, conforme a lo prevenido en esta Ley y en sus normas de desarrollo, y, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad".



Fuente: cnmv.es

Bolsas de Valores (El Mercado bursátil)

Las Bolsas de Valores en España (Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia) son los mercados secundarios oficiales destinados a la negociación de las acciones y valores convertibles o que otorguen derecho de adquisición o suscripción.

En la práctica, los emisores de renta variable acuden a la Bolsa también como mercado primario donde formalizar sus ofertas de venta de acciones o ampliaciones de capital. Asimismo, también se contrata en Bolsa la renta fija, tanto deuda pública como privada.

Las 4 Bolsas están integradas bajo una única empresa, **BME-**Bolsas y Mercados Españoles. Además, están interconectadas a través del mercado electrónico, denominado **SIBE** (Sistema de Interconexión Bursátil Español), formando un único mercado nacional.

Opciones y Futuros (Mercados de Derivados)

Los productos negociados en este mercado se denominan opciones y futuros (los estudiaremos en detalle en el tema 3). **MEFF** (Mercado Español de Futuros Financieros) es la empresa responsable de la organización del mercado de derivados sobre índices y productos de renta variable y fija (acciones, bonos,..)

Deuda Pública y Deuda Corporativa (Mercados de renta fija)

Deuda Pública

Los valores negociados en este mercado son los bonos, obligaciones y letras del Tesoro, y deuda emitida por otras Administraciones y Organismos Públicos. El Banco de España actúa como organismo rector del mercado. Estos valores también se negocian simultáneamente en las Bolsas de Valores, que tienen establecido un régimen específico para su contratación.

Deuda Corporativa

AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) es la entidad que gestiona el mercado financiero de renta fija en el que cotizan y se negocian los activos que las empresas de tipo industrial, las entidades financieras y las Administraciones Públicas Territoriales emiten para captar fondos para financiar su actividad.

2.2. Gestión de la Liquidación

El intercambio de dinero y valores entre compradores y vendedores se denomina liquidación. La gestión de la liquidación y registro de valores negociados en Bolsa corresponde a una sociedad específica, **Iberclear**.

Los valores están representados mediante "anotaciones en cuenta", es decir, no existen títulos físicos sino registros informáticos. Las operaciones se liquidan actualmente en un plazo de **3 días hábiles** desde la fecha de contratación.

En derivados, es la propia **entidad rectora del mercado de derivados (MEFF)**, la que gestiona la liquidación de las operaciones de dicho mercado.

2.3. Supervisión en los Mercados de Valores

La Ley del Mercado de Valores encomienda a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (**CNMV**) la supervisión e inspección del mercado bursátil, del mercado de derivados y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellos de la potestad sancionadora y otras funciones.

Dentro de sus actividades más representativas destacan también: la autorización y registro de las nuevas emisiones, la recepción de la información financiera y significativa de las entidades del mercado, mantenimiento de los registros oficiales de inscripción de los intermediarios del mercado, etc.

En 2002 se constituyó la sociedad **BME- Bolsas y Mercados Españoles**, empresa cotizada que integra los mercados de renta variable, renta fija, derivados y sistemas de compensación y liquidación en España.

La nueva sociedad asume, entre sus responsabilidades, la unidad de acción, decisión y coordinación estratégica de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y los mercados secundarios españoles. Concretamente, integra las siguientes empresas: Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, MEFF, AIAF, Senaf, Iberclear, MAB (Mercado Alternativo Bursátil), Instituto BME, Market Data, InfoBolsa y BME Innova.

El mercado de Deuda Pública del Banco de España es supervisado directamente por el propio Banco de España.

3. LOS PRODUCTOS EN BOLSA

El inversor, tanto individual como institucional, puede actualmente encontrar una gran variedad de productos de inversión en Bolsa, emitidos tanto por empresas privadas como por el Estado, Comunidades Autónomas y otros Organismos Públicos.

3.1. Renta Variable

Las acciones son el producto de renta variable por antonomasia y, quizás, el más popularmente conocido por los inversores en el mercado bursátil. Las empresas tienen dividido su capital en acciones. Cuando una empresa cotiza en Bolsa, sus acciones pueden negociarse en el mercado; los compradores y vendedores determinan el precio de las acciones.

El resultado de multiplicar el precio de una acción por el número de acciones existentes da igual al valor bursátil o capitalización de una empresa, que es un criterio muy útil para determinar el valor real de dicha empresa. La determinación del precio de las acciones de las empresas supone, en definitiva, la valoración que hace el mercado sobre las expectativas de las empresas que cotizan. Por este motivo a la Bolsa se le considera como el "indicador" de la economía.

Dado que una acción es una parte proporcional del capital social de una empresa, el que la adquiere se convierte en copropietario de dicha compañía. Las acciones confieren a su titular una serie de derechos y responsabilidades.

Derecho al dividendo

Los beneficios que una empresa obtenga en un ejercicio deberán destinarse, en primer lugar, a compensar las pérdidas de años anteriores si las hubiere; después deben pagarse los impuestos correspondientes; la parte restante podrá destinarse a reservas y dividendo. Las reservas son la parte del beneficio que se mantiene en la sociedad con objeto de aumentar la potencia económica de la misma y permitir financiar con recursos propios las inversiones productivas que se tengan previstas. El dividendo es la parte del beneficio que la compañía reparte entre sus propietarios, es decir, sus accionistas.

El importe del dividendo depende de los resultados de la compañía cada año y de su política de distribución de beneficios, por eso a las acciones se las considera un producto de renta variable.

Lo más habitual es que las empresas paguen dos dividendos al año a sus accionistas (dividendo a cuenta y complementario). A pesar del carácter variable del dividendo, muchas empresas cotizadas en la Bolsa suelen seguir una política de dividendos muy estable, ya que esto suele estar recompensado de manera indirecta por los inversores.

Derecho a la transmisión

El accionista tiene derecho a recibir la parte proporcional que le corresponda resultante de la liquidación de la sociedad; ello no significa que tenga derecho a solicitar a la sociedad que le devuelva el valor de su inversión en cualquier momento. Sin embargo, todo accionista tiene el derecho de transmitir sus acciones, siempre y cuando encuentre comprador.

En el caso de acciones que cotizan en Bolsa la transmisión está prácticamente asegurada, dado que una de las principales funciones de la Bolsa es precisamente dar liquidez a los valores cotizados. La diferencia positiva entre el precio de venta y el precio al que se compraron las acciones se denomina plusvalía o rentabilidad extraordinaria. Por lo tanto, un accionista puede rentabilizar su inversión por dos vías: el dividendo y la plusvalía.

Derecho preferente de suscripción

Si una sociedad anónima efectúa una ampliación de capital con emisión de nuevas acciones, los accionistas actuales tienen derecho preferente para suscribir (comprometerse a la compra) de las nuevas acciones. Este derecho también puede venderse. Si la empresa de la que hablamos cotiza en Bolsa los derechos se pueden vender en ella. Nos adentraremos en estos conceptos en la última parte de este tema.

Derecho a voto

Los accionistas tienen el derecho al voto en la Junta General de la empresa. La Junta General es la reunión que tienen todos los accionistas, ordinariamente, una vez al año y extraordinariamente en determinadas circunstancias, para tomar decisiones principales relativas a la empresa, y entre ellas aprobar los ejercicios concluidos, nombramientos, etc. Todos los accionistas tienen derecho al voto, con una simple restricción: sólo pueden votar directamente aquellos que reúnan el número mínimo de acciones que se determine; aquellos accionistas que posean un número inferior de acciones pueden unirse para cubrir dicho mínimo y votar conjuntamente.

3.2. La Renta Fija

La Renta Fija, a diferencia de las acciones donde el titular del activo se convierte en copropietario de la compañía, los titulares de productos de renta fija (obligaciones, bonos, letras, etc.) se convierten en **acreedores** de la empresa que los emite.

