

Información sobre Instrumentos Financieros

Los mercados de valores ponen al alcance de los inversores una gran variedad de instrumentos financieros. En el presente documento se intenta proporcionar la información más relevante sobre los distintos productos e instrumentos, para facilitar el proceso de toma de decisiones.

1 Renta Fija

Los activos de renta fija son un amplio conjunto de valores negociables que emiten tanto las empresas privadas como las instituciones públicas. Económicamente, representan préstamos que las entidades emisoras reciben de los inversores. A diferencia de lo que ocurre con la renta variable, el titular de valores de renta fija tiene derechos económicos pero no políticos, ya que no es propietario de la sociedad. El más importante es el derecho a percibir los intereses pactados y la devolución de la totalidad o parte del capital invertido en una fecha dada, dependiendo de si es renta fija simple o no.

Además, el hecho de que el inversor en renta fija sea acreedor de la sociedad emisora, y no socio de la misma, tiene consecuencias prácticas:

- > En caso de liquidación de la sociedad, el acreedor tiene prioridad frente a los socios.
- > El accionista cuenta con una serie de derechos políticos, cuyo ejercicio requiere un mayor compromiso con el desarrollo de la vida societaria: seguimiento de las decisiones, participación en su caso en la Junta General de Accionistas o delegación del voto, etc..

En los productos de renta fija tradicionales, los intereses del préstamo se establecen de forma exacta desde el momento de la emisión hasta su vencimiento; sin embargo, en la actualidad existen otras posibilidades más sofisticadas. Por ejemplo, las emisiones que pagan cupones a interés variable pueden vincular éste a tipos de referencia del mercado (como el Euribor), a índices bursátiles, o incluso a la evolución de una acción concreta o de una cesta de acciones (en algunos casos, es posible que el producto incorpore un instrumento derivado). A veces tienen características especiales en lo que se refiere a opciones de amortización o reembolso, etc.

Para comprender y evaluar las inversiones en renta fija, es necesario familiarizarse con algunos conceptos:

- > **Precio de Emisión.** Precio efectivo de cada valor en el momento de la suscripción. Normalmente coincide con el valor nominal, aunque en algunos casos puede ser inferior o superior, según se emita al descuento o con prima.
- > **Precio de Reembolso.** Es el que recibe el inversor en el momento de la amortización, y aunque suele coincidir con el valor nominal, a veces puede ser inferior o superior; en cualquier caso, este dato figura en las condiciones de emisión.
- > **Amortización.** Se refiere a la devolución del capital inicial a la fecha de vencimiento del activo.
- > **Prima de reembolso.** Cuando en la fecha de amortización el emisor abona una cantidad superior al nominal de los títulos, la diferencia entre ambos es la prima de reembolso.
- > **Cupones.** Importe de los pagos periódicos (trimestrales, semestrales, anuales, etc.) de intereses pactados en la emisión. A la parte del cupón devengada y no pagada en una fecha determinada entre el cobro de dos cupones, se le denomina **cupón corrido**. Su importe se añade al valor del bono cuando se compra o vende en el mercado secundario con cotización ex-cupón.

- > **Emisiones cupón cero.** Son valores cuyos intereses se abonan al vencimiento junto con el principal. Generalmente tienen vencimiento a corto y medio plazo.
- > **Emisiones al descuento.** Son valores cupón cero, a corto plazo, en los que se descuenta al inversor el importe de los intereses en el momento de la compra. Las Letras del Tesoro y los pagarés de empresa son de este tipo.

1.1 Factores de Riesgo

El **riesgo financiero** es el conjunto de factores que pueden determinar que la inversión proporcione una rentabilidad distinta de la esperada, por encima o por debajo. Es decir, riesgo significa **incertidumbre**. Desde el punto de vista financiero, se considera que incorpora el mismo riesgo obtener un 20% por encima o por debajo de la rentabilidad prevista. Como es lógico, el único riesgo que preocupa al inversor es el segundo: la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la inicialmente prevista. En este aspecto hay diferencias sustanciales. Los productos de renta fija simple que ofrecen poco riesgo suelen llevar asociados niveles bajos de rentabilidad, aunque no siempre es así.

Con carácter general, los precios de los activos financieros son sensibles a las expectativas generales sobre la marcha de la economía, sobre el comportamiento específico de determinados sectores o compañías, etc...

Otros riesgos son el de **tipo de cambio** (riesgo de variación en los tipos de cambio de las divisas; sólo afecta a los activos denominados en monedas distintas del euro), y el **riesgo operativo** o de procedimiento. Éste deriva de la posibilidad de cometer errores al transmitir instrucciones de compra o venta a las entidades financieras. Es el único riesgo que el inversor puede anular por completo, revisando con cuidado las órdenes antes de transmitir las al intermediario. Después es necesario comprobar que las ejecuciones se corresponden con las instrucciones transmitidas y la situación del mercado, y realizar un adecuado seguimiento periódico de las cuentas de valores.

Hay otras fuentes importantes de riesgo que pueden afectar a un valor de renta fija, y que merecen ser tratadas con más detalle.

1.2.1 Riesgo de Tipo de Precios. La Duración.

El riesgo de precio supone la posibilidad de que, cuando el inversor desee vender el activo, su precio de venta sea inferior al de compra. En el caso de la renta fija, este riesgo está unido fundamentalmente a la evolución de los tipos de interés, y se manifiesta cuando el horizonte temporal de la inversión es inferior al plazo de vencimiento del valor.

Cuando un inversor adquiere un activo con un vencimiento más largo que su propio periodo de inversión, llegada esa fecha tendrá que venderlo en el mercado secundario. Si durante ese tiempo los tipos de interés han subido, obtendrá una rentabilidad inferior a la esperada, e incluso podría registrar minusvalías. Y, al contrario, descensos en los tipos de interés le reportarán rentabilidades superiores a las inicialmente previstas (este efecto es mucho menor en los valores de renta fija que remuneran a tipos variables, puesto que los pagos periódicos ya suelen incorporar las fluctuaciones de los tipos de interés).

El motivo es que, cuando los tipos suben, las nuevas emisiones que salen al mercado

ofrecen una remuneración más atractiva; por tanto, las antiguas sólo se negociarán en la medida en que su precio se reduzca, garantizando al comprador una rentabilidad equivalente a la de las nuevas emisiones. Y a la inversa, cuando los tipos de interés disminuyen, el precio en mercado secundario de las emisiones antiguas subirá. En ambos casos, son los movimientos en la **TIR** lo que ajusta el precio. La TIR permite homogeneizar la rentabilidad de cada emisión para compararla con los tipos de mercado, es decir, con los de otras emisiones de características similares, incluida la Deuda Pública. Si tiene interés en profundizar en este concepto, puede consultar la sección **Cálculo de la TIR**.

La sensibilidad del precio frente a variaciones en los tipos de interés se mide mediante la **duración**, que es la vida media de un valor de renta fija, teniendo en cuenta el número de cupones pendientes, su distribución y cuantía, y el resto de los ingresos a percibir en el tiempo.

Se trata de un concepto muy importante para estimar el riesgo que incorpora un determinado valor. Mayor duración significa mayor riesgo pues, ante subidas o bajadas de los tipos de interés, el precio del producto sufrirá una mayor bajada o subida. En la sección **Concepto y cálculo de la duración** se explica en detalle cuál es el método de cálculo.

1.2.2 Riesgo de Reinversión

Si el activo adquirido tiene una vida inferior al horizonte de inversión que se desea mantener, a su vencimiento se deberá adquirir otro hasta completar ese periodo. Tal situación origina un riesgo de reinversión, pues podría ocurrir que, en esa fecha, la rentabilidad que ofrezcan los activos sea inferior a la que se obtuvo inicialmente a ese plazo.

1.2.3 Riesgo de Crédito o Insolvencia

Es el riesgo de que el emisor de un valor no pueda hacer frente a sus pagos, tanto de cupones como de reembolso del principal, o de que se produzca un retraso en los mismos. El emisor puede ser una empresa, entidad financiera, un Estado o un organismo público.

Cuando el emisor de los valores (de renta fija) es un Estado, el riesgo de crédito se denomina **riesgo país**. En los Estados occidentales es prácticamente inexistente, aunque en algunas ocasiones se han producido suspensiones unilaterales en el pago de los intereses de la deuda pública externa emitida por países en vías de desarrollo.

En general, en nuestro entorno económico, se considera que las emisiones del Estado son activos libres de riesgo, **siempre que se mantengan hasta el vencimiento** (si antes de la amortización se venden los valores en el mercado secundario, se obtendrá el precio que el mercado esté dispuesto a pagar en ese momento). Cualquier emisor privado, por muy solvente que sea, incorpora un riesgo superior al de los valores públicos; por eso, también suelen exigirse mayores rentabilidades. Ese diferencial de rentabilidad que se pide a los valores privados respecto a la deuda pública se denomina **prima de riesgo**.

Antes de invertir, es conveniente tener en cuenta la calidad de crédito del emisor. Para ello pueden consultarse las calificaciones que realizan las agencias especializadas, sobre la calidad crediticia y fortaleza financiera de las sociedades emisoras, Estados y Administraciones Públicas: es el **rating**.

Estas calificaciones pueden ser sobre el emisor, o en el caso de los privados, sobre éstos y/o cada una de sus emisiones. Las calificaciones se pueden consultar en el Capítulo II del Folleto Informativo inscrito en la CNMV (aunque el inversor debe tener en cuenta que las calificaciones pueden ser revisadas, suspendidas o retiradas en cualquier momento por parte de la agencia calificadora). El criterio fundamental empleado para evaluar la solvencia de un emisor suele ser la capacidad que éste tiene para generar beneficios en el futuro y, en consecuencia, la capacidad de afrontar sus compromisos de pago. En ocasiones, la solvencia de una emisión concreta puede estar vinculada al ofrecimiento de garantías adicionales (como en el caso de las titulizaciones).

1.2.4 Riesgo de Falta de Liquidez

El riesgo de falta de liquidez se refiere a una posible penalización en el precio obtenido al deshacer la inversión, en el caso de que fuese necesario realizar la venta con rapidez. En casos extremos, podría suponer la imposibilidad de recuperar el dinero en el momento deseado.

En algunos productos financieros, como los depósitos bancarios a plazo tradicionales o algunos fondos de inversión garantizados, la cuantía de la penalización por reembolso anticipado está prevista en el correspondiente contrato. En otros, como las acciones y warrants cotizados en Bolsa, la renta fija privada negociada en las Bolsas o en AIAF, o los futuros y opciones cotizados en MEFF, será el mercado el que

determine la liquidez y el precio de la inversión. Sin embargo, hay diferencias notables en el funcionamiento de los distintos mercados organizados, y en la liquidez de los distintos productos que en ellos se negocian.

También hay que tener en cuenta que algunos productos no son negociables y no permiten amortización anticipada, como es el caso de los **contratos de compra/venta de opciones**; en caso de permitirlos, el coste de deshacer las coberturas de la opción asociada es elevado, existiendo la posibilidad de perder parte del principal invertido.

Antes de elegir un activo, hay que recordar **que la falta de liquidez es un coste que siempre asume el inversor.**

Hay que tener en cuenta que el cálculo del riesgo total no es la suma de todos, sino una cifra inferior que tiene en cuenta las posibles correlaciones.

1.2.5 Factores de Rentabilidad

En su forma más simple es el cociente entre los rendimientos netos de la inversión y la cantidad de dinero invertida, expresada en porcentaje anualizado. Sin embargo, el cálculo de la rentabilidad en la práctica es algo más complejo.

En primer lugar, es necesario considerar los **rendimientos netos**, esto es, los ingresos percibidos menos los gastos en que se incurre. Por el lado de los gastos, habrá que tener en cuenta tanto los que se derivan de la operativa (los corretajes o comisiones por la tramitación de órdenes de compra, venta, suscripción o reembolso), como los que posteriormente percibirá la entidad financiera por el mantenimiento en el tiempo de esta inversión (los

gastos de depósito y administración del producto, también llamadas comisiones de administración y custodia).