La posición jurídica de ambos inversores es diferente, mientras que los accionistas tienen derecho a voto y a participar en los beneficios de la empresa (entre otros), los tenedores de renta fija tienen tres derechos fundamentales: percibir el interés periódico predeterminado, devolución del capital principal una vez finalizada la vida del producto y la transmisión del producto.

A modo de ejemplo y para afianzar el concepto, supongamos una empresa que realiza una emisión de bonos (deuda) para obtener financiación, con las siguientes características: nominal de cada bono 50 euros, interés 4% anual, periodicidad del pago anual, plazo 10 años, amortización única al 10º año.

Un inversor que dispone de 5.000 euros y desea invertirlo en esta emisión, adquirirá 100 bonos (5.000 euros. / 50 euros por bono). Recibirá, cada año, 200 euros brutos en concepto de intereses o pago del cupón. Al cabo de 10 años la empresa emisora le devolverá el "principal" (5.000 euros). Si desea vender los bonos antes de los 10 años de vida que tienen, es decir, sin esperar a su amortización, puede hacerlo en Bolsa.

El precio de cotización de los bonos en el mercado, en el momento que desea vender, puede ser superior o inferior al valor nominal (50 euros). En términos generales, si el interés de emisiones de similares condiciones en el mercado es, en ese momento, superior al de sus bonos, es decir, mayor del 4% anual, el precio será inferior al nominal (50 euros. por bono), mientras que si el tipo de interés vigente en el mercado es inferior al 4%, el precio al que se pueden vender los bonos será superior al nominal que pagó por ellos. En definitiva, el inversor podrá obtener una minusvalía o plusvalía en la venta dependiendo de la evolución de los tipos de interés. Otro factor que puede afectar al precio de los bonos será el interés anual correspondiente al tiempo que ha transcurrido desde el último pago por este concepto. Así por ejemplo, si hace 6 meses que nuestro inversor recibió el último pago de intereses, tendrá derecho al cobro de la mitad de los intereses correspondientes a ese año (esto es el denominado cupón corrido).

Los principales productos de renta fija que se pueden encontrar en el mercado actualmente son:

Obligaciones

Partes alícuotas de una emisión realizada por una sociedad que confieren a sus titulares el derecho al cobro de intereses y a la devolución del principal en la fecha de amortización. Son productos de renta fija a largo plazo (habitualmente 10 años o más).

Bonos

Producto similar a las obligaciones pero emitidos a medio plazo (entre 3 y 10 años). La denominación de "bono" se suele utilizar en el mercado tanto para bonos como para obligaciones, quizás por la terminología inglesa "*bond*", que se refiere tanto a productos de medio como de largo plazo.

Letras

Valores a corto plazo (entre 3 meses y un año), emitidos al descuento. Emitidos al descuento quiere decir que por ejemplo, el inversor compra una letra de un nominal de 10.000 euros, pero paga un importe inferior, 9.890 euros, correspondiendo la diferencia al tipo de interés; al finalizar el plazo de vida de la letra recibirá el nominal (10.000 euros). Las más conocidas actualmente son las Letras del Tesoro, emitidas por el Estado para su financiación.

Pagarés

El mismo activo que las Letras, es decir, renta fija a corto plazo, pero emitida por empresas privadas, diferentes al Estado.

Participaciones Preferentes

Son valores emitidos por empresas privadas, a través de las cuales se recompensa al inversor con un tipo de interés determinado y se le otorga preferencia de cobro respecto a los accionistas. No obstante, no confieren participación precisa en el capital ni tampoco derecho a voto, por eso se encuadran dentro de una categoría mixta entre renta variable y renta fija.

Las participaciones preferentes tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente, no está garantizada. De esta forma, se

determinan como instrumentos de riesgo elevado. A pesar de ser perpetuas, las participaciones preferentes pueden ser amortizadas a partir de los 5 años, previa autorización del Banco de España. Una cosa que las diferencia de las acciones es que las participaciones preferentes no cotizan en bolsa. Por consiguiente, para adquirirlas o deshacerse de ellas, uno debe entrar a un mercado organizado, donde no se garantiza liquidez inmediata.

Obligaciones y bonos convertibles /canjeables

Junto con los derechos propios que poseen las obligaciones y bonos normales, éstos otorgan a sus titulares la posibilidad de convertir, en las fechas, precios y condiciones previamente determinadas, sus valores por acciones de la empresa. Es decir, el titular pasa de acreedor a socio-accionista de la empresa.

Se denominan convertibles cuando las acciones adquiridas son nuevas (procedentes de una ampliación de capital), mientras que si las acciones ya estaban en circulación se conocen como canjeables.

3.3. Derivados

Estos activos financieros se estudiarán en el capítulo tres, donde desarrollaremos en profundidad las Opciones y los Futuros.

4. LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO BURSÁTIL

4.1. Intermediarios financieros

Entre las condiciones necesarias para poder operar en Bolsa es utilizar un intermediario autorizado. La Ley del Mercado de Valores de 1988 introdujo un importante cambio en la forma jurídica de los intermediarios bursátiles, sustituyendo a los Agentes de Cambio y Bolsa por las **Sociedades de Valores y Bolsa, y Agencias de Valores y Bolsa**, únicas entidades autorizadas a intermediar directamente en Bolsa. A estas entidades también se les conocía como los **miembros del mercado**, dada su condición de accionistas de las Sociedades Rectoras de las Bolsas. Lógicamente, otras muchas entidades financieras (bancos, cajas, etc.) podían recibir y canalizar órdenes a la Bolsa, pero no podían ejecutarlas directamente, siempre debían ser ejecutadas por un miembro del mercado.

En el año 2000, se abrió la posibilidad a entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro, etc.), diferentes de sociedades o agencias de valores, a convertirse en miembros del mercado y poder operar directamente en Bolsa. Más recientemente, ha desaparecido la obligatoriedad de ser accionista de la Bolsa para poder obtener la condición de intermediario bursátil, de tal manera que, en la actualidad puede haber intermediarios que son a la vez accionistas e intermediarios que no son accionistas.

La principal diferencia entre Sociedades de Valores y Agencias de Valores radica en su régimen de actuación. Así, las primeras pueden negociar **por cuenta propia o por orden de terceros** toda clase de valores, siempre dentro de los límites establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo; mientras que las Agencias de Valores sólo podrán negociar **por cuenta de terceros**. En la web de la Bolsa de Madrid (www.bolsamadrid.es) se puede encontrar la relación completa de miembros del mercado, que actualmente son 45 (26 Sociedades, 3 Agencias y 16 entidades crédito).

4.2. Los inversores

Los principales propietarios de las acciones cotizadas en la Bolsa española son inversores no residentes. A pesar de ello, las empresas no financieras y las familias españolas tienen en su poder más del 43 % del valor efectivo total de las empresas cotizadas domésticas. La actividad de los no residentes (eminentemente fondos de inversión europeos y norteamericanos) en la Bolsa española sigue siendo muy elevada. Sus operaciones representan más del 60% del efectivo total contratado; no obstante, son los inversores particulares españoles los que realizan casi el 50% de las operaciones.

4.3. Las empresas

En la Bolsa española cotizan actualmente más de 3.000 empresas, de las cuales 200 se negociaban a través del Mercado Continuo, mientras el resto lo hace a través del MAB (Mercado Alternativo Bursátil). En la Bolsa están representados todos los sectores de la economía. También podemos encontrar empresas de muy diferentes tamaños y niveles de actividad bursátil.

4.3.1. Requisitos y obligaciones para cotizar en Bolsa

Para conseguir el acceso al mercado bursátil se precisa del cumplimiento de unos requisitos previos, y de una posterior elección del procedimiento

que mejor se ajuste a las necesidades y objetivos de la empresa. La relevancia de la decisión de cotización aconseja una preparación y seguimiento profesionales a través de los servicios que ofrecen los miembros del mercado y otras entidades financieras.

Valores Nacionales

El Reglamento de las Bolsas de Comercio (Decreto 1506/1967 de 30 de junio) exige el cumplimiento de unos requisitos mínimos, que en síntesis son los siguientes:

1. La entidad deberá tener un capital mínimo de 1.202.024,21 euros. A efectos de la determinación de este mínimo, no se tendrá en cuenta la parte de capital correspondiente a accionistas cada uno de los cuales posea, directa o indirectamente, una participación mínima en el mismo igual o superior al 25%.

2. Otro de los requisitos es la obtención de beneficios en los dos últimos ejercicios o, en tres no consecutivos en un periodo de cinco, suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para el impuesto de sociedades y dotadas las reservas legales u obligatorias correspondientes.

El cumplimiento de esta condición no se encuentra en el hecho de haber distribuido realmente dividendos en estos periodos, sino en la posibilidad de obtención de beneficios susceptibles de poderlos pagar.

De acuerdo con la Orden Ministerial del 19 de junio de 1997 (BOE 21.6.97), modificada por la de 22 de diciembre de 1999 (BOE 30.12.99), la C.N.M.V. podrá exceptuar a la concurrencia de la obtención de beneficios en determinadas circunstancias:

- Que la entidad emisora aporte a la CNMV informe de su consejo de administración sobre las perspectivas de negocio y financieras de la entidad y sobre las consecuencias que, a su particular juicio, tendrán sobre la evolución de sus resultados.
- Que la empresa proceda de fusión o escisión.
- Que se encuentre en proceso de reordenación o privatización.

3. En tercer lugar, será necesario que, con carácter previo o, como más tarde, en la fecha de admisión a negociación, exista una distribución suficiente de tales acciones.

Según el Art. 9.7 del R.D. 1310/2005 de 4 de noviembre, se considerará que existe una distribución suficiente si, al menos, el 25 por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público.

Esta condición se añade al requisito tradicional del reglamento de Bolsas que señala que deben existir, al final de la colocación, al menos 100 accionistas cuya participación individual sea inferior al 25%.

La razón de ser de esta condición está en la necesaria difusión del valor entre un colectivo de accionistas, que permitirá alcanzar una liquidez mínima. Las ofertas públicas de venta o suscripción que suelen acompañar las salidas a Bolsa captan un número de inversores muy superior a este mínimo.

Valores extranjeros

Requisitos exigibles al emisor: Tradicionalmente, los mismos que para los valores españoles. Sin embargo la nueva Directiva de Folletos en fase de trasposición, permite a un emisor cotizado en otra Bolsa de la U.E. solicitar su admisión en España sin requisitos adicionales.

Requisitos exigibles a los valores:

- **Difusión:** Oferta Pública de Venta de valores en circulación en el país de origen del emisor, o emisión de valores en el mercado español, de al menos, doscientos millones de pesetas colocados entre al menos cien residentes españoles y que ninguno de ellos alcance una participación individual igual o superior al 25 por ciento del volumen colocado en el mercado español.
- **Liquidación:** inclusión en el Sistema Español de Anotaciones en Cuenta. Designación de una entidad enlace con el registro de anotación en cuenta del país de origen.

Requisitos adicionales:

- **Designación de Entidades Directora, de Enlace y Depositaria.** De los compradores de la Oferta Pública de Venta.

La documentación deberá presentarse debidamente legalizada en el país de origen, acompañada de la correspondiente traducción jurada.

Proceso de colocación

La fase de venta o colocación, propiamente dicha, de las acciones en el mercado es, sin lugar a dudas, la más importante antes de la aparición de la empresa en la lista de negociación. El asesoramiento y participación de algún banco de inversión, sociedad de valores y, según el tamaño, de entidades financieras con amplias redes de oficinas, será esencial en esta fase.

Al margen de los requisitos legales descritos, la compañía y sus asesores deberán asegurarse de que, entre otros, se cumplan las siguientes condiciones:

- El valor efectivo colocado en manos del público debe propiciar la liquidez del valor
- La empresa debe ser atractiva y con potencial de crecimiento. Hay que elaborar un “*equity story*” del valor.
- El precio debe ofrecer un descuento en relación con el sector para hacer más atractiva la colocación.
- Se garantice la transparencia y exactitud de la información contenida en el folleto informativo.
- El equipo gestor debe transmitir confianza a los inversores

Una colocación de acciones viejas, es la vía más adecuada para aquellas empresas que cuenten con accionistas que deseen la desinversión de toda o parte de su posición. Si la pretensión es inyectar recursos propios vía ampliación de capital, la opción será colocar acciones nuevas, renunciando los accionistas al derecho preferente de suscripción. Normalmente se realiza una oferta pública de suscripción. Es decir, se venden los derechos de suscripción y los inversores suscriben inmediatamente la ampliación aportando la prima correspondiente.

Cuando la finalidad perseguida consiste en una captación masiva de fondos junto a una atomización del accionariado, la colocación debe ser pública. Este objetivo de diversificación puede resultar reforzado por las normas de prorrateo, en el caso de producirse una sobredemanda de los títulos, de modo que se propicie la entrada de accionistas minoritarios, de carácter esencialmente estable y que tenderán a coincidir con la dirección de la empresa, en la medida que obtenga un rendimiento razonable.

Precio de colocación

Es uno de los componentes esenciales que van a determinar el éxito de la salida a Bolsa. La valoración de las acciones debe ser objeto de un profundo análisis de la empresa y su comparación con las empresas del mismo sector cuyos títulos ya se encuentran cotizando en orden a establecer un precio competitivo a la vez que atractivo. Pueden también compararse con empresas cotizadas en otros mercados o que cuenten con características asimilables, aunque su actividad sea diferente. La fijación del precio deberá tener en cuenta la proyección de resultados, la valoración teórica de la empresa y la situación del mercado de valores entre otros factores.

En las colocaciones suele establecerse una horquilla de precios máximo y mínimo. Una vez cerrado el periodo de prospección de la demanda, se fija el precio definitivo de colocación de las acciones. También se pueden establecer diferentes precios en función de los distintos tipos de inversores que se deseen primar a la hora de su entrada en el capital. De esta forma, se podrá fijar un precio para los inversores institucionales, otro para los inversores minoristas, otro para los extranjeros e incluso otro distinto para los empleados activos y jubilados que quieran participar en los resultados de la compañía.

La admisión a negociación

El procedimiento a seguir para la admisión a negociación de las acciones en el mercado bursátil consiste, principalmente, en la presentación, ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Bolsa de Madrid, de los documentos de naturaleza jurídica y económica que permitan comprobar la regularidad jurídica y la situación financiera de la sociedad. Entre estos documentos destaca el **Folleto informativo**, que contiene información de la sociedad, los valores cuya admisión se solicita e información económico-financiera suficiente para poder formular un juicio fundado sobre la inversión propuesta. Su difusión tendrá carácter gratuito.

El procedimiento es distinto si la empresa va a solicitar la admisión a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión (MAB), ya que no sería necesario presentar un “Folleto Informativo” en la CNMV si se da uno de los siguientes supuestos:

- Si la cantidad de la oferta es inferior a 2.5 millones de €.
- Si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados.
- Si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 € cada uno.
- Si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir cualificados.

Sería suficiente con presentar un **Documento Informativo** al MAB. En el supuesto que la empresa solicite la incorporación al MAB pero tenga que presentar Folleto Informativo en la CNMV, este sería el caso en que la oferta de valores fuera objeto de inversores minoristas, la emisora aportará al MAB el folleto presentado en CNMV.

4.3.2. **Obligaciones de cotizar en Bolsa**

Tras producirse la salida a Bolsa, el emisor asume una serie de obligaciones, que en algunos casos va a cambiar su mentalidad y forma de actuar. Los costes derivados de la cotización en Bolsa de una empresa son bastante variables. En particular, influyen de manera decisiva los gastos en publicidad, que pueden oscilar desde el simple cumplimiento de la obligación legal de la publicación de anuncios en el BORME, a grandes despliegues publicitarios en distintos medios de comunicación a los que hemos asistido en distintas ocasiones recientemente. En todo caso, los gastos de una operación de salida son el agregado de distintos conceptos que, básicamente, se pueden resumir en:

Comisión de dirección, comisión de aseguramiento y comisión de colocación

Las que cobran los intermediarios, financieros y legales, elegidos por la empresa para llevar a cabo el proceso de colocación. Son las de mayor importe. Oscilan entre un 2% y un 4% del efectivo colocado.