En segundo lugar, hay que considerar el efecto que la fiscalidad tiene sobre la rentabilidad, pues lo relevante para el inversor **es el rendimiento neto después de impuestos**. Debe tenerse en cuenta que la fiscalidad de un mismo producto puede ser diferente según sean las circunstancias personales de cada inversor. Además, el impacto fiscal también puede cambiar en el tiempo por dos causas: modificaciones legislativas que impliquen cambios en el régimen fiscal aplicable al producto, o modificaciones de la propia renta o patrimonio del inversor, que supongan un efecto distinto de esta tributación en su impuesto personal.

Otro aspecto a considerar es el **período durante el que se espera mantener la inversión**. En general, los productos de renta fija generan ingresos (y a veces gastos) a lo largo del tiempo de su tenencia. Para poder compararlos entre sí, hay que conocer cuánto valdrían en el momento actual todos esos flujos, es decir, es necesario realizar la actualización de su valor.

La noción de que el dinero tiene un valor temporal es uno de los conceptos básicos de las finanzas. Como es generalmente conocido, un mismo capital tiene más valor en el momento presente que en cualquier instante futuro. Los motivos son:

- > La inflación reduce el poder adquisitivo del capital en el tiempo.
- > Existe el riesgo, aunque en algunos casos pueda ser remoto, de que se incumpla la promesa de devolución del capital.
- > Se renuncia a poder utilizarlo en otra inversión, consumirlo o gastarlo (es lo que se denomina coste de oportunidad)

Por tanto, para que exista un incentivo a la inversión, la rentabilidad esperada debe incluir esa tasa de intercambio para la que nos es indiferente tener el dinero hoy o en el futuro (ése es el precio del dinero), más una prima adicional para cubrir la incertidumbre (prima de riesgo). En la sección **Cálculo de la TIR**, se puede profundizar en los aspectos matemáticos de estos conceptos, y ver cómo se realiza la actualización de los flujos para estimar la rentabilidad efectiva que ofrece un valor de renta fija.

En los valores con tipo de interés fijo, el inversor puede conocer con certeza los ingresos y gastos asociados a la inversión, y calcular exactamente la rentabilidad, en el caso de que adquiriéndose en el mercado primario se mantenga el valor hasta su vencimiento.

Sin embargo, en ciertos supuestos esto no es posible:

- > En los productos que pagan cupones a interés variable, el cual se vincula a tipos de referencia del mercado (como el Euribor), a índices bursátiles, o incluso a la evolución de valores de renta variable. En estos casos sólo es posible estimar la rentabilidad según las condiciones actuales del mercado, pero no hacer un cálculo preciso, puesto que no se conoce cómo van a evolucionar en el tiempo. Sin embargo, el inversor debe al menos tener una idea de cómo se calculará el cupón, de las expectativas del mercado sobre los instrumentos de referencia y, sobre todo, del riesgo que asume (dependiendo de las emisiones, se puede llegar a perder una parte más o menos importante del capital invertido)
- > Tanto si el interés es fijo como variable, si el inversor vende antes del vencimiento y/o adquirió la emisión en el mercado secundario, el cálculo a priori no dejará de ser una mera estimación.

1.2.6 Cómo se Puede Comprar y Vender Renta Fija

La renta fija puede suscribirse en el momento de la emisión (mercado primario), a través de las entidades financieras, según los términos descritos en su folleto informativo. También se puede comprar renta fija a otros inversores (mercado secundario), a través de los intermediarios financieros. En ese caso, las emisiones que tienen mayor interés para los inversores son las que cotizan en alguno de estos mercados:

- > En el mercado de deuda pública anotada se negocian, fundamentalmente, Letras del Tesoro y bonos y obligaciones del Estado. En este caso, también es posible comprar sin intermediarios, a través del Banco de España, mediante las cuentas directas de deuda del Estado. En la página web de la Dirección General del Tesoro, se puede obtener información sobre cualquier emisión de deuda pública del Estado, acudir a las subastas de deuda y contratarla sin costes: www.tesoro.es Puede realizar consultas en el teléfono 902 15 50 50.
- > En el **mercado AIAF**, se negocian pagarés de empresa, cédulas hipotecarias y diversos tipos de bonos y obligaciones emitidos por entidades financieras y no financieras, públicas o privadas, así como las participaciones preferentes y las titulizaciones.
- > En las cuatro Bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), y en el sistema electrónico de renta fija se negocian diversas emisiones de renta fija privada y deuda de otros organismos públicos, así como deuda pública anotada

Se puede obtener información sobre los precios de los distintos mercados de renta fija, a través de sus respectivos boletines de cotización o de la prensa diaria especializada. Para cada uno de los mercados, hay que tener en cuenta los siguientes matices:

- > Los precios que se publican para los valores negociados en el mercado de deuda pública anotada se han obtenido en operaciones de compraventa entre entidades financieras.
- > Los precios del mercado AIAF corresponden a negociaciones bilaterales entre entidades financieras, entre éstas y sus clientes, o directamente entre éstos. No obstante, al publicarse exclusivamente información sobre cambios medios ponderados, las operaciones institucionales influyen en los precios en mayor medida, por ser mayor su volumen. Estos precios sólo son indicativos y, en general, no coincidirán con los que se aplican al inversor minorista. El precio aplicable al inversor minorista se negocia directamente entre éste y la entidad a la que se dirige, de modo que es posible encontrar precios distintos en cada una de ellas.
- > En el caso de la renta fija contratada en las Bolsas, los precios cruzados en la sesión son tanto minoristas como institucionales.

1.2.7 Qué Debe Saber Antes de Invertir en Renta Fija

Las leyes que rigen las transacciones en los mercados de valores se basan en un principio muy claro: todos los inversores, tanto institucionales como minoristas, deberán tener acceso a determinadas informaciones básicas y concretas relacionadas con sus inversiones, antes de realizarlas. Con este fin, la CNMV exige a las sociedades emisoras que difundan al público toda la información pertinente en relación con la compañía (situación financiera, expectativas, etc.) y la emisión. Antes de contratar un producto, el inversor debe consultar el folleto de la emisión y el tríptico informativo.

Folleto informativo de la emisión - Su finalidad es recoger una información completa sobre la situación del emisor y los valores que se ofrecen, para que los potenciales inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la inversión que se les propone. Incluyen, entre otra información, cuentas auditadas de la compañía, características de los valores objeto de la oferta, descripción de las actividades de la sociedad, resultados obtenidos y perspectivas de negocio. Igualmente, se incluyen los principales riesgos referentes a la oferta y al emisor. Identifica las compañías autorizadas en su caso para la colocación y el aseguramiento (con el importe de éste), así como el régimen fiscal aplicable. **Las sociedades emisoras y los intermediarios financieros que intervengan en la colocación de los valores, deben tener obligatoriamente el folleto a disposición del público en todos los puntos de venta.**

Tríptico Informativo - Es un documento resumen del anterior en el que figuran de manera resumida los principales datos y riesgos referentes a la oferta y al emisor. Al igual que en el caso anterior, **es obligatorio que el emisor y los intermediarios financieros que intervengan en la colocación tengan el tríptico a disposición del público en todos los puntos de venta. Es muy importante que el inversor lea atentamente este documento antes de contratar un producto.**

Por otra parte, en los últimos años la variedad de productos que un inversor puede encontrar en los mercados ha crecido extraordinariamente. Los productos más novedosos son a su vez más sofisticados y la renta fija no ha escapado a esta tendencia. Algunos de ellos resultan difíciles de entender y están sometidos a un número creciente de fuentes de riesgo. Los inversores pueden ahora encontrar activos de renta fija con intereses variables, opciones de amortización anticipada y otras características especiales. Es muy importante que el inversor conozca todas las particularidades del producto en el que va a depositar sus ahorros. Además de las cuestiones generales que deben plantearse antes de adquirir cualquier producto financiero, es aconsejable realizar determinadas **preguntas concretas sobre la inversión en renta fija.**

El inversor debe conocer los siguientes aspectos básicos, antes de colocar sus ahorros en un determinado valor de renta fija.

- > Cuál es el tipo de interés (fijo o variable).
- > Periodicidad del pago de cupones (hay que recordar que el momento en que se perciben los flujos de ingresos incide en la rentabilidad: ver la sección sobre **Cálculo de la TIR**).
- > En caso de que los cupones se paguen a un tipo de interés variable:
- > Debe conocerse a qué referencia se encuentra vinculado el tipo de interés (a otros tipos de referencia como el Euribor, índices bursátiles, cestas de acciones, etc).
- > Cómo se calcula: diferencial que se aplica sobre la referencia elegida, fórmula de cálculo (ej. media de un número de observaciones mensuales durante un periodo determinado), si se ha designado un agente de cálculo que valore los rendimientos, etc.

En ocasiones, el tipo de interés se incrementa o disminuye con el transcurso del tiempo, según una programación establecida en las condiciones de emisión.

Es conveniente informarse sobre las previsiones de los distintos especialistas sobre la evolución de los tipos de interés. Si se opera a corto plazo en el mercado secundario y los tipos suben, la rentabilidad disminuye y se puede llegar a sufrir pérdidas.

Es importante confirmar el precio de emisión y el de reembolso. Habitualmente ambos precios coinciden con el valor nominal, aunque podrían ser distintos según las condiciones de

emisión. Es fundamental comprender bien este extremo, porque en productos referenciados al rendimiento de índices o cestas, el precio de reembolso puede ser inferior al nominal del valor. En este caso, la evolución desfavorable de dichas referencias llevaría a registrar pérdidas.

También es esencial confirmar la fecha y las condiciones de amortización. No es lo mismo comprometer el dinero a 3, 5 o 10 años. Además, si no se desea asumir el riesgo de precio o de reinversión, habría que ajustar los plazos al propio horizonte temporal, es decir, el tiempo durante el que se desea mantener la inversión.

El inversor debe saber si existen opciones de amortización anticipada, parcial o total, a favor del emisor. En algunos casos, el emisor se reserva la opción de amortizar anticipadamente la totalidad de la emisión en un periodo preestablecido. Ese derecho no se le concede al inversor. Por lo tanto, si los tipos de interés bajan, el emisor ejercerá la opción de amortización anticipada y el inversor tendrá que buscar antes de lo previsto una nueva inversión, por la que conseguirá un tipo de interés inferior. En cambio, si los tipos suben, el emisor no ejercerá la opción y el valor no se podrá amortizar hasta el vencimiento final, con lo que la inversión estará devengando intereses inferiores a los de mercado.

Otra forma de amortización anticipada es la amortización parcial por reducción del nominal. En este caso, la opción de amortización a favor del emisor constituye una de las condiciones de la emisión. El inversor debe valorar si una inversión de estas características se ajusta a sus necesidades, pues en unas fechas determinadas recibirá un 25% ó un 50% de su inversión inicial.

Es necesario consultar las tasas de rentabilidad (TIR) de emisiones de características similares, incluida la deuda del Estado. Hay que tener en cuenta que algunos valores ofrecen tipos de interés elevados para el primer cupón, y aplican otro sensiblemente inferior durante el resto de la vida de la emisión. Al final, la tasa de rentabilidad puede quedar muy lejos del tipo de interés inicial. Por eso es importante conocer la TIR antes de efectuar la inversión: es la manera de saber de antemano cuál va a ser la rentabilidad real del producto, y valorar si resulta interesante en comparación con la que ofrezcan otros valores de renta fija similares, incluida la deuda del Estado. Se puede profundizar en este concepto en la sección **Cálculo de la TIR**.

1.2.8 Cómo Valorar la Evolución de una Inversión en Renta Fija

Después de adquirir un determinado valor, el inversor dispone de diversas fuentes de información para vigilar su evolución. Las variaciones del precio en los mercados secundarios permiten estimar en cada momento cuál podría ser la rentabilidad obtenida, aunque revisten menos importancia si se tiene la intención de mantener la inversión hasta el vencimiento. Por otra parte, siempre es necesario estar al tanto de la situación general de la economía y del comportamiento de la sociedad emisora, ya que ambos factores tienen una influencia directa en la rentabilidad y la seguridad de la inversión realizada. En la página web de la CNMV pueden consultarse las siguientes informaciones sobre la sociedad emisora:

- > **Cuentas anuales auditadas**, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Sociedades Anónimas. El inversor deberá prestar especial atención a la existencia de salvedades en el dictamen de los auditores, ya que en algunos casos podrían ser indicativas de problemas o deficiencias en el funcionamiento de la sociedad.