Gastos de publicidad

Son muy variables en función de la audiencia a la que se pretende llegar. Pueden ser desde el simple cumplimiento de la obligación legal de la publicación de anuncios en el BORME, a los despliegues publicitarios en los distintos medios de comunicación. Se encuentran ejemplos desde un 1 % a un 20 % de las comisiones totales. Por

término medio, pueden estimarse en torno a un 10 o 15% del total de gastos de la salida.

Costes de admisión

Tarifas que aplican las Bolsas, Iberclear y CNMV por el trámite del inicio de la cotización de la empresa y no son significativas como se indica a continuación, en conjunto suponen un porcentaje muy bajo dentro de los costes de admisión a cotización.

Bolsa: por el estudio, examen y tramitación del expediente de admisión una cantidad fija de 1.160 euros; por derechos de admisión, hasta 230 millones de euros del valor nominal total a admitir el 1 por mil, a partir de 230 millones de euros el 0,1 por mil. La admisión en más de una Bolsa no conlleva ningún coste suplementario, ya que las tarifas de admisión se pagan en una Bolsa con independencia del número de Bolsas a las que se solicite la admisión.

MAB: por la incorporación de valores emitidos por empresas en expansión se establece una tarifa fija de 6.000 € más una variable de 0,5 por mil sobre el importe nominal de los valores admitidos. Igual tarifa se establece sobre el importe nominal de los valores emitidos en ampliaciones de capital.

Los valores extranjeros satisfarán el 50 por ciento del derecho previsto para los nacionales, calculado sobre el importe nominal de los valores colocados u ofrecidos en España con carácter previo a su admisión a negociación.

Las empresas cotizadas han de satisfacer anualmente un canon de permanencia a las Bolsas. En el caso de valores nacionales de renta variable, será la cantidad que resulte de aplicar el 0,045 por mil sobre su capitalización bursátil al primer día hábil del ejercicio, con un máximo de 290.000 euros y un mínimo de 100 euros

Además, también se han de tener en cuenta los gastos por el registro del folleto de la emisión de acciones o de la oferta pública (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y por la inclusión en el Registro de Anotaciones en Cuenta (Iberclear).

Suministro de información

La cotización obliga al suministro de información periódica por parte de la empresa. El espíritu de esta obligación es dotar al mercado de suficiente información para que la formación de precio en cada instante sea correcta y, por tanto, no se produzcan imperfecciones derivadas de una falta de transparencia informativa. La información a suministrar por las empresas se puede agrupar en dos grandes bloques:

Periódica

- Anualmente y referida a los estados contables individuales y consolidados de la empresa: Cuentas anuales, Informe de Gestión e Informe del Auditor de cada ejercicio cerrado. El plazo para suministrar dicha información es dentro de los seis primeros meses siguientes al cierre del ejercicio.
- Semestralmente: se harán públicos los estados financieros con un desglose similar al requerido para la información anual en un plazo de sesenta días después de cada semestre.
- Trimestralmente: comunicaran el avance de resultados y otras informaciones relevantes en los cuarenta y cinco días siguientes al término de cada trimestre.

Existe la obligación anual de presentar en el Registro Mercantil las cuentas anuales y el informe de gestión, en muchos casos previamente auditadas. Los requisitos expuestos no implican un incremento significativo sobre la información ya suministrada.

La única diferencia para las empresas que cotizan en el MAB es que no tienen que presentar información trimestral y los plazos de presentación son distintos pero los estándares de transparencia son los mismos que se exigen a las empresas cotizadas. La información anual se comunicará no más tarde de cuatro meses después del cierre contable, y la información semestral dentro de los tres meses siguientes al final del primer semestre de cada ejercicio.

Puntual

Ante la CNMV o el MAB será necesario hacer públicos todos aquellos hechos relevantes, tanto económicos como jurídicos, que puedan afectar de forma sensible a la cotización del valor: pago de dividendos, aumento o reducción del valor no-

minal, admisión en Bolsas extranjeras, convocatorias de juntas, participación en otras empresas, participaciones significativas superiores al 5%, modificaciones en la composición del consejo así como de todas las participaciones de Consejeros y Administradores con independencia de su cuantía, transformación, fusión, acuerdos de disolución, liquidación, escisión, suspensión de pagos, declaración de quiebra. La regulación más reciente se incluye en la Orden EHA/1421/2009 de 1 de junio sobre información relevante.

Folletos informativos (R.D. 291/1992 de 27/3 y Orden 13/07/93) en el caso de ofertas públicas, a registrar en la CNMV o Documento Informativo para las empresas que se dirigen al MAB. Se publican con ocasión de aumentos de capital, emisiones de renta fija, OPSs u OPVs.

Hay información que de manera voluntaria ofrecen algunas empresas cotizadas ya que la comunicación financiera entre todos los participantes del mercado es un medio efectivo para conseguir la confianza y credibilidad de los inversores. Esta comunicación se realiza a través de los departamentos de relaciones con inversores y las oficinas de atención al inversor y con publicaciones informativas, boletines periódicos, presentación a analistas y gestores, comunicación con los medios económicos.

5. LAS OPERACIONES FINANCIERAS

El inversor se puede encontrar con "operaciones financieras" que conviene conocer. Existen un conjunto de operaciones relacionadas con el mercado bursátil cuya característica común es la de realizarse al margen de la contratación habitual de las compraventas ordinarias en el mercado. Entendemos por operaciones financieras en el ámbito bursátil, a **aquellas transacciones o decisiones de contenido económico que afectan a la vida societaria y a la cotización de las acciones admitidas a cotización en una compañía.**

5.1. Las Ofertas Públicas de Venta (OPV)

Oferta Pública de Venta de Valores Negociables (OPV) es una propuesta de contrato de compraventa que el titular de unos valores negociables (principalmente acciones, pero también bonos, *warrants*, etc.) formula al

público inversor en general con la ayuda de intermediarios financieros y/o medios publicitarios. De la aceptación de esta oferta, una vez concretados todos los detalles de la operación se derivará posteriormente una compraventa masiva que se procesa al margen del régimen de contratación habitual del mercado.

Cuando la oferta tiene por finalidad la captación de recursos para atender las necesidades de capital de una compañía se denomina **Oferta Pública de Suscripción de Valores (OPS)**. Si el objeto de la oferta son acciones estaremos ante una ampliación de capital, cuyo procedimiento operativo veremos más adelante.

La utilización del mercado bursátil como fórmula de financiación por las empresas españolas ha sido creciente a lo largo de los últimos veinte años. Este aspecto es relevante en la configuración de la economía española, en la que las empresas han dependido tradicionalmente del crédito bancario como forma de financiación casi única. Por fortuna, puede decirse que el esquema ha cambiado por completo, al menos para las empresas más grandes. De hecho la expansión internacional de las empresas españolas en los noventa, sobre todo hacia Iberoamérica, se ha financiado mediante emisión de acciones en la Bolsa española.

En una **OPV no se pretende captar recursos** para la compañía sino enajenar los valores de un titular a un tercero, o mejor dicho, a un conjunto de inversores. Las OPV pueden, a partir de este objetivo genérico, perseguir diferentes finalidades. La más significativa es conseguir la difusión accionarial previa necesaria para obtener la admisión a cotización en Bolsa. Esta oferta pública inicial (*Initial Public Offering* o IPO en la terminología anglosajona) se identifica con el término “salida a Bolsa” porque, en la gran mayoría de las ocasiones, la admisión a cotización va acompañada de una OPV inmediatamente anterior, en la que se venden acciones de uno o varios accionistas de referencia al público inversor. A veces se simultanean una OPV inicial y una OPS a la hora de salir a Bolsa. De este modo se cumple el doble objetivo de que un accionista reduzca o elimine su participación en la empresa y que esta aproveche la demanda por sus acciones para financiarse.

Otra finalidad de una OPV sería aumentar el porcentaje de acciones en manos del público (*free-float*), para mejorar la liquidez del valor y obtener así una mejor valoración de la compañía. En este caso, la empresa ya está cotizada, pero no está satisfecha con su nivel de contratación y pretende mejorarlo añadiendo unos accionistas o aumentando la participación de los actuales minoritarios. De nuevo, uno o varios accionistas de referencia venden sus acciones y reciben dinero a cambio. La empresa no se financia,

pero potencialmente mejora su posición en el mercado, confiando en que un aumento en su liquidez se traslada a una mejor valoración y, por tanto, a un menor coste de capital.

Una OPV puede ser una forma de acceder a la Bolsa, o bien, si ya cotiza, vender parte o todas las acciones que se poseen. Las empresas que desean realizar ofertas públicas de venta recurren, habitualmente, a campañas publicitarias y de comunicación dirigidas al público objetivo.

5.2. Las Privatizaciones

Un caso particular de OPV serían las privatizaciones en las que el accionista oferente es el Estado o una corporación pública. Las salidas a Bolsa de empresas privadas han representado uno de los mayores alicientes al inversor en los últimos años en la Bolsa española. La demanda, en especial en el caso de compañías de crecimiento, ha sido espectacular. Tanto que, en algunos casos, la desigual proporción de valores demandados y ofrecidos ha provocado la aplicación de fuertes prorrateos.

5.3. Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA)

Una Oferta Pública de Adquisición (OPA) es una operación financiera por la cual una empresa da a conocer públicamente a los accionistas de una sociedad cotizada en Bolsa su deseo de adquirir el control de la misma. Mediante esta operación, la empresa oferente está dispuesta a comprar el número de acciones necesario para controlar la sociedad objeto de la oferta y a pagar un precio superior al que cotizan las acciones en el momento de la oferta.

La normativa del mercado de valores establece la obligatoriedad de efectuar una OPA en determinadas circunstancias, como mecanismo de defensa de los intereses de los accionistas de sociedades cotizadas en Bolsa. Se pretende con esta normativa dar una alternativa a los accionistas cuando un gran inversor pasa a controlar un porcentaje amplio de la empresa, lo que le otorga un poder de gestión con el que otros accionistas puedan no estar de acuerdo. Por ello, se le obliga a adquirir públicamente el paquete de acciones que desee controlar, facilitando el acceso a su oferta a cualquier accionista que lo desee.

El Real Decreto de OPAs recientemente aprobado, contiene un buen número de novedades. La más destacada es, sin duda, el paso de un sistema de OPA parcial y a priori a un régimen de OPA sobre el 100% y a

posteriori. La OPA obligatoria es siempre sobre el 100%, dirigida a todos los valores y todos sus titulares. La obligación de formular una OPA surge cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada. Se entiende alcanzado el control cuando una persona física o jurídica incurra en alguna de las siguientes situaciones:

- Cuando alcance un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%. Para el cómputo del umbral del 30% se ha de partir de todas las acciones de la sociedad con derecho a voto y considerarse:
 - las adquisiciones, directas o indirectas, de acciones o valores que confieran derechos de voto, incluyendo, a estos efectos, las adquisiciones a través de entidades del grupo, personas interpuestas, personas concertadas o por apoderados sin instrucciones específicas; o los denominados *equity swaps* y figuras afines;
 - los pactos parasociales concluidos con el fin de obtener el control; y
 - los derechos de voto que se ostenten en virtud de prenda, usufructo o cualquier otro título contractual.
- Cuando, aun alcanzando un porcentaje inferior, designa en los 24 meses siguientes a la adquisición, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiese designado, representan más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad en cuestión.

El Real Decreto establece una serie de presunciones a los efectos de considerar cuándo un consejero ha sido designado por el obligado, excluyéndose del cómputo, en todo caso, los consejeros independientes y los dominicales de otros accionistas no concertados con éste.

La OPA deberá presentarse lo antes posible y, como máximo, en el plazo de 1 mes desde que se alcance el control.

5.4. Ampliaciones de Capital

La ampliación de capital es una forma de financiar la actividad de una empresa que podríamos calificar de externa, para diferenciarla de la autofinanciación o reinversión en el negocio de los beneficios o flujos de caja de la compañía. Desde una perspectiva económica, supone la financiación mediante recursos propios, es decir, recursos que la empresa no tendrá que devolver al cabo de un plazo y por los cuales no tiene que pagar unos intereses determinados.

La ampliación de capital mejora la estructura financiera de la empresa, la hace más sólida, puesto que no debe más dinero a terceros, sino que sus accionistas aportan más capital al negocio. Por eso se le califica como utilización de recursos propios. La alternativa sería la financiación mediante recursos ajenos, es decir solicitud de préstamos, bien a través de un crédito bancario, bien por la emisión de un empréstito a diversos plazos (pagarés de empresa, bonos, etc.).

Lógicamente, la financiación vía ampliación de capital también tiene un coste para la empresa, no es gratuita, pues habrá que remunerar a sus accionistas de una u otra manera (dividendos, etc.). De hecho, dependiendo de las circunstancias del mercado, la capacidad de acceso de la compañía a diversas fuentes de financiación y su propia potencialidad de generación de beneficios será más o menos conveniente ampliar capital o utilizar recursos ajenos. Si una empresa aumenta capital es porque el coste implícito de los recursos propios es inferior al coste explícito de los recursos ajenos.

La ampliación de capital es un negocio jurídico por el cual una compañía aumenta su capital social mediante la emisión de nuevas acciones o por elevación del valor nominal de las mismas. Según el art. 151 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas, el aumento de capital debe ser aprobado en la Junta General. La aprobación está sujeta a que los administradores presenten un informe con la justificación de la ampliación y que se anuncie convenientemente en la convocatoria.

El acuerdo de ampliación y su ejecución debe inscribirse en el Registro Mercantil y las condiciones han de anunciarse en el Boletín Oficial del Reglamento Mercantil (BORME). La junta general podrá delegar en el Consejo de administración la facultad de señalar la fecha de la ampliación (dentro del plazo de un año como máximo) y la facultad de acordar el propio aumento, siempre que este no exceda el 50% del capital de la sociedad.

Clases de ampliaciones de capital

Desde el punto de vista bursátil suelen distinguirse tres tipos de ampliación:

a) **A la par**, cuando las acciones se emiten a su valor nominal. El valor nominal de una acción se fija en los estatutos sociales y multiplicado por el número total de acciones emitidas, nos permite obtener la cifra del capital social. Si una compañía cuyas acciones tienen un valor nominal de 1 euro amplía capital a la par, aquellos accionistas que deben acudir a la ampliación habrán de pagar 1 euro por acción. Supongamos que la compañía tenía un millón de accio-

nes y por tanto, un millón de euros de capital. Si decidió ampliar el número de las mismas en 500.000 (1 acción nueva por 2 antiguas), habrá ingresado 500.000 euros, que aumentarán la cifra de su capital social.

b) **Liberadas**, cuando las acciones se emiten gratuitamente contra reservas. En el ejemplo anterior, si la empresa contaba con unas reservas de 1 millón de euros, puede decidir ampliar su capital en, pongamos, 100.000 euros contra reservas de libre disposición. Los accionistas recibirán 100.000 acciones (1 por cada 10 antiguas), si bien la compañía no ingresará nada. Tan sólo habría cambiado 100.000 euros de la cuenta de reservas a la de capital, manteniendo inalterados sus recursos propios.

También podrían emitirse por debajo de su valor nominal, en cuyo caso se denomina ampliación **parcialmente liberada**.

c) **Con prima**, cuando las acciones se emiten por un precio superior al valor nominal. El accionista deberá pagar el valor nominal más una prima.