- > **Información periódica trimestral y semestral** sobre la evolución de la sociedad. La información semestral contiene el balance de situación y los resultados individuales y consolidados (si la emisora pertenece a un grupo), así como la evolución de los negocios (cifra de ingresos y costes, análisis de las principales operaciones que han dado lugar a resultados extraordinarios, inversiones y desinversiones relevantes...). Esta información también es difundida por los emisores trimestralmente, pero con menor grado de detalle.
- > **Hechos relevantes.** Las compañías están obligadas a informar inmediatamente al mercado, a través de la CNMV, de toda circunstancia o decisión que pueda influir de modo sensible en la cotización de sus valores.

En cuanto a la situación económica general (tipos de interés y demás indicadores macroeconómicos), pueden consultarse diariamente en la prensa especializada y a través de Internet, en un gran número de portales dedicados a temas económicos y financieros.

1.2.9 Cálculo de la TIR

Los instrumentos de renta fija suelen ofrecer al inversor la percepción de una corriente de flujos en fechas preestablecidas (excepto si se trata de emisiones cupón cero). Tales flujos corresponden a los cupones, que se pagan con carácter periódico: trimestral, semestral, o, lo que es más frecuente, anual. El último flujo está compuesto por el cupón correspondiente y por la devolución del principal, que es la cantidad que se pagó por el bono en el momento de la emisión. Para saber qué valor tienen todos esos flujos futuros en el momento presente, se utiliza la función de descuento, por la cual transformamos esas cantidades en un único valor actual. Este proceso, además, permite comparar, entre varios activos de renta fija con diferentes cupones y plazos de vencimiento, cuál ofrece una mejor rentabilidad: será aquel que tenga mayor valor actual. La función de descuento que nos permite traer un capital futuro al momento presente se enuncia del siguiente modo:

$$C_1 = \frac{1}{(1+r)^n} * C_n$$

C0= Valor actual

Cn= Valor futuro

r= Tipo de interés en tanto por uno

n= Número de periodos (años, meses, días... Hay que tener cuidado para que el tipo de período elegido coincida con el de referencia del tipo de interés. Es decir, si se usa un tipo de interés anual, habrá que expresar los periodos en años; así, un semestre se expresaría como 0.5 años. Si los periodos se expresan en trimestres, el tipo de interés anual tendría que dividirse por cuatro, etc.).

Si un inversor aporta 1.000 euros a un interés fijo del 4,25% anual, el año próximo tendría:

$$C_n = 1.000 * (1,0425)^1 = 1.042,5 \text{ euros}$$

Y dentro de 5 años:

$$C_n = 1.000 * (1,0425)^5 = 1.231,35 \text{ euros}$$

Es decir, si supiera con certeza que durante todo el periodo no iba a producirse ningún cambio en los tipos de interés, al inversor le sería indiferente tener 1.000 euros hoy, o 1.042,5 euros el año que viene, o esperar 5 años para obtener 1.231,35. De estos cálculos se deducen dos conclusiones esenciales:

- > El valor actual de un capital es inferior cuanto más lejana en el tiempo sea su percepción.
- > El valor actual de un capital es inferior cuanto mayor sea el tipo de interés al que se realiza el descuento.

Aplicando la fórmula anterior al descuento de todos los flujos que componen un valor de renta fija, el valor actual teórico sería:

$$P_0 = \frac{C_1}{1+k} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_n + P_n}{(1+k)^n}$$

C_j= Cupones o importe de los intereses que el bono genera al final del periodo j

n= Número de años o periodos de vida hasta la amortización del valor

k= Interés nominal del dinero en el mercado de capitales

P_n= Valor de reembolso

P₀= Valor actual del título

Para elegir el tipo de interés "k" es frecuente utilizar un tipo medio del mercado para inversiones al mismo plazo, con frecuencia el de la deuda del Estado a sus distintos vencimientos.

1.2.10 Ejemplo de Cálculo del Valor Teórico de un Bono

La familia Rodríguez Pérez decide ahorrar comprando un bono de valor nominal 10.000 euros, que ofrece un cupón anual del 5% durante 3 años. Si el tipo de interés medio de mercado para inversiones del mismo plazo se sitúa en el 5,25%, ¿cuál sería el precio que debería pagar hoy?

$$P_0 = \frac{500}{1+0,0525} + \frac{500}{(1+0,0525)^2} + \frac{500+10.000}{(1+0,0525)^3} = 9.932,23 \text{ euros}$$

Y después de estos conceptos previos, ya se puede definir la **TIR**, o tasa interna de rentabilidad: es la tasa de descuento, o tanto medio efectivo, que iguala el precio de un bono con la corriente de pagos generada por el mismo. La TIR nos da un promedio del rendimiento del valor, y resulta muy útil para comparar la rentabilidad de distintos productos. Para hallar la TIR basta con despejar la "r" de la siguiente fórmula, con una calculadora financiera o una simple hoja de cálculo.

$$P_0 = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

C_j = Cupones o importe de los intereses que el bono genera al final del periodo j

n = Número de años o periodos de vida hasta la amortización del valor

P_n = Valor de reembolso

P_0 = Valor actual del título

r = TIR

En definitiva, la TIR es el rendimiento que hace que el inversor esté dispuesto a renunciar a un capital en el momento presente, a cambio de percibir una corriente de rentas en determinados momentos futuros. De todo lo anterior, se deduce una conclusión esencial para el inversor: **la relación inversa que existe entre el precio de un bono y su rentabilidad (TIR):**

Como se ha visto antes, el valor actual es menor cuanto mayor sea la tasa de interés a la que se descuenta el flujo.

La TIR es precisamente esa tasa de descuento a la que actualizamos el valor de los flujos futuros generados por un título de renta fija.

El precio del título es el valor actual de esos flujos, es decir, lo que el inversor está dispuesto a pagar ahora a cambio de las rentas prometidas.

Por tanto, si a un bono se le exige una mayor rentabilidad o TIR, el precio que el inversor está dispuesto a pagar es menor, y viceversa.

Aunque la TIR es una buena aproximación para comparar distintos títulos de renta fija, tiene algunas limitaciones. Por ejemplo, en las emisiones a cupón variable no es posible conocer la cuantía exacta de los flujos futuros. Tampoco resulta muy útil si no se tiene intención de mantener la inversión hasta el vencimiento.

1.2.11 Concepto y Cálculo de la Duración

La duración es un concepto que se mide en unidades de tiempo (años, meses, días), y que admite más de una interpretación:

Por una parte, la duración indica la vida media de un valor de renta fija. Es la media ponderada de los plazos que hay entre la fecha en la que se realiza el cálculo, y la fecha de cada uno de los flujos previstos de ingresos (básicamente, pagos de cupones y principal). Supone calcular la vida remanente del activo, ponderando los flujos según su cuantía y considerando el momento en el que se perciben.

De esta definición deben retenerse las siguientes conclusiones:

- > En las emisiones cupón cero la duración coincidirá con el plazo que resta hasta el vencimiento, ya que no hay flujos intermedios que alteren la vida del activo.
- > En los títulos que pagan cupones, la duración es menor que el plazo que falta hasta el

vencimiento. Intuitivamente se comprende que el inversor va disponiendo de los beneficios de su inversión antes de la fecha prevista de vencimiento, lo que desde el punto de vista financiero supone una diferencia importante (hay que recordar que un capital tiene siempre más valor hoy que en cualquier momento futuro).

Para calcular la duración de un activo de renta fija hay que manejar las siguientes magnitudes:

C_j = Flujo de fondos al final del período j

n = Número de años o períodos de vida hasta la amortización del valor

t_j = Número de períodos entre el momento del cálculo y el vencimiento del flujo j

i_j = Tasa de descuento para el plazo j

P_0 = Valor actual del título

$$DURACIÓN = \frac{\sum_{j=1}^n \frac{C_j \times t_j}{(1+i_j)^{t_j}}}{P_0}$$

Además, la duración de un valor de renta fija permite medir su **sensibilidad ante variaciones en los tipos de interés**. Desde este punto de vista, la duración es una medida del riesgo que asume el inversor. Para que pueda usarse como medida del riesgo, hay que relacionar la anterior fórmula de la duración con la TIR. Tenemos así la duración modificada:

$$DURACIÓN_MODIFICADA = \frac{DURACIÓN}{(1 + TIR)}$$

Por otra parte, además de medida del riesgo, la duración es el momento de la vida de un bono en el que se iguala el valor de todos los flujos ya cobrados con el de los que quedan por percibir, valorados todos a esa fecha. El inversor debe saber que cuando compra un bono, puede eliminar el riesgo de tipos (eliminar el efecto de sus oscilaciones, independientemente de su cuantía), si lo vende en el momento de la duración.

El concepto de duración también puede referirse no a un solo valor, sino a toda una cartera de renta fija. La duración de una cartera es la media ponderada de las duraciones de los activos que la componen. Así, si se desea construir una cartera de renta fija sin riesgo, hay que empezar fijando un horizonte temporal (D), y después se busca la proporción de activos adecuada. Vendiendo la cartera en D , la rentabilidad obtenida es al menos igual a la inicial.

Ejemplo: Bono a 10 años al 4,00%. TIR= 3,5%. Duración=8,47

Si la TIR sube un 1%, es decir, pasa de un 3,5% a un 4,5%, el precio del bono bajará un 8,47% y, lo contrario ante una bajada del 1%. Tanto en un caso como en otro, los movimientos se van compensando a lo largo del tiempo de modo que, en el año 8,47, la rentabilidad que se obtenga será al menos la TIR inicial, suponiendo que el resto de los parámetros permanezcan constantes. En resumen, cuanto mayor es la duración de un bono, mayor es el cambio porcentual del precio como resultado de una variación de la TIR. Esto justifica que el

efecto de una variación de tipos sobre el precio de un producto de renta fija sea mayor cuanto mayor es la vida que le queda para amortizarse, pues mayor es su duración.

1.2.12 Tratamiento Fiscal de la Renta Fija

Varía según las características del producto:

Letras del Tesoro. Su rendimiento viene determinado por la diferencia entre el precio de compra y el de venta o amortización, descontados gastos y comisiones. Se considera rendimiento del capital mobiliario y no está sujeto a retención.

Bonos y obligaciones públicos. Las rentas periódicas que generan tienen la consideración de rendimientos del capital mobiliario (descontados gastos y comisiones), y están sujetos a una retención a cuenta del 15%. Si los intereses sólo son pagaderos al vencimiento, y siempre que éste sea superior a dos años, la renta tiene una reducción del 40%.

Cuando se trata de **strips** (algunas emisiones de deuda pública a largo plazo permiten la segregación y negociación por separado de cada uno de los cupones y del principal), las rentas generadas son rendimientos del capital mobiliario, sujetos a una retención a cuenta del 15%.

Renta fija privada. Las rentas que generan son rendimientos del capital mobiliario (descontados gastos y comisiones), y están sujetos a una retención a cuenta del 15%. Si los intereses sólo son pagaderos al vencimiento, y siempre que éste sea superior a dos años, la renta tiene una reducción del 40%.

Además, en el apartado correspondiente se describe cada producto de forma específica:

1.2.13 Deuda Pública

Definición y tipos

Son valores de renta fija, emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas y otros Organismos Públicos. En general son valores muy líquidos y con un bajo riesgo de crédito (la deuda pública emitida por el Estado español tiene otorgada la máxima calificación crediticia, por parte de las agencias calificadoras más prestigiosas).

El mercado de deuda pública no está supervisado por la CNMV, sino que es gestionado por el Banco de España (a través del CADE, Central de Anotaciones en Cuenta).

Dependiendo de los plazos y las características, hay distintos tipos de deuda pública:

Letras del Tesoro. Son activos a corto plazo (máximo 18 meses) emitidos por el Estado a través de la Dirección General del Tesoro. Siempre son al descuento (rendimiento implícito) y se representan exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, sin que exista el título físico.

El Tesoro emite regularmente estos valores a través de subastas competitivas, como método de financiación del Estado. Actualmente se ofrecen tres tipos de Letras en función de su plazo de vencimiento: a 6, 12 y 18 meses.

Bonos y Obligaciones del Estado. Son los principales instrumentos de renta fija a medio plazo (bonos) y largo plazo (obligaciones) emitidos por el Estado. Se trata de emisiones de rendimiento explícito. En la actualidad se emiten bonos a 3 y 5 años y obligaciones a 10, 15 y 30 años. A lo largo de su vida, estos activos devengan un tipo de interés fijo que se abona mediante cupones anuales.