Por ejemplo, la compañía aumenta capital con acciones por las que los accionistas pagarán 1,90 euros (1 euro de valor nominal + 0,90 de prima). Si se acordó hacerlo en la proporción de 1 nueva por cada 1 antigua, en el caso anterior la empresa ingresará 1 millón en la cuenta de capital más 900.000 euros en la de reservas.

La puesta en circulación de nuevas acciones implica modificaciones en el mercado de valores pues dicho aumento de capital incide directamente en la cotización de los títulos, dando lugar a un menor valor de la acción, ya que se está repartiendo la empresa o sus beneficios entre un número mayor de éstas. El recorte será distinto si la ampliación es a la par, liberada o con prima. Si la ampliación es a la par, el capital está aumentando proporcionalmente al incremento de accionistas, pero no así las reservas, que se “diluyen” entre un número mayor de acciones, en consecuencia, el cambio de la acción debe disminuirse. En la ampliación con prima, ésta reduce los efectos de dilución y sólo en el caso de que el nominal más la prima se equiparen a la cotización vigente en el mercado, la acción no sufrirá un recorte. En el caso de ampliación liberada, la dilución es total porque el capital y las reservas se reparten plenamente entre el total de las acciones, sin que se haya producido ninguna entrada adicional de fondos.

Fases de una ampliación de capital

Las acciones de una empresa experimentan ciertas modificaciones en su cotización durante los diferentes momentos que atraviesa la ampliación de capital.

Antes de que se produzca la ampliación cotizan lo que denominamos acciones antiguas de la empresa. El mero anuncio de la ampliación suele afectar a la cotización de las acciones en función de cuál sea la interpretación del mercado de las condiciones y objeto de la ampliación. A menudo tiene un efecto bajista, pues toda ampliación suele implicar una cierta dilución para los accionistas antiguos. Sin embargo, si atravesamos una fase alcista, la presentación de la ampliación resulta convincente y la estrategia de la empresa se considera adecuada, el efecto sobre la cotización podría ser alcista también.

Al inicio de la ampliación de capital, de la acción se desglosa el **derecho preferente de suscripción**, minorando el valor de la acción, de forma que el titular de una acción antigua a partir de ahora dispone de acciones sin derecho y de derechos independientemente, pudiendo tomar decisiones tanto respecto de las primeras o respecto de los segundos. En cuanto a los derechos, puede venderlos o bien puede esperar al final de la suscripción, momento en el cual abonará el precio fijado por la entidad emisora y comprará una acción nueva.

Después de la ampliación de capital, nos encontramos con dos tipos de acciones, las acciones antiguas y las acciones nuevas procedentes de la ampliación de capital, debiendo tener en cuenta dos aspectos: primero, la demora necesaria en la admisión a cotización de las nuevas acciones, y en segundo lugar, la diferencia de derechos económicos. Cuando una persona suscribe acciones, a través de una ampliación de capital, es necesario cierto tiempo para que el efectivo llegue a la sociedad, para que ésta confeccione una relación de los suscriptores, que debe ser enviada a *Iberclear* para la expedición de referencias de registro y de anotación en cuenta. Entre tanto, el acuerdo de ampliación y los actos relativos a su ejecución deben elevarse a escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil. Posteriormente, la sociedad debe tramitar ante la CNMV y la Bolsa un expediente solicitando que las nuevas acciones sean admitidas a cotización. El proceso dura desde unos pocos días a varias semanas.

Posteriormente, hay que hacer referencia a la diferencia de derechos económicos. Una acción antigua concede plenos derechos,

y entre ellos, el derecho a participar en dividendos durante todo el ejercicio. Si una ampliación de capital tiene lugar durante el ejercicio, un accionista ha suscrito nuevas acciones, pero no ha participado en la sociedad durante todo un año, sino sólo durante una parte, luego el dividendo le corresponderá sólo en la parte proporcional al tiempo transcurrido.

El momento de la equiparación suele coincidir con el de la siguiente Junta General de Accionistas, que marca el momento a partir del cual todas las acciones tienen los mismos derechos económicos y por lo tanto comienzan a cotizar conjuntamente como una sola clase.

Dado que los trámites para obtener la cotización de las acciones nuevas han ido agilizándose con el tiempo y la convivencia de dos clases de acciones es confusa y afecta negativamente a la liquidez del valor hay una tendencia creciente a evitarlo. Para ello, en las condiciones de emisión se puede fijar que las acciones nuevas emitidas tienen los mismos derechos que las antiguas y se compensa a los accionistas antiguos mediante el pago de un dividendo extraordinario inmediatamente antes del inicio de la ampliación. De este modo, cuando se admiten a cotización se añaden a la masa de acciones ya existentes y se negocian como una sola clase, bajo un mismo código de cotización.

El derecho de suscripción preferente

El accionista de cualquier sociedad anónima tiene dos tipos fundamentales de derechos: **políticos** (asistir y votar en la Junta General y recibir la información económica y de gestión de la compañía) y **económicos**. Estos últimos son el de acceder al reparto de beneficios (dividendo) y de patrimonio (caso de liquidación de la sociedad), y el derecho de suscripción preferente ante una emisión de acciones en una ampliación de capital o de obligaciones convertibles.

La ampliación del capital mediante la emisión de nuevas acciones motivará, bien la entrada de nuevos socios en la sociedad o bien que más socios suscriban un cupo de acciones mayor que otros, lo que conducirá a que se rompa el equilibrio existente antes de la ampliación. No se romperá el equilibrio en el caso de que cada socio suscriba exactamente una parte proporcional a su antigua participación.

Con la ampliación de capital pueden captarse recursos financieros pero, por otro lado, la emisión de nuevas acciones va a afectar de

forma directa el interés relativo en la sociedad de los antiguos accionistas. Se produce entonces el fenómeno de dilución como consecuencia de tener que atribuir el patrimonio social a un número más elevado de acciones.

Únicamente se produce dilución cuando a consecuencia del aumento de capital se emiten nuevos títulos, pero no cuando se eleva el valor nominal de las acciones preexistentes a la ampliación. Cada accionista tiene derecho a que sea conservada intacta su participación en el patrimonio total. Sería el aspecto económico. De igual manera tiene derecho a que sea respetada su participación proporcional en el control y en las decisiones de la sociedad (aspecto político). Con el derecho de suscripción se concede una opción de adquirir un número de acciones en proporción a las que ya poseían, con la finalidad de salvaguardar su participación relativa en la misma. Por otra parte, en la prima de emisión se trata de acercar el valor de suscripción al de la acción para tratar de minimizar la pérdida de valor de ésta. El derecho tiene un plazo de ejercicio prefijado, que no podrá ser inferior a 15 días desde la publicación del anuncio de la ampliación en el BORME. Durante este plazo el derecho es transmisible y se puede negociar en Bolsa, de igual modo que las acciones.

Por tanto, el accionista antiguo podrá decidir vender todos o parte de sus derechos. Si no los vende podrá suscribir la parte proporcional que le corresponda conforme a las condiciones de la ampliación. Si no vende los derechos y tampoco suscribe, perderá el valor de los mismos. Tanto los accionistas antiguos como otros inversores podrán también ir al mercado a comprar más derechos para suscribir luego acciones en la ampliación o, simplemente, para especular con ello durante el periodo de negociación.

5.5. Reducciones de Capital

La reducción de la cifra de capital social de una empresa puede producirse por dos motivos fundamentales:

1. Cuando la situación de la empresa es favorable y la Junta General decide reducir sus recursos propios y reembolsar parte de éstos a sus accionistas, pues considera que los recursos que ha generado son excesivos para su actividad. En este caso, la sociedad lanza una oferta pública de compra de parte de sus acciones y procede a su amortización y devolución del importe a sus accionistas.

2. Cuando las pérdidas de la empresa hayan dejado el patrimonio neto de la misma en una cantidad inferior al capital social.

La reducción es obligatoria cuando:

- Las pérdidas hayan disminuido el patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes del capital y haya transcurrido un ejercicio sin recuperarse dicho patrimonio.
- Las pérdidas dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social.

5.6. Dividendos

El dividendo es la otra fuente principal de rentabilidad que el inversor busca en la Bolsa, además de la plusvalía o aumento del precio de las acciones. En términos económicos el dividendo consiste en el reparto variable de efectivo proporcionado al poseedor de cada acción o participación en el capital de la empresa, según el beneficio obtenido por una sociedad.

El repartir dividendo o no, es una decisión que debe tomar la Junta General de Accionistas de la empresa, a propuesta del Consejo de Administración y dependiendo de la evolución de los beneficios cosechados por la sociedad al final de cada ejercicio contable. A mayor incremento de las ganancias, la empresa dispondrá de mayor margen para repartir ese dinero entre sus accionistas. El dividendo es idéntico para cada acción, no varía en función del número de acciones que se posean. Sin embargo, no siempre las empresas que obtienen beneficios reparten dividendos, puesto que en determinadas situaciones contables (pérdida de capital, deuda asumida de anteriores ejercicios, fuertes inversiones previstas...) puede ser más recomendable optar por no distribuir esos recursos.

Para poder repartir dividendos la Ley de Sociedades Anónimas exige además que se haya dotado la reserva legal previamente y que el activo en el balance supere el capital social. La política de reparto de dividendos es una decisión importante en la compañía, que debe intentar definirse de modo coherente. Muchos inversores consideran la política de dividendos como un factor de selección importante a la hora de construir su cartera de valores. Durante fases bajistas del mercado el dividendo toma mayor protagonismo y valores con alta rentabilidad por dividendo (dividendos anuales/precio) se consideran como refugio. Tradicionalmente las eléctricas tienen una política de dividendos muy estable y una rentabilidad por dividendos alta.

Rentabilidad por dividendo y pay-out

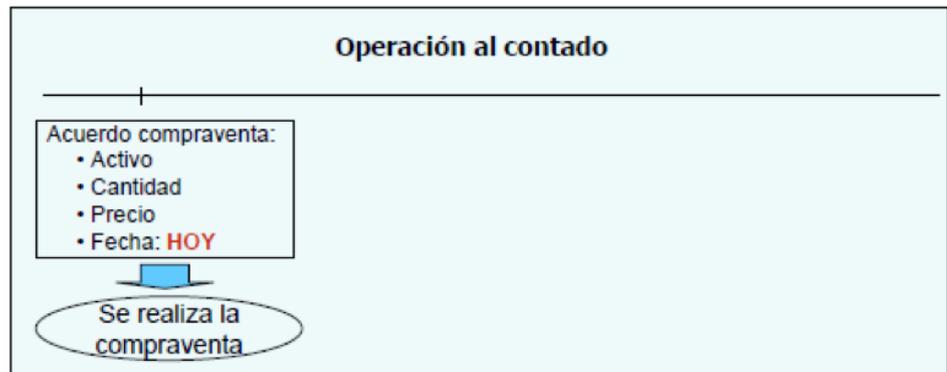
La mayor parte de los dividendos repartidos por las empresas son pagos en efectivo y responden a un deseo de que los accionistas participen directamente en los beneficios generados por la empresa. Suelen ser pagos regulares, tanto en el tiempo como en la cuantía, ya que lo usual es que la empresa piense que lo va a poder seguir pagando en el futuro por lo que suelen calificarse como dividendos ordinarios. En ocasiones, puede suceder que en algún ejercicio el beneficio generado por la empresa no sea suficiente para repartir un dividendo de cuantía similar a los anteriores años en cuyo caso, para mantener los niveles retributivos de los accionistas, la empresa puede hacer uso de las reservas de libre disposición. El Consejo de Administración puede proponer a la Junta General de accionistas repartir un dividendo con cargo tanto a los resultados del ejercicio como a reservas de libre disposición, indicando la cuantía en ambos casos. También es destacable el uso del denominado "*script dividend*" o dividendo flexible, que permite a los accionistas recibir el dividendo en forma de más acciones en lugar de efectivo, lo que también contribuye positivamente a la estructura de capital de la empresa.

6. INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS DE DERIVADOS

6.1. El Riesgo financiero y su transferencia

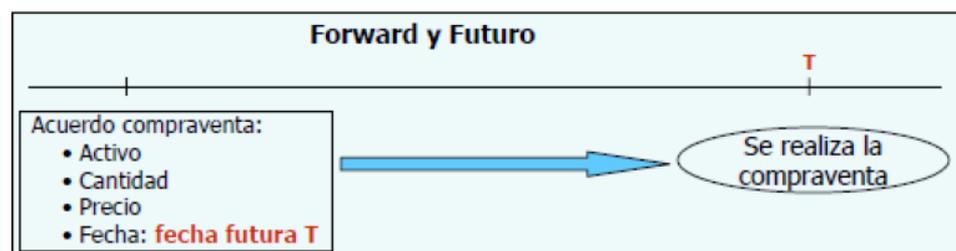
Las transacciones económicas son contratos de intercambio entre dos partes, por los que el vendedor se compromete a la entrega de un activo a cambio de recibir una cantidad de dinero, o precio, que paga el comprador.

En la antigüedad, cuando se sitúan los principios del comercio, todas las transacciones se realizaban al contado o también llamado en *mercado spot*. Estas operaciones se caracterizan porque el intercambio tiene lugar en el mismo momento de formalización del contrato. Así, una vez alcanzado el acuerdo, el contrato se ejecuta de forma más o menos inmediata y, en consecuencia, el vendedor entrega el activo al comprador del mismo y, a cambio, percibe el precio pactado.



Las operaciones en el mercado spot son muy simples y, sin embargo, entrañan un importante riesgo para las partes contratantes que pueden tener interés en realizarlas y ello es debido a la existencia del **riesgo de mercado**. El riesgo de mercado -denominado también **riesgo de precio**- es aquél que surge por el mero hecho de que el precio de un activo puede variar o fluctuar porque hay incertidumbre económica. Las operaciones a plazo se realizan precisamente para evitar - o, más precisamente, para transferir - este riesgo al que se enfrentan todos los agentes económicos.

A diferencia de las operaciones de contado, los **contratos a plazo** (o *forward*) se caracterizan porque la ejecución del contrato no se realiza en el momento de la formalización del mismo, sino en un momento posterior en el tiempo o en la llamada **fecha de vencimiento**. En el momento inicial las partes contratantes acuerdan todos los términos del contrato, incluido el precio a plazo o precio *forward* de la operación.



Nomenclatura:

Activo \Rightarrow Activo Subyacente

Fecha futura (T) \Rightarrow Fecha de vencimiento

En un principio, históricamente, estos contratos comenzaron a llevarse a cabo en el sector de las materias primas - trigo, algodón, maíz, etc.- donde la variabilidad o **volatilidad** de los precios es tradicionalmente, por razones conocidas (asociadas entre otros al clima), muy elevada.

6.2. Riesgos de liquidez y de Contrapartida

Mediante la contratación a plazo los agentes económicos pueden transferir el riesgo de mercado quedando cubiertos ante una posible fluctuación de los precios. Sin embargo, esta operativa plantea una serie de limitaciones o inconvenientes que se resumen en la existencia de los **riesgos de liquidez y de contrapartida**.

Por riesgo de liquidez de las operaciones a plazo, entendemos la dificultad que supone deshacer una determinada posición por el coste enorme que supone el proceso de búsqueda de una adecuada contrapartida. Esto no es más que la dificultad para encontrar otro agente financiero que pueda cumplir el trato en lugar del contratante obligado.

En cuanto al *riesgo de contrapartida*, consiste en la posibilidad de que una de las partes se declare insolvente en el momento del vencimiento del contrato y, por lo tanto, incumpla las obligaciones contraídas en el mismo.