Algunas emisiones de deuda pública a largo plazo se realizan bajo la modalidad de valores segregables o "strips", en los que se pueden adquirir por separado el principal y cada uno de los cupones a los que da derecho el bono original.

Deuda autonómica y de otros Organismos Públicos. Las Comunidades Autónomas, corporaciones locales y diversos entes públicos emiten valores a corto plazo (pagarés) y a largo plazo. Sus características son similares a las de las Letras del Tesoro y los bonos y obligaciones del Estado, respectivamente.

Contratación. El mercado de referencia de estos valores es el mercado de deuda pública en anotaciones. Las operaciones pueden tramitarse, tanto en el mercado primario como en el secundario, a través de cualquier entidad financiera. También es posible contratar deuda pública a través del Banco de España, mediante las cuentas directas de deuda del Estado.

En la página web de la **Dirección General del Tesoro**, puede obtener información sobre cualquier emisión de deuda pública del Estado, acudir a las subastas de deuda y contratarla sin costes, a través del servicio de compraventa de valores del Tesoro por Internet.

En la página web del **Banco de España** (Boletín de la Central de Anotaciones) puede consultar información sobre precios cotizados y operaciones cruzadas de la deuda pública negociada.

También en la Bolsa se negocian valores del Estado y de las Comunidades Autónomas, a través del mercado electrónico de renta fija y deuda anotada.

Otra posibilidad de adquirir Deuda Pública en el momento de la emisión es el servicio telefónico que ofrece la Bolsa para acudir de forma sencilla a las subastas de valores del Tesoro, a través del Sistema Bursátil de Deuda Anotada. En el teléfono 91 589 27 80 (atención diaria, de 9 a 2), se puede transmitir la petición de suscripción (además de obtener información sobre el procedimiento, sobre las fechas de las próximas subastas y los resultados de las anteriores).

1.2.14 Cédulas Hipotecarias

Son valores de renta fija emitidos exclusivamente por entidades de crédito (bancos y cajas), y respaldados de modo global por su cartera de préstamos hipotecarios.

La ley establece que el volumen de cédulas hipotecarias emitidas por una entidad y no vencidas, no puede superar el 90% de los capitales no amortizados de todos los créditos hipotecarios de la entidad aptos para servir de cobertura.

Suelen ser emisiones a medio plazo y tienen distintas modalidades en cuanto a tipo de interés y condiciones de amortización. En concreto, la entidad emisora se reserva la facultad de amortizar anticipadamente parte o la totalidad de la emisión durante la vida de la misma,

de acuerdo con lo establecido en la Ley que regula el mercado hipotecario.

Las entidades emisoras de las cédulas hipotecarias registran el folleto informativo de la emisión en la CNMV.

Contratación y mercados. En algunos casos, se negocian en AIAF. En las páginas web de los mercados correspondientes, se difunde información relacionada con la negociación: emisiones vivas, precios y volúmenes cotizados, etc.

En el caso de que no se negocien en ningún mercado secundario, las entidades emisoras suelen dar liquidez a estos valores. Es decir, dan contrapartida de compra o venta a los inversores, siempre que el volumen de valores que tengan en su cartera no supere el límite legal del 5% del volumen emitido.

Tanto el folleto de la emisión (que el inversor debe consultar siempre para conocer las condiciones de la misma), como los mercados en los que se negocia, son accesibles a través de la página web de la CNMV.

1.2.15 Obligaciones y Bonos

Los bonos y obligaciones emitidos por las empresas son valores de renta fija a medio y largo plazo. Sus características pueden variar considerablemente, los bonos y obligaciones emitidos por las empresas son valores de renta fija a medio y largo plazo. Sus características pueden variar considerablemente de un emisor a otro, e incluso para distintas emisiones de una misma compañía. Estas diferencias pueden ser la fecha de vencimiento, tipo de interés, periodicidad de los cupones, precios de emisión y amortización, las cláusulas de amortización y otras condiciones de la emisión, así como las opciones de convertibilidad si las hubiera, la prelación de derechos en caso de liquidación, o las garantías ofrecidas, entre otras. Por eso es importante consultar el folleto para saber cuáles son exactamente las condiciones concretas de cada emisión. Así, es posible encontrar obligaciones y bonos **simples**, obligaciones **subordinadas** (las que a efectos de prelación de créditos se sitúan detrás de todos los acreedores comunes), o bonos y obligaciones **indiciados**, **referenciados** o **indexados** (aquellos cuya rentabilidad se halla ligada a la evolución de un índice, cesta de acciones, etc.).

El inversor debe tener en cuenta que si la evolución de dichas referencias es desfavorable, podría no recibir ningún rendimiento o incluso obtener pérdidas. En estos casos, además del riesgo de la evolución de tipos de interés que afecta a toda la renta fija, se está asumiendo el riesgo del instrumento de referencia.

La colocación en mercado primario se realiza de acuerdo con el procedimiento descrito en el capítulo II del Folleto Informativo y en el Tríptico (que pueden consultarse en la web de la CNMV). Además, la CNMV recibe y pone a disposición del público la información periódica que están obligadas a enviar las **sociedades emisoras**.

La renta fija privada se puede negociar en AIAF y en los segmentos de contratación de renta fija de las Bolsas. Cada mercado difunde las emisiones en vigor, los precios cotizados, volúmenes, operaciones, etc.

1.2.16 Obligaciones Canjeables y/o Convertibles

La convertibilidad supone la posibilidad de transformar un activo financiero en otro. Así, una determinada obligación puede convertirse en una acción o en otra clase de obligaciones. Las obligaciones canjeables o convertibles confieren a su propietario el derecho a cambiarlos por acciones en una fecha determinada. La diferencia entre canje y conversión estriba en que, en el primer caso, la transformación en acciones se realiza mediante entrega de acciones viejas que forman parte de la autocartera del emisor, mientras que en el segundo, se entregan acciones nuevas. Hasta la fecha de conversión, el tenedor recibe los intereses mediante el cobro de los cupones periódicos. El número de acciones que se entregarán por cada bono u obligación, la forma de determinar los precios, así como las fechas de canje o conversión, se especifican en el Folleto de Emisión. Llegada la fecha del canje, el inversor tiene dos alternativas:

- > Ejercitar la opción de conversión, si el precio de las acciones ofrecidas en canje/conversión es inferior a su precio de mercado.
- > Mantener las obligaciones hasta la fecha de la siguiente opción de conversión o hasta su vencimiento.

La colocación en mercado primario se realiza de acuerdo con el procedimiento descrito en el capítulo II del Folleto Informativo y en el Tríptico (que pueden consultarse en la web de la CNMV). Además, la CNMV recibe y pone a disposición del público la información periódica que están obligadas a enviar las **sociedades emisoras**. Estos valores se negocian exclusivamente en los segmentos de contratación de renta fija de las Bolsas de valores.

1.2.17 Pagarés de Empresa

Son valores de renta fija cupón cero emitidos al descuento, por lo que su rentabilidad se obtiene por diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré que se recibe en la fecha de amortización. Son a corto plazo, y existen vencimientos entre 7 días y 25 meses, aunque los plazos más frecuentes son de uno, tres, seis, doce y dieciocho meses.

La colocación de los pagarés en el mercado primario se efectúa bien mediante subastas competitivas en las que se determina el precio de adquisición, o bien por negociación directa entre el inversor y la entidad financiera.

Se pueden negociar en AIAF y en los segmentos de renta fija de las Bolsas. Aunque es una inversión apta para minoristas, es importante consultar la información difundida por los mercados sobre emisiones, precios, volúmenes y operaciones cruzadas, y analizar si la liquidez del valor es adecuada para los requerimientos concretos que en ese sentido se haya planteado el inversor.

Tanto el folleto de los programas de pagarés (que el inversor debe consultar siempre para conocer las condiciones de la misma), como los mercados en los que se negocia, son accesibles a través de la página web de la CNMV). Además, la CNMV recibe y pone a disposición del público la información periódica que están obligadas a enviar las **sociedades emisoras**.

1.3 Titulizaciones

La **titulización** es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos, incluso derechos de cobro futuros, a un tercero que a su vez financia

la compra, emitiendo los valores que se colocan entre los inversores. Las emisiones de bonos resultantes de este proceso cuentan generalmente con un rating muy elevado. Por sus características, suelen colocarse entre inversores institucionales. En España, el método de titulización sigue los siguientes pasos:

- 1) La entidad que desea financiarse (cedente) vende los activos a un **fondo de titulización**, el cual carece de personalidad jurídica y está administrado por una sociedad gestora.
- 2) El fondo emite valores, que están respaldados por los activos adquiridos. Cuando la garantía consiste en préstamos hipotecarios cedidos por entidades de crédito, los valores emitidos son adquiridos por un fondo de titulización hipotecaria, que emite bonos de titulización hipotecaria. Cuando la garantía consiste en otros activos, estos son adquiridos por un fondo de titulización de activos, que emitirá pagarés o bonos de titulización.

Entre los aspectos más relevantes de la titulización destacan:

- > El fondo de titulización se configura como un patrimonio separado, de forma que la cartera titulizada queda fuera del alcance de los acreedores del cedente.
- > Los valores emitidos están respaldados por los activos titulizados y no por la solvencia del cedente. Por ello, con la finalidad de aumentar la seguridad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre los créditos agrupados en el fondo y los valores emitidos con cargo a él, y mitigar desfases temporales de flujos, se contratan por cuenta del fondo operaciones financieras denominadas mejoras crediticias.
- > El riesgo financiero de los valores emitidos siempre es objeto de evaluación por una entidad calificadora (agencias de rating).
- > Los titulares de los bonos emitidos con cargo al fondo, asumen el riesgo de impago de los activos agrupados en él.
- > El riesgo de amortización anticipada de los activos del fondo, se traspassa a los titulares de los valores. En cada fecha de pago, los titulares de los bonos pueden soportar la amortización parcial de los mismos.

La CNMV tiene encomendada por ley la supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización. Por otra parte, los folletos de las titulaciones son objeto de registro en la CNMV, y pueden consultarse a través de la web.

Estos valores se negocian en el mercado AIAF de renta fija.

2 Renta Variable

2.1 Acciones

Son valores de renta variable, lo que significa que no es posible conocer con certeza qué rentabilidad se obtendrá de la inversión. Las acciones representan una parte proporcional del capital social de una sociedad anónima; por tanto, otorgan a sus tenedores la calidad de socio propietario de la misma, en proporción a su participación. Esta condición de asociado conlleva tanto un conjunto de derechos, como una serie de responsabilidades asociadas al ejercicio de los mismos.

Las acciones integran los fondos propios de la sociedad (el resultado de sumar capital, reservas y resultados, deduciendo los dividendos). Pueden estar representadas por títulos

físicos o por anotaciones en cuenta. La representación por anotaciones en cuenta es obligatoria si la sociedad está admitida a cotización en las Bolsas de valores. Por tanto, en las compañías cotizadas la titularidad de las acciones se acredita mediante las referencias de registro que se mantienen en una entidad depositaria. En los siguientes apartados se detallan diversos aspectos relacionados con la renta variable que el inversor debe conocer:

2.1.1 Tipos de Acciones

Las acciones pueden clasificarse atendiendo a diferentes criterios. La decisión de emitir uno u otro tipo depende de la sociedad. Según los derechos intrínsecos que incorporan (cuya determinación corresponde al emisor), se distinguen principalmente los siguientes tipos de acciones:

- > **Acciones Ordinarias:** son las que atribuyen a sus titulares los derechos descritos en la sección **Derechos políticos y económicos del accionista**. La emisión de este tipo de acciones es la más habitual en el mercado de valores español.
- > **Acciones Privilegiadas:** incluyen algún privilegio económico adicional en relación con las acciones ordinarias. Por lo general, un mayor dividendo, mediante una participación especial en los beneficios. Estas emisiones son escasas en nuestro mercado, y en ningún caso deben confundirse con las participaciones preferentes.
- > **Acciones Sin Voto:** conllevan los mismos derechos que las acciones ordinarias, excepto el de voto en las juntas generales. Como contraprestación, se confiere el derecho a un dividendo mínimo (fijo o variable), adicional al distribuido para las ordinarias. Este dividendo mínimo garantizado es preferente (se paga antes que el dividendo ordinario) y acumulativo (si no se pudiera pagar ese año, se abonaría dentro de los cinco siguientes). Son escasas en la práctica.
- > **Acciones Rescatables:** se trata de acciones que pueden ser amortizadas o rescatadas por la sociedad emisora a solicitud de ésta, de los accionistas, o de ambos: esta posibilidad las diferencia de los demás tipos de acciones, que tienen una duración indeterminada. En los acuerdos de emisión se fijan las condiciones para el ejercicio del rescate, pudiendo hacerse con cargo a beneficios, reservas libres, emitiendo nuevas acciones, o bien reduciendo capital con devolución de aportaciones. Hay que señalar que, en el caso de que sólo el emisor tenga el derecho de rescate, éste no podrá ejercitarse sino a partir de los tres años de la emisión de las acciones.