En los mercados organizados (como, por ejemplo, en MEFF –Mercado Español Oficial de Opciones y Futuros Financieros–) se intentan superar ambas limitaciones mediante:

1. **La estandarización o normalización de los contratos**, que facilitan la liquidez al ampliar el número de potenciales compradores y vendedores. Por otra parte, con la realización de estas operaciones no se persigue el abastecimiento sino la transferencia del riesgo, por eso es posible diseñar incluso un activo ficticio, teórico o inexistente pero, en cualquier caso, representativo de la realidad.
2. El establecimiento de una **Cámara de Compensación y Liquidación** que garanticen el buen fin de las operaciones.

Por ello no se negocian contratos a plazo hechos a medida o acordados libremente por las partes, sino únicamente determinados contratos a plazo estándar o normalizados diseñados expresamente por las Sociedades Rectoras (MEFF en el caso español) con ese fin. La normalización afecta a todos los aspectos de la operación: el activo a intercambiarse, el plazo, la fecha de vencimiento, el nominal del contrato (cantidad de unidades de activo), la forma de negociación y liquidación, las condiciones de la entrega, etc. Una vez decidido el contrato en que se va a operar, el precio por el cual se llevará a cabo la operación en la fecha del vencimiento, el llamado **precio futuro** será el que se negocie en cada momento en el mercado de este tipo de contratos a plazo normalizados. Por este motivo los contratos a plazo o forward que se negocian en un mercado organizado, se denominan **contratos de futuro**.

La existencia de una Cámara de Compensación permite eliminar el riesgo de contrapartida; ello es posible porque la Cámara se interpone jurídicamente entre el comprador y el vendedor, de tal modo que no existe una relación directa comprador-vendedor sino que más bien la relación es Comprador-Cámara, Cámara-Vendedor. En otras palabras, la Cámara de Compensación actúa como vendedor ante los compradores y como comprador ante los vendedores.

Por otra parte, la Cámara se dotará de suficientes mecanismos (fundamentalmente depósitos de garantías) para no asumir, a su vez, riesgo alguno. En definitiva, la Cámara exigirá a los participantes que toman riesgos (compromisos de compra o de venta en firme, para una fecha en el futuro) en el Mercado la constitución de garantías suficientes para poder operar.

Pues bien esta operativa, que tiene su origen en un compromiso de entrega aplazada, y que deriva en un mecanismo de transferencia del riesgo de mercado, se conoce como operativa en derivados. Así pues, podemos definir un producto derivado a cualquier contrato a plazo cuyo precio (aquél por el que se intercambiarán el activo o el propio del contrato, si lo hubiese) dependa o derive de otro activo principal, al que llamaremos **activo subyacente**. En la actualidad se negocia una amplísima variedad de productos derivados, pero nosotros nos centraremos más adelante (en el capítulo 3) en los dos más importantes, las **opciones y los futuros financieros**.

7. MEFF: EL MERCADO ESPAÑOL OFICIAL DE OPCIONES Y FUTUROS FINANCIEROS

La volatilidad y la incertidumbre de los precios de los activos es precisamente lo que impulsa a los agentes económicos a realizar las operaciones a plazo, y estos contratos reciben la denominación de futuros cuando se negocian en el seno de un Mercado Organizado. Históricamente los Mercados Organizados de Derivados tuvieron su aparición, tal y como se conciben hoy día, en el siglo XVII, en Japón, Londres y Países Bajos y en el siglo XIX en la ciudad de Chicago. Los contratos siempre estaban referidos a materias primas. El nacimiento de los contratos derivados utilizando como subyacente un activo financiero data del año 1972, a raíz de la volatilidad que generó en los mercados en general la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods y la declaración de no convertibilidad del dólar un año antes.

MEFF está constituido con dos centros de trabajo, uno en Madrid y otro en Barcelona y, ha permanecido siempre a la vanguardia de la inno-

vación tecnológica en el sector financiero. En la actualidad, MEFF tiene consolidada su posición en Europa, y también a nivel mundial, como uno de los Mercados más destacados y con mayor potencial de crecimiento. En la página web de MEFF (www.meff.com) puede consultar los volúmenes de negociación de los distintos productos de MEFF en los últimos días, semanas, meses y años.

A finales de la última década del siglo XX los mercados europeos deciden llevar a cabo la reorganización necesaria para adaptarse a las nuevas necesidades que suponen la introducción de la moneda única y el auge de la internacionalización. La estrategia a seguir exigía principalmente una adaptación de los productos ofrecidos y el fuerte desarrollo de una política de alianzas.

Así surgió, por ejemplo, la alianza bilateral entre MEFF y EUREX, gracias a la cual se tiene acceso a ciertos productos a través de la plataforma de MEFF como los futuros sobre el Buxl, Bund, Bobl, Schatz o el DAX.

Para acceder a toda la información referente a los productos negociados, volúmenes contratados y cotizaciones en MEFF, puede consultar la página web de MEFF (www.meff.com).

Institucionalmente, MEFF está enmarcado dentro del grupo financiero **Bolsas y Mercados Españoles (BME)**, que es la sociedad holding que integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. El grupo integra, entre otros, a la Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, Sociedad de Bolsas, MEFF, Iberclear y BME Innova / Consulting.

Funciones de MEFF

Las funciones de MEFF se pueden resumir en dos:

- Organizar, dirigir y ordenar el Mercado para conseguir una máxima eficacia en su funcionamiento, y
- Actuar como Cámara de Compensación, es decir como contrapartida de todos los contratos que se realizan.

En cuanto a su **función de Mercado**, MEFF actúa como lugar de encuentro entre compradores y vendedores, velando porque la negociación entre los miembros responda a los principios de unidad de precio y publicidad de las operaciones.

Todos los contratos se negocian a través del sistema de negociación electrónico desarrollado por MEFF, llamado MEFF S/MART.

Este sistema permite al miembro operar desde su misma entidad mediante terminales especializados que le informan, en tiempo real, sobre la evolución de la negociación en cada producto, las posiciones adoptadas y los importes a liquidar.

Por otra parte, MEFF, en su **función de Cámara de Compensación**, actúa como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador. De este modo, el **riesgo de contrapartida** queda anulado para todos los agentes que participen en el mercado (en caso de incumplimiento, la Cámara va a asumir las obligaciones correspondientes) y se traslada íntegramente a la **Cámara de Compensación**.

Para salvaguardarse de la posibilidad del incumplimiento de las obligaciones que contraen los compradores y vendedores de contratos, MEFF, como Cámara, dispone de varios mecanismos, entre ellos los Depósitos en Garantías y la Liquidación Diaria de Pérdidas y Ganancias.

1. **Los depósitos en garantía** son unas cantidades de dinero o activos financieros que todos los participantes – que asumen riesgos – deben depositar en el momento en que abren una posición. Este depósito se cancela al vencimiento del contrato o al cerrar la posición con una operación contraria a la inicialmente efectuada.

En MEFF los Miembros del Mercado pueden materializar estos depósitos bien en efectivo, que se invertirá en Deuda del Estado con pacto de recompra al siguiente día hábil, o bien podrán constituirse las Garantías mediante prenda de valores (de Renta Fija o de Renta Variable). En cualquier caso, la rentabilidad obtenida por las garantías la recibe siempre el propio Miembro y no MEFF.

A su vez, los Miembros solicitan a sus clientes el depósito en su cuenta de las garantías correspondientes a las operaciones que desean realizar.

2. **La liquidación diaria de pérdidas y ganancias** consiste en un procedimiento por el que, al final de cada sesión de negociación, la Cámara procede a cargar o abonar las pérdidas y ganancias realizadas durante el día a los participantes en el mercado. De esta forma todas las posiciones compradoras o vendedoras quedan valoradas a precio de mercado. Este procedimiento se explicará más detalladamente en el capítulo 4 que se refiere a los futuros financieros.

Una particularidad muy importante de todo este sistema de cálculo de las garantías es que se realiza para cada cliente final y teniendo en cuenta la totalidad de su cartera.

El acceso directo al Mercado está restringido a aquellas entidades que tienen la condición de Miembro del Mercado. Para adquirir esta condición, basta con solicitarlo a MEFF y pertenecer a una de las categorías que se describen en el artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores (Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Caja de Ahorros, etc.).