Otro criterio nos permite clasificar las acciones en viejas y nuevas. Son viejas las acciones normales negociables, cuyo propietario disfruta de todos los derechos económicos y políticos. Las acciones nuevas son las que resultan de una ampliación de capital; gozan de los mismos derechos políticos que las viejas, pero normalmente no disfrutan de los mismos derechos económicos (dividendos) hasta el cierre del ejercicio en que se han emitido (momento en el que se equiparan con las viejas, desapareciendo la distinción). Por otra parte, las acciones son valores negociables, es decir, transmisibles. Sin embargo, las condiciones en que se puede realizar la transmisión son muy diferentes, según se trate de acciones **cotizadas** o **no cotizadas**. Son cotizadas las acciones que están admitidas a negociación en un mercado secundario, para lo cual las sociedades emisoras tienen que satisfacer ciertos requisitos, establecidos con el objetivo de garantizar la liquidez de los valores (aunque, evidentemente, existen importantes diferencias entre unas compañías y otras). Esto significa que en general la inversión se puede deshacer en cualquier momento, que existe una valoración objetiva de la misma (el precio de mercado), y que el inversor no está obligado a

buscar un comprador para sus acciones, pues el mercado aporta de forma instantánea las contrapartidas. Las acciones de las compañías no cotizadas no cuentan con estas ventajas. El procedimiento de admisión varía según los valores sean nacionales o extranjeros, negociados en el primero o segundo mercado, etc. La admisión a negociación de acciones españolas requiere en general la verificación previa, por parte de la CNMV u organismo competente, del cumplimiento de los requisitos legales y del Folleto y Tríptico Informativo. Una vez que las acciones de la empresa han sido admitidas a cotización, la sociedad queda sometida a todas las normas vigentes en materia de Bolsa (en concreto, a las disposiciones sobre admisión, contratación, permanencia y exclusión de la negociación). Asimismo, está sujeta a la normativa reguladora de los mercados de valores, en lo relativo a comunicación de participaciones significativas, información pública periódica, hechos relevantes, etc. Por otra parte, en los informes de analistas y en los medios de comunicación en general, es frecuente encontrar calificaciones que, de alguna manera, implican una clasificación de las compañías cotizadas. Esos conceptos han de manejarse con cautela, ya que al fin y al cabo responden a apreciaciones subjetivas, sin que existan límites fijos entre una y otra categoría:

- > Los **valores estrella o "blue chips"** son valores de alta capitalización bursátil y elevada liquidez. Se contraponen a los **valores especulativos o "chicharros"**, como se denomina a las acciones de empresas de cualquier sector, de pequeño o mediano tamaño y baja capitalización, que incorporan un alto componente especulativo y, por tanto, un elevado riesgo.
- > Se distingue también entre **valores cíclicos** y **no cíclicos**. Los primeros hacen referencia a las acciones de empresas en las que la generación de beneficios está vinculada al carácter cíclico de su actividad.

2.1.2 El Valor de las Acciones

Es frecuente medir el valor de las acciones de una empresa evaluando la capacidad de la misma para generar resultados positivos (flujos). En general, las acciones de una empresa tienen distinto valor para distintos inversores; como consecuencia, en un mismo momento unos desearán comprar y otros vender. **No debe confundirse el valor con el precio**. En general, el valor actual de cualquier activo financiero es la suma de todos los flujos que se esperan del mismo en el futuro, descontados a un determinado tipo de interés (tal y como se explica en la sección **Cálculo de la TIR**). En el caso de las acciones, básicamente se espera ingresar una serie de beneficios futuros. Todos los elementos necesarios para el cálculo, así como el propio método escogido y las variables a considerar, son estimaciones, y por lo tanto, factores subjetivos: el importe de los beneficios futuros, el riesgo en la obtención de los mismos (que en general tiende a aumentar con el tiempo), el número de periodos para los que se realiza el cálculo, el tipo de interés adecuado para descontar los flujos.

Así, el valor actual de una compañía será distinto para unos inversores y otros, según los métodos de cálculo empleados, las previsiones sobre la evolución de los tipos de interés (lo que determina el tipo de descuento), las estimaciones sobre la capacidad de una compañía para generar beneficios, etc. Por lo tanto, si para un inversor el valor actual es superior al precio de mercado, estará dispuesto a comprar acciones a dicho precio. Al mismo tiempo, otro inversor podría vender a esa cotización, si el resultado de su modelo de valoración otorga a la compañía un valor inferior al precio al que cotiza.

Pueden considerarse los siguientes valores de las acciones, según la información y los métodos utilizados para su cálculo:

- > **Valor nominal:** es el resultado de dividir el capital social de la empresa entre el número de acciones.
- > **Valor contable:** el valor contable, valor en libros o patrimonio neto de una empresa es el valor de los recursos propios que aparecen en balance "Capital + Reservas - Acciones Propias +/- Resultados - Dividendos repartidos". Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del total de bienes y derechos de cobro de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros. Supone realizar la valoración desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, etc. No obstante, se pueden realizar ajustes de tal manera que refleje más fielmente dicho valor, obteniéndose así el **valor contable ajustado**.
- > **Valor de liquidación:** es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, de que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).
- > **Valor de mercado:** es el valor de cotización de la empresa en el mercado de valores. Este valor es el resultado de la oferta y la demanda, por lo que varía continuamente. En las sociedades cotizadas, el valor de mercado es una buena aproximación a su valor real, siempre que no existan circunstancias que lo distorsionen.
- > **Valor teórico o intrínseco (valor actual):** es el valor que debería tener una empresa. Consiste en obtener el valor actual de una acción atendiendo a la corriente futura de flujos de caja o dinero que se espera que la acción tenga en el futuro. La **tasa de actualización o descuento** que se suele utilizar para actualizar estos flujos futuros es el coste del pasivo, coste del capital o coste del capital medio ponderado, que es la media aritmética ponderada del coste de los diferentes recursos financieros que utiliza la empresa. Sin embargo, el inversor suele utilizar como tasa de actualización el tipo de interés que obtendría (en concepto de coste de oportunidad) de inversiones sin riesgo o, en otros casos, la rentabilidad generada por inversiones con riesgo equivalente.

Es fundamental que el inversor conozca lo mejor posible la situación y perspectivas de la entidad emisora de las acciones, ya que en ellas se basa la estimación del valor actual de las acciones.

2.1.3 Derechos Políticos y Económicos del Accionista

Ser accionista de una empresa confiere un status de asociado. Una acción atribuye a su propietario un amplio conjunto de derechos políticos y económicos. El ejercicio de estos derechos requiere un doble compromiso por parte del accionista:

- > Seguimiento de la información económica, financiera, societaria, etc.
- > Asistencia a la Junta General de Accionistas o, en su caso, delegación responsable del voto.
- > Eludir el ejercicio de los derechos políticos supone aceptar que otros tomen decisiones que pueden afectar a sus intereses como accionista.

Los principales derechos del accionista son:

- > **Derecho al dividendo.** El dividendo es la parte del beneficio que la sociedad decide repartir entre sus propietarios. Constituye la rentabilidad ordinaria del valor. El reparto de dividendos es una decisión de la Junta General, siempre que se cumplan una serie de requisitos legales; por lo tanto, hay que tener presente que, aunque una sociedad tenga beneficios, la Junta puede tomar la decisión de no repartir dividendos. Teóricamente, en

este supuesto se produciría un incremento del valor de mercado, con lo que el accionista obtendría su rentabilidad vía plusvalías.

- > **Derecho de suscripción preferente.** Cuando una sociedad decide ampliar su capital con la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones, los accionistas antiguos tienen preferencia en su suscripción. Este derecho puede ejercerse (suscribiendo las nuevas acciones u obligaciones convertibles) o venderse. En el caso de ampliaciones de capital liberadas con cargo a reservas se denomina derecho de asignación gratuita, pues se asignan las acciones sin desembolso y sin instrucción expresa del accionista.
- > **Derecho a la cuota de liquidación.** Si se diera el caso de que la sociedad llegara a disolverse y liquidarse, el accionista tendría derecho a recibir su parte proporcional del producto de la liquidación.
- > **Derecho de asistencia, voz y voto en la Juntas Generales Ordinarias y Extraordinarias.** Para ejercer este derecho, el accionista tendrá siempre que poseer el número mínimo de acciones indicado y previsto en los estatutos, o bien agruparse con otros accionistas para alcanzar este mínimo. Es muy importante acudir a las Juntas o hacerse representar debidamente en ellas. Los acuerdos se toman por mayoría de votos, aunque en algunos casos se exigen mayorías cualificadas.
- > **Derecho de información.** Los accionistas tienen derecho a obtener información sobre la situación de la empresa. A partir de la convocatoria de la Junta, cualquier accionista podrá obtener de la sociedad, de forma inmediata y gratuita, las cuentas anuales y el informe de gestión, así como cualquier otro documento que haya de ser sometido a la aprobación de la misma. De igual forma, durante su celebración los accionistas podrán solicitar verbalmente las aclaraciones o informes que estimen precisos, sobre los puntos comprendidos en el orden del día.
- > **Derecho de transmisión de acciones.** En las sociedades cotizadas las acciones se pueden transmitir sin ningún tipo de restricción. Por el contrario, en las no cotizadas, no es posible impedir, pero sí establecer condiciones a la transmisión, por disposición de los estatutos o de normas legales.
- > **Derecho de impugnación de acuerdos sociales.** Los accionistas (todos o algunos determinados) pueden ejercer una acción judicial, con la finalidad de impugnar los acuerdos de Juntas que a su juicio contravengan la ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad.
- > **Derecho de separación.** Los accionistas tienen derecho de separación de la sociedad, percibiendo el importe de sus acciones, sólo en los siguientes casos: sustitución del objeto social (no mera modificación), cambio de domicilio al extranjero, y transformación en sociedad colectiva o comanditaria.
- > **Derecho de convocatoria de Junta.** Los accionistas que representen el 5% del capital, cualquiera que sea su número, pueden dirigirse a los administradores solicitando la convocatoria de una Junta General, con el orden del día que ellos propongan. Si los administradores no efectuaran la convocatoria, correspondería a los tribunales ordenar la celebración de la Junta.
- > **Derecho de representación proporcional en el Consejo:** los accionistas (uno solo o varios agrupados) pueden elegir, de forma proporcional a su participación en el capital social, el número de administradores que corresponda, a menos que haya alguna

restricción al respecto en los estatutos (los llamados **blindajes**).

El inversor debe tener en cuenta que cuando no ejerce su derecho de participar en la vida de la sociedad, acudiendo a las Juntas de Accionistas o delegando responsablemente su voto, renuncia a los derechos políticos. Esta renuncia podría afectar en algunos casos a sus intereses económicos.

2.1.4 Rentabilidad de la Renta Variable

Las acciones ordinarias son valores negociables de renta variable, lo cual significa que su rentabilidad no está preestablecida en el momento de adquirirlas. Los rendimientos que el inversor puede obtener por invertir en acciones dependerán, sobre todo, de dos fuentes:

- > La diferencia entre el precio de compra y el precio que obtenga cuando decida venderlas (**plusvalías**, si el precio de venta es superior al de adquisición, o **minusvalías**, en caso contrario).
- > De los **dividendos** que la Junta General acuerde distribuir mientras sea propietario de las acciones. Los dividendos representan la parte de los beneficios obtenidos por la sociedad que se destinan a remunerar a los accionistas, por lo que constituyen un derecho económico. No todas las empresas cotizadas distribuyen siempre dividendos, ya que hay que tener en cuenta factores como la capacidad y solvencia de la compañía, la evolución de sus beneficios, las estrategias de crecimiento, etc. Por ello, las empresas que reparten dividendos de forma regular son una referencia para los inversores a la hora de comparar la rentabilidad por dividendos de las acciones con la rentabilidad de los activos de renta fija. En definitiva, repartir o no dividendos es una decisión de la Junta General; el inversor puede acudir a la misma para ejercer su derecho de voto, o delegarlo de forma responsable (lo cual constituye un ejemplo de vinculación entre derechos políticos y derechos económicos).

No obstante, para el accionista también es posible obtener ingresos adicionales en las ampliaciones de capital y en la emisión de obligaciones convertibles, mediante la venta de los **derechos de suscripción** que le correspondan, como se detalla en el apartado correspondiente. Asimismo, en algunas ocasiones, las compañías deciden realizar ampliaciones de capital con cargo a reservas, distribuyendo nuevas acciones entre los accionistas, de forma gratuita o a un precio inferior al del mercado.

En todo caso, no hay que olvidar que la venta de derechos de suscripción, o de acciones asignadas gratuitamente por la compañía, conllevan una disminución en el porcentaje de la sociedad de la que es propietario el accionista (efecto **dilución**).

Al estimar la rentabilidad de la inversión en renta variable, es necesario considerar también el efecto de los gastos asociados a la inversión (corretajes por las operaciones de compraventa y suscripción, comisiones de depósito y administración de las acciones, etc). Asimismo, cada inversor deberá conocer el impacto fiscal, según sus circunstancias económicas y personales, sobre todo a la hora de desinvertir. En resumen, un cálculo a posteriori o una estimación de la rentabilidad de las acciones debería tener en cuenta todos los elementos mencionados. Sin embargo, en ocasiones se utilizan aproximaciones parciales más sencillas, como la simple comparación entre el precio de adquisición y la última cotización, que nos da una idea aproximada de las plusvalías generadas por nuestras acciones si las vendiésemos en ese momento, o la denominada rentabilidad por dividendo, que compara los dividendos percibidos

a lo largo de un periodo con la cotización del valor (**PER, ratio precio-beneficio**).

2.1.5 Riesgos de la Inversión en Renta Variable

Las acciones son valores de renta variable, ya que no es posible conocer con certeza la rentabilidad que se obtendrá de la inversión. Tanto el precio al que podrán venderse como los dividendos a percibir durante su periodo de tenencia son inciertos. Hay que señalar que el riesgo, como característica inherente a los valores de renta variable, significa incertidumbre, y eso implica la posibilidad no sólo de obtener menores rentabilidades que las previstas, sino también, y con la misma probabilidad, de obtenerlas mayores. La cotización de una acción depende en cada momento de la valoración que los participantes en el mercado realicen de la sociedad emisora. Tal valoración depende de distintos factores. Los principales son las expectativas sobre el beneficio futuro de la sociedad y su tasa de crecimiento, y la evolución prevista de los tipos de interés (en particular, la remuneración del activo que se considere libre de riesgo, generalmente deuda pública en sus distintos plazos). También influyen otros factores, como las expectativas sobre distintos indicadores macroeconómicos, la confianza de los inversores, etc. Por ejemplo, las expectativas de subidas de tipos de interés generan caídas en las cotizaciones porque:

- > Reducen la **prima de riesgo**. Los valores de renta fija, que en general conllevan menor incertidumbre para el inversor (es decir, menor riesgo), ofrecen una remuneración superior, lo que puede desencadenar un trasvase de fondos hacia la renta fija.
- > Encarecen el coste de financiación de las compañías, por lo que se esperan menores beneficios futuros.

Como es lógico, el valor actual de esas expectativas varía constantemente, y como consecuencia también lo hacen los volúmenes de títulos que se ofertan y demandan a cada precio. El resultado es que los precios a los que se cruzan las órdenes se modifican a lo largo de toda la sesión de contratación, y de una sesión a otra.

En general, cuando se habla de riesgo de una compañía cotizada (dependiendo de la fuente) suele considerarse sólo el riesgo de precio, puesto que se entiende que el resto de los riesgos ya están incluidos en éste. En este sentido, es posible calcular con certeza el riesgo pasado de un valor o un índice **midiendo la volatilidad**. Bajo distintos supuestos, es posible utilizar la volatilidad histórica de un valor para estimar su rentabilidad futura, en términos de probabilidad.

Al analizar el comportamiento pasado de un valor, es útil asociar el riesgo a la rentabilidad obtenida. Si el riesgo ha sido alto, significa que esa rentabilidad se ha obtenido con baja probabilidad (de forma más o menos fortuita), y si por el contrario el riesgo ha sido bajo o moderado, se puede interpretar que la rentabilidad se obtuvo con un elevado nivel de certeza. Por tanto, si fuera posible elegir a posteriori el riesgo asociado a un valor, parecería razonable optar por:

- > Alta volatilidad: si se han registrado pérdidas o resultados inferiores a los previstos.
- > Baja volatilidad: en caso contrario.

Evidentemente, se trata solo de un ejercicio teórico, pues el mercado determina ambas simultáneamente.

2.1.6 Operaciones sobre Acciones

Las sociedades pueden realizar diversos tipos de operaciones cuyo efecto es una modificación del número de acciones, de su valor nominal, o de su distribución entre los accionistas. El inversor debe efectuar un adecuado seguimiento de estas operaciones, para poder valorar el impacto de las mismas sobre el valor de su inversión, y en su caso, sobre su situación como accionista.

2.1.7 Ampliaciones de Capital

Una ampliación de capital es una operación de financiación empresarial que consiste en aumentar los fondos propios de una sociedad, excepto en las ampliaciones de capital liberadas. La ampliación de capital se puede realizar:

- > Por elevación del valor nominal de todas las acciones ya existentes.
- > Mediante la emisión de acciones nuevas.

El contravalor del aumento del capital podrá consistir:

- > En nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias al patrimonio social (incluida la compensación de créditos contra la sociedad).
- > En la transformación de reservas o beneficios que ya figuraban en dicho patrimonio.

Las ampliaciones de capital social han de acordarse siempre por la Junta General, aunque ésta podrá delegar en el Consejo la facultad de señalar la fecha en la que se llevará a cabo el acuerdo, y de fijar las condiciones del mismo en todo lo no previsto en la Junta, dentro de un plazo determinado. También puede delegarse en el Consejo la posibilidad de realizar uno o varios aumentos de capital sin previa consulta a la Junta General, en un plazo máximo de 5 años, siempre que se cumplan ciertas condiciones.

En el caso de ampliaciones de capital **con aportaciones no dinerarias**, es obligatorio que, al mismo tiempo que se convoca la Junta, se ponga a disposición de los accionistas un informe de los administradores, en el que se describan detalladamente las aportaciones y las personas que hayan de efectuarlas, así como el número y valor nominal de las acciones a entregar. Además, posteriormente podrá consultar el informe de valoración del experto independiente, en el capítulo II del Folleto informativo de la operación. En el caso particular de las **ampliaciones por compensación de créditos**, los acreedores pueden cambiar sus créditos contra la sociedad por acciones de la misma, cambiando su condición de acreedores por la de accionistas. De acuerdo con el artículo 156 de la Ley de Sociedades Anónimas, el 25% de los créditos a compensar deben ser líquidos, vencidos y exigibles, y el vencimiento de los restantes no será superior a 5 años. Además, al tiempo que se convoca la Junta se pondrá a disposición de los accionistas una certificación del auditor de cuentas de la sociedad, que acredite la exactitud de los datos ofrecidos por los administradores sobre los créditos. Cuando se aumente el capital por **conversión de obligaciones en acciones**, se aplicarán las condiciones y plazos establecidos en el momento de la emisión de las obligaciones, y que figurarán detalladas en el correspondiente Folleto informativo.

En las ampliaciones de capital mediante **emisión de nuevas acciones con aportaciones dinerarias**, pueden acudir a la ampliación tanto los antiguos accionistas como el público en general. Los antiguos accionistas pueden ejercer su **derecho de suscripción preferente** para

la adquisición de acciones nuevas (se aconseja consultar la sección correspondiente), mientras que el resto de los interesados deberán adquirir previamente los derechos que les permitan suscribir el número de nuevas acciones deseado. El precio de las nuevas acciones depende de si la ampliación se realiza a la par, con prima de emisión o con cargo a reservas:

- > **Ampliación a la par:** el precio de las nuevas acciones coincide con el valor nominal de la acción.
- > **Ampliación con prima de emisión:** el precio de las nuevas acciones es el valor nominal más una cantidad, que es la **prima de emisión**.
- > **Ampliación de capital con cargo a reservas (ampliaciones liberadas):** consisten en utilizar las reservas disponibles, las primas de emisión y la reserva legal (en la parte que exceda del 10% del capital ya aumentado) como contravalor de las nuevas acciones emitidas; es decir, se entregan a los accionistas acciones nuevas, de forma gratuita. Las ampliaciones de capital así realizadas suponen para la sociedad un traspaso contable de la cuenta de reservas o de beneficios a la de capital social. Por tanto, no se produce variación ni en los fondos propios ni en el patrimonio de la compañía.

En los casos en que el interés de la sociedad así lo exija, la Junta General, al decidir un aumento del capital, podrá acordar la exclusión del derecho de suscripción preferente. En este caso es obligatorio que al mismo tiempo de la convocatoria de la Junta, se ponga a disposición de los accionistas:

- > Informe de los administradores en el que se describa detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse.
- > Informe elaborado por un auditor de cuentas (diferente al auditor de las cuentas anuales) nombrado por el registrador mercantil, sobre el valor razonable de las acciones de la sociedad, el valor de los derechos de suscripción preferente cuya supresión se propone, y sobre las razones de los datos contenidos en el informe de los administradores. En las sociedades cotizadas, normalmente el valor de mercado puede ser una buena aproximación a su valor razonable, aunque en ellas la Junta General podrá acordar la emisión de nuevas acciones a cualquier precio, siempre que supere el valor neto patrimonial de éstas y que se justifique la decisión de suprimir el derecho de suscripción preferente.

Las sociedades cotizadas tienen la obligación de elaborar y registrar un folleto y tríptico informativo cada vez que realizan una ampliación de capital. En el capítulo II del Folleto se describen todas las características de la emisión y la finalidad de la operación. Si la operación conlleva algún riesgo que por sus características es necesario resaltar, existe un capítulo 0, en el que se incluirá una descripción detallada y concisa de los riesgos.

2.1.8 Reducciones de Capital

Las reducciones de capital siempre deben ser acordadas por la Junta General de Accionistas. Las reducciones de capital se pueden deber a dos causas principales: porque se considere que el capital social de la empresa excede las necesidades de la misma, o bien porque la sociedad debe ajustar la cifra de capital a su patrimonio para absorber las pérdidas. Si se trata de una reducción motivada por un exceso de capital social, la operación puede tener diferentes finalidades:

- > Devolución de aportaciones a los socios; es una modalidad muy utilizada en los últimos

años como forma de remuneración a los accionistas.

- > La constitución o el incremento de las reservas voluntarias y/o legales.

Si la reducción está motivada por la necesidad de restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio de la sociedad, como consecuencia de las pérdidas registradas, la finalidad de la operación será alcanzar una estructura financiera adecuada a la nueva situación. Con independencia de los motivos y de la finalidad de la reducción de capital, hay dos modalidades para llevarla a cabo:

- > Reducción del valor nominal de las acciones, manteniendo el número de acciones.
- > Amortización de acciones, con reembolso de las aportaciones a sus titulares.

Una operación financiera especial es la **reducción y ampliación de capital simultánea (operación acordeón)**. Consiste en reducir el capital social y, al mismo tiempo, incrementarlo, sin que exista la obligación de alcanzar el volumen previo a la reducción. Por lo general, estas operaciones suelen estar vinculadas a procesos de saneamiento empresarial, que requieren la absorción de las pérdidas antes de la entrada de nuevo capital en la sociedad.

2.1.9 Desdoblamiento y Agrupaciones de Acciones

El **desdoblamiento o split** de acciones consiste en dividir el valor nominal de las acciones de una sociedad en una proporción determinada. En consecuencia, el número de acciones se multiplica y el precio de mercado de las mismas se divide, en la misma proporción.

Por lo general, la finalidad de esta operación es proporcionar mayor liquidez a las acciones de la sociedad y mejorar sus volúmenes de títulos contratados, mediante la reducción del valor de las acciones en el mercado. De este modo, el accionista poseerá mayor número de valores, pero con un precio proporcionalmente menor.

Esta operación no supone ningún desembolso para el accionista; en realidad no tiene ningún efecto económico-financiero, pero posiblemente sí psicológico, al reducirse el precio de las acciones en la proporción establecida.

El **agrupamiento de acciones o contra-split**, consiste en reducir, en una determinada proporción, el número de acciones de la compañía, y multiplicar por esa misma proporción el precio de las mismas y su valor nominal.

Es la operación contraria al desdoblamiento, y uno de sus objetivos puede ser tratar de eliminar la volatilidad que se produce cuando la variación del mínimo salto permitido en el precio del valor (tick) supone un impacto porcentual muy elevado en su cotización (lo cual sucede cuando las acciones tienen un precio reducido).

2.1.10 Ofertas Públicas de Venta y Suscripción (OPV/OPS)

Las ofertas públicas de venta son operaciones sobre valores ya existentes, mientras que las ofertas públicas de suscripción se refieren a valores que han de ser emitidos. Es muy importante conocer y comprender los mecanismos de colocación y de fijación de precios, así como las funciones y responsabilidades de todas las partes que intervienen en ellas.

2.1.11 Concepto y Finalidad de las Ofertas Públicas

Una **Oferta Pública de Venta (OPV)** se realiza con el fin de vender una parte o la totalidad del capital social de una compañía al público en general; permite diseminar la propiedad, para garantizar la liquidez

antes de su admisión a cotización, o incrementarla si ya cotiza. Es decir, se trata de un mecanismo utilizado en los siguientes casos:

- > **Privatizaciones** o salidas a bolsa de empresas públicas. El Estado vende un porcentaje del capital de la empresa pública que se quiere privatizar, con el fin de obtener recursos económicos. Puede que la empresa ya estuviera cotizando; en caso contrario, la OPV permite sacarla a Bolsa con la difusión exigida. En España hemos asistido a un intenso proceso privatizador en los últimos años, aunque en la actualidad está prácticamente agotado.
- > **Salida a bolsa de empresas privadas.** Cuando una empresa decide salir a cotizar, es frecuente que, con carácter previo, sea necesario vender un porcentaje de su capital al público para alcanzar la difusión requerida, y para garantizar cierta liquidez en el futuro. Habitualmente uno o varios accionistas mayoritarios venden parte o la totalidad de su participación en la sociedad, obteniendo por ello unos ingresos. En muchos casos siguen manteniendo el control de la sociedad.
- > **Venta de una participación significativa,** cuando un accionista mayoritario o de control vende su participación en una sociedad cotizada.

Una **Oferta Pública de Suscripción (OPS)** es una oferta pública de venta de valores realizada a través de una ampliación de capital en la que uno, varios o la totalidad de los accionistas renuncian al ejercicio del derecho de suscripción preferente (con la consiguiente **dilución** de su participación). Esta operación la pueden realizar tanto empresas cotizadas como no cotizadas. En general, la finalidad de la operación es la captación de fondos para acometer nuevos proyectos; a las no cotizadas, además, les puede permitir alcanzar el requisito de difusión, exigido para poder cotizar en Bolsa, con la entrada de nuevos accionistas. La norma básica aplicable a estas operaciones es el **RD 291/1992**, modificado por el RD 2590/1998.

2.1.12 Colocación y Fijación de Precios

Demandantes y oferentes. En el folleto deben especificarse los colectivos de compradores potenciales, y el porcentaje de la oferta que se destina a cada uno. En una misma oferta puede haber distintos tramos, dirigidos a diferentes colectivos. Los más habituales son minorista, institucional y empleados. El tramo minorista es el que se dirige al pequeño inversor, y por lo general es el que va a otorgar liquidez al valor; en consecuencia, cuanto mayor sea el porcentaje de este tramo, tanto en relación con la oferta como con el capital social, mayor será su difusión y la posibilidad de hacer valer su voz en las Juntas de Accionistas. Puede haber uno o varios oferentes; en este último caso, todos ellos han de estar de acuerdo en los términos de la oferta. El emisor o los oferentes suelen destinar un tramo específico de la oferta para el posible ejercicio de la opción de compra, conocida habitualmente como **green shoe**. Su eventual ejercicio (que corresponde a los coordinadores de la oferta) tendrá lugar el día en que se adjudiquen las acciones o en los 30 días siguientes, al mismo precio de la oferta (que quedará ampliada en el número de acciones sobre las que se haya ejercido la opción). Su finalidad es atender los excesos de demanda que puedan producirse en el tramo

institucional.

2.1.13 Entidades Intervinientes

En una oferta pública intervienen una serie de entidades, que pueden realizar labores de diseño de la operación, dirección, colocación y aseguramiento; en el folleto debe indicarse quiénes son y cuál es el alcance de las funciones que asumen:

- > **Entidades Coordinadoras Globales:** son aquellas que coordinan la oferta en todos sus tramos, controlan el estado y la evolución de la demanda, fijan el precio definitivo de acuerdo con la sociedad y, en su caso, realizan la redistribución entre los distintos tramos. Asimismo, se responsabilizan junto al oferente de la veracidad e integridad de la información contenida en el Folleto Informativo.
- > **Entidades Directoras:** suelen ser entidades financieras, que participan en la dirección y preparación de la oferta en cada uno de sus tramos. También asumen un mayor compromiso de aseguramiento que las propias aseguradoras, y al igual que las coordinadoras se responsabilizan de la veracidad e integridad de la información contenida en el Folleto Informativo.
- > **Entidades Colocadoras.** Las entidades **colocadoras** se ocupan de distribuir entre el público los valores objeto de la oferta. Puede haber un colocador o varios (sindicato de colocación). Están habilitadas para desempeñar tal función las sociedades y agencias de valores, las entidades oficiales de crédito, los bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito.
- > **Entidades Aseguradoras.** A su vez, las entidades colocadoras (excepto las agencias de valores y las cooperativas de crédito) pueden actuar como **aseguradoras** de la oferta, asumiendo el compromiso de garantizar el resultado económico de la operación, frente al riesgo de colocación. Por tanto, la posibilidad de que la demanda resulte insuficiente es soportada por el conjunto de entidades aseguradoras.

Todas estas entidades deben tener obligatoriamente a disposición de los inversores el Folleto y Tríptico Informativo de la Oferta.

Cuando una sociedad decide realizar una de estas operaciones dirigidas al público en general, es obligatorio registrar en la CNMV un folleto informativo. En él se ofrece una información completa al inversor, tanto sobre la colocación de los valores como sobre la entidad emisora, detallando su situación económica-financiera y su estructura social y organizativa, así como la política prevista de dividendos. Además, dada la relevancia de la operación, el folleto incluye un capítulo 0 en el que se describen los riesgos financieros del emisor, los riesgos del negocio, los riesgos propios de la operación y, en su caso, el plan de negocio elaborado por los administradores. Por tanto, es de suma importancia para el inversor leer detenidamente la información que se pone a su disposición en el folleto informativo, en especial la referida a los riesgos y advertencias contenidas en el capítulo 0 y en el tríptico resumen.

2.2 OPAs

Una oferta pública de adquisición (OPA) es una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a los **accionistas de una compañía cotizada** la compra de sus acciones o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio. Este precio suele pagarse en efectivo, pero también puede ser en acciones o mixto (dinero y acciones). Acudir a una opa siempre es voluntario. Será cada inversor quien, en función de sus intereses, deberá decidir si acepta o no la oferta. Si el inversor decide acudir a la opa debe manifestarlo de forma expresa, presentando una orden de aceptación en la entidad donde tenga depositadas sus acciones. El plazo para la aceptación de la oferta, fijado por el oferente, no podrá ser inferior a quince días naturales ni superior a setenta. La orden de aceptación podrá revocarse en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta, indicado en el folleto informativo. La actual regulación de las opas se recoge en el RD 1066/2007, de 27 de julio.

2.2.1 Tipos de OPAs

Las opas pueden recibir distintas denominaciones, según su finalidad y características:

- > **OPAs obligatorias / opas voluntarias:** la legislación establece determinados supuestos en los que es obligatorio lanzar una opa (toma de control, exclusión y reducción de capital). Las opas obligatorias se presentan por el 100% de las acciones de la compañía a un precio equitativo y no pueden estar sujetas a condición alguna. Las opas voluntarias no están sujetas a requisitos legales de precio o número de acciones, y el oferente sí puede establecer condiciones.
- > Las **opas por toma de control** tienen como finalidad que los accionistas de la sociedad opada puedan vender sus acciones a un precio equitativo, una vez que la sociedad oferente ha obtenido el control. Se entiende que existe control cuando se alcanza un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, o bien cuando puede designar a más de la mitad de los miembros del consejo de administración.
- > Se habla de **opa competidora** cuando la oferta afecta a valores sobre los que ya se ha presentado otra opa cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado, siempre que concurren una serie de requisitos.
- > Las **opas de exclusión** tienen como objetivo que la compañía deje de cotizar en Bolsa; en este tipo de opas el precio se pagará siempre en efectivo. El inversor que decida conservar sus acciones deberá ser consciente de las implicaciones de la nueva situación: pérdida de liquidez, menos obligaciones de difusión de información por parte de la compañía, etc.
- > Las opas se consideran "**amistosas**" si se presentan tras un acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el consejo de administración de la sociedad opada. Si no media acuerdo previo suelen denominarse "**opas hostiles**", si bien este calificativo no prejuzga su posible interés para los accionistas.

2.2.2 Supuestos de Compra / Venta Forzosa

En determinados supuestos, es posible que el accionista que no haya acudido a la opa se vea obligado a vender sus acciones, o que la sociedad oferente deba comprárselas a accionistas que en principio no aceptaron la oferta.

Estas situaciones, a veces mencionadas en los medios por los términos en inglés *squeeze out / sell out*, se dan cuando se cumplen los siguientes requisitos:

- > La opa se lanzó sobre el 100% de las acciones de una compañía.
- > Al final del plazo de aceptación aún quedan accionistas que no han vendido (siempre que no representen más del 10% del capital).
- > La oferta fue aceptada por, al menos, el 90% de los valores a los que se dirigía.

En tales casos, el oferente puede exigir a los accionistas la venta de sus acciones, al precio de la opa. De igual manera, cualquier accionista podrá exigir al oferente que le compre sus acciones al mismo precio.

El folleto explicativo indicará si el oferente tiene intención de exigir la venta forzosa. Si es el inversor el que exige al oferente la compra de sus acciones, los gastos derivados de la compraventa y posterior liquidación correrán por su cuenta. Por el contrario, si la iniciativa parte de la entidad le corresponderá asumir estos gastos, y el proceso será gratuito para el accionista.

En cualquier caso, el plazo máximo para exigir la venta (por parte del oferente) o la compra (por parte del accionista) será de tres meses desde que finalice el plazo de aceptación de la oferta.

2.2.3 Cómo Informarse Ante una Opa

Aunque los medios de comunicación suelen dedicar mucha atención a este tipo de operaciones, siempre es aconsejable consultar la información oficial disponible en los registros públicos de la CNMV:

- > **El folleto informativo de la opa.** Es el documento más completo, ya que recoge toda la información precisa para que el inversor se forme un juicio fundado sobre la oferta: los valores a los que se dirige, la contraprestación ofrecida, los gastos derivados de la aceptación, condiciones a las que está sujeta, finalidad de la operación, procedimientos de aceptación y liquidación.
- > **El anuncio de la opa.** Recoge de forma resumida los principales puntos de la oferta.
- > **El informe del consejo de administración de la sociedad opada.** Debe indicar de forma expresa si existe algún acuerdo entre la sociedad opada y la oferente, la opinión de los miembros del Consejo sobre la oferta y qué decisión van a adoptar ellos en relación con sus acciones.

Junto a estos documentos, de gran interés para los inversores, es fundamental el seguimiento de los **hechos relevantes** que puedan acontecer desde el anuncio de la oferta hasta su liquidación. Esta información puede obtenerse en:

- 1) Las páginas Web de la sociedad opada y de la sociedad oferente (si cotiza en la Bolsa española).
- 2) En la CNMV (www.cnmv.es)
- 3) En el domicilio social del oferente.

Además, los inversores siempre pueden acudir a la Oficina de Atención al Inversor de la CNMV, donde se les aclarará cualquier duda relacionada con la operación.

2.3 Fusiones y Escisiones

Las fusiones son operaciones mediante las cuales una sociedad absorbe a otra, o dos o más sociedades deciden crear una nueva. Se trata de uno de los instrumentos más utilizados para la concentración de empresas. La ley contempla diversos mecanismos para la protección de los accionistas: elaboración de un proyecto de fusión y de un informe por parte de los administradores, informe de uno o varios expertos independientes, balance de fusión, y comunicación de todos estos documentos a los accionistas, que deberán pronunciarse en Junta General sobre la fusión. Los accionistas deben valorar la conveniencia de que una sociedad se fusione con otra, prestando especial atención a la ecuación de canje. La ecuación de canje representa la proporción en que las acciones de una sociedad serán intercambiadas por las de otra, y responde a la valoración que se haga de las distintas sociedades.

Las escisiones son operaciones de reestructuración, de sentido inverso a las fusiones: una sociedad puede segregar una de sus ramas de actividad, bien para transmitirla a otra compañía o bien para crear una sociedad nueva. También es posible que la sociedad original desaparezca, dando lugar a varias sociedades. Las normas sobre escisiones son parecidas a las de fusiones.

Ambas operaciones requieren una modificación de los estatutos sociales.

Por lo que se refiere a la **negociación**, las acciones ya emitidas se contratan de forma exclusiva en las Bolsas de valores. Dentro de la sección de **Mercados secundarios** puede consultar todo lo relativo al funcionamiento de las Bolsas: cómo invertir, cómo se desarrollan las sesiones y se forman los precios, cuál es el efecto fiscal de la inversión en acciones cotizadas, etc. En la misma sección se detallan las distintas fuentes a las que debe acudir el inversor para mantenerse informado y efectuar un adecuado seguimiento de sus inversiones en renta variable.

Consejos Generales para el Accionista (Derechos y Responsabilidades)

Cuando el inversor se plantea colocar su capital en renta variable, convirtiéndose así en accionista de una sociedad, es aconsejable seguir las siguientes recomendaciones:

- > Antes de invertir en una sociedad que sale a Bolsa mediante una oferta pública, es fundamental consultar el folleto de la operación, registrado en la CNMV: es el documento contractual que detalla las condiciones de la operación, así como las características y riesgos del emisor y de la emisión. Tanto el folleto como su resumen deberán estar a disposición del público, en la página web de la sociedad y en la CNMV.
- > La publicidad debe leerse con cautela, ya que por su naturaleza no puede reflejar las características de la operación de forma completa. La CNMV vela para que la publicidad de la emisión sea coherente con el folleto.
- > El inversor debe conocer quién decide los precios de las operaciones, y si existe alguna valoración o informe de expertos independientes que los justifique.
- > Ante la convocatoria de una Junta General, examine la información y ejerza su derecho de voto de acuerdo con sus intereses. Si no puede asistir personalmente, realice una delegación responsable del voto o infórmese sobre la posibilidad de votar a distancia. No renuncie al ejercicio de ningún derecho político.
- > Antes de emitir el voto es necesario analizar detenidamente cada una de las propuestas,

sobre todo las relativas a modificaciones estatutarias y a determinadas operaciones.

- > En las Juntas conviene apoyar la elección de Consejeros independientes, y animar al cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno.
- > Conviene consultar los estatutos sociales para saber si están previstos blindajes, pues en situaciones de toma de control existe la posibilidad de que prevalezcan los intereses de los administradores y accionistas de control sobre los de los accionistas minoritarios.
- > En las ampliaciones de capital conviene analizar cuál es la finalidad de la operación, es decir, qué destino se va a dar a los fondos captados.

No es aconsejable inflar las peticiones en una OPV. Una solicitud excesiva puede volverse en contra del inversor, ya que si los valores no tienen la demanda esperada puede que se le adjudique todo lo solicitado, y quedar en situación de descubierto. En caso contrario, se está sobredimensionando la demanda, lo que podría inducir una subida del precio.

Ante una OPV, valore quiénes son los accionistas de control, qué porcentaje mantenían y cuál tendrán después de la operación y que compromiso adquieren con la sociedad, incluida la vocación de permanencia.

Antes de tomar la decisión de acudir o no a una OPA hay que valorar el precio. Si la contraprestación es por canje de acciones, es necesario conocer la proporción de la ecuación de canje y analizar la opinión del experto independiente. Debe estudiarse asimismo la situación de endeudamiento de la sociedad oferente, y cuáles son sus intenciones respecto a la sociedad cuyo control se pretende asumir.

Las sociedades cotizadas deben disponer de una página web con una sección denominada "Información para accionistas e inversores", con el fin de atender el derecho de información de los accionistas y difundir información relevante. En este apartado, que debe ser fácilmente accesible, los inversores pueden encontrar toda la información económica-financiera, societaria, estatutaria y de gobierno corporativo de la sociedad, además de la descripción de los cauces de comunicación entre la sociedad y sus accionistas. Antes de tomar una decisión de inversión o acudir a una Junta General puede ser de gran utilidad su consulta.

En muchas de las sociedades cotizadas, existe un departamento que se encarga de las relaciones con los accionistas. Puede ser útil utilizar sus servicios y solicitar información en ellos. Estos departamentos normalmente preparan los informes anuales y los distintos documentos destinados a los accionistas, elaboran notas de prensa, organizan las Juntas Generales e informan a los inversores sobre todos los temas relacionados con la Sociedad.

Estos departamentos u oficinas también atienden las preguntas y dudas de los pequeños accionistas en relación con el cobro de dividendos, asistencia a las Juntas, fecha de celebración de las mismas y orden del día, delegación de voto, evolución de las cotizaciones, características de las emisiones en periodo de suscripción, etc... En las sociedades donde no existe este departamento, la difusión de los documentos y la información en general suele asignarse a la Dirección Financiera, a la Secretaría General o la Dirección de Comunicación.

Ante cualquier duda sobre una operación con acciones, cobro de dividendos, asistencia a Juntas, puede solicitar información a su intermediario financiero.

3 Instituciones de Inversión Colectiva

En esta sección se describen las características generales y el funcionamiento de la inversión colectiva, los tipos de instituciones de inversión colectiva, las clases de fondos, riesgo y rentabilidad de estos productos, comisiones, etc.

3.1 Fondos de Inversión

La inversión colectiva presenta las ventajas y características que se detallan en los siguientes apartados:

3.2 Definición y Características Generales

Los fondos de inversión son instituciones de inversión colectiva; esto implica que los resultados individuales están en función de los rendimientos obtenidos por un colectivo de inversores. En realidad, un fondo de inversión es un patrimonio sin personalidad jurídica. Por ello, existe una sociedad gestora que gestiona sus activos y ejerce todas las funciones de administración y representación. También debe intervenir una entidad financiera, que actúa como depositaria del patrimonio del fondo. La sociedad gestora invierte todo el dinero aportado por los ahorradores (partícipes) en distintos activos financieros (renta fija, renta variable, derivados, depósitos bancarios), que constituyen el patrimonio del fondo. La evolución de dichos activos en los mercados de valores determinará la obtención de unos resultados, positivos o negativos, que se asignarán a los partícipes según la proporción que represente su inversión sobre el total del patrimonio del fondo. La unidad de inversión es la participación. Su precio o valor de mercado es el valor liquidativo, que se calcula dividiendo el patrimonio total del fondo por el número de participaciones en circulación en cada momento. Los fondos de inversión son instituciones de carácter abierto, es decir, cualquier inversor puede entrar o salir del fondo comprando o vendiendo participaciones. La sociedad gestora está obligada a vender (suscripción por el inversor) y comprar (reembolso al inversor) participaciones en los fondos que gestiona en el momento en que se solicite por los interesados. La operación se hará efectiva en los plazos fijados en el folleto informativo del fondo, dentro de los límites establecidos por la normativa.

La inversión colectiva presenta ciertas ventajas:

- > El ahorrador puede acceder a una cartera de valores muy amplia, que en muchos casos no estaría a su alcance si invirtiese de forma individual. De esta manera, aumentan sus posibilidades de controlar los riesgos mediante la diversificación en distintos productos.
- > Las decisiones de inversión las toma un inversor profesional, con dedicación plena y que, por lo general, dispone de la formación adecuada para realizar las mejores inversiones posibles, teniendo en cuenta la coyuntura de los mercados y la situación económica general.
- > La gestión de volúmenes importantes de capital puede generar mayores rentabilidades y conllevar menores costes de transacción.

A cambio el inversor paga ciertas comisiones que varían según los fondos (y que se detallan en su folleto informativo), dentro de unos límites máximos fijados por la ley.

Por una parte, las comisiones de gestión y depositaría son cobradas por la sociedad gestora al fondo, por lo que ya están descontadas en la rentabilidad que obtiene el inversor. Además,

para algunos fondos la

gestora puede cobrar directamente al partícipe comisiones por la suscripción y/o el reembolso de las participaciones.

3.3 Suscripción de Fondos de Inversión

Antes de invertir en un fondo, es conveniente conocer la respuesta a una serie de cuestiones:

1) ¿Qué Tipo de Fondo es Más Conveniente?

En primer lugar, hay que elegir el tipo de fondo que más se ajusta a las propias necesidades y preferencias, y que mejor responda a la actitud del inversor ante el riesgo.

2) ¿Quién es el Responsable del Fondo?

Puesto que el fondo no tiene personalidad jurídica, su representación es asumida por una sociedad gestora, que es responsable de la administración y de la gestión de los activos. Éstos están custodiados por una entidad depositaria, a la que la ley también atribuye funciones de vigilancia sobre la actividad de la gestora. Antes de contratar un fondo, conviene verificar que tanto la gestora como el depositario están autorizados y registrados en la CNMV.

3) ¿Dónde Pueden Adquirirse las Participaciones?

Las participaciones en fondos de inversión pueden adquirirse a través de entidades financieras como bancos, cajas de ahorros, las propias sociedades gestoras, representantes de empresas de servicios de inversión y entidades de crédito...

En muchos casos, los fondos de inversión pueden contratarse por Internet. Hay entidades que en sus páginas web no sólo comercializan los fondos gestionados por sociedades pertenecientes al mismo grupo financiero, sino también los de otras gestoras.

Aunque la contratación se realice por Internet, el inversor tiene derecho a recibir la misma información que si lo hubiese comprado por vías tradicionales.

4) ¿Qué Documentos e Informaciones se Pueden Exigir?

Antes de la primera suscripción es obligatorio que el inversor reciba el folleto simplificado del fondo y el último informe semestral publicado. El inversor podrá solicitar también que le entreguen de forma gratuita el folleto completo y los últimos informes trimestrales y anuales publicados. Estos documentos permiten al inversor cerciorarse de que el fondo es el que mejor responde a sus intereses.

5) Comisiones que Aplica el Fondo.

Es fundamental conocer este extremo (recogido en el folleto informativo) y comparar, en su caso, entre los fondos de un mismo tipo. Por ejemplo, normalmente la comisión de gestión es superior para fondos que invierten en productos sofisticados y de alto riesgo, ya que requieren una mayor especialización del gestor que, por ejemplo, la inversión en deuda

pública.

6) ¿Cómo se Obtiene el Reembolso de la Inversión?

Por regla general, el pago al partícipe se hará por el depositario en el plazo máximo de tres días hábiles contados desde la fecha del valor liquidativo que resulte aplicable (aunque para determinadas cantidades puede que el fondo exija un plazo de preaviso). Sin embargo, debe tenerse en cuenta que determinados tipos de fondos (como los fondos de inversión libre y los fondos de fondos de inversión libre) podrían en algún momento establecer en su folleto plazos superiores para el pago del reembolso. Por otra parte, los fondos de inversión inmobiliaria sólo tienen obligación de reembolsar una vez al año. Las fechas en que admiten reembolsos vienen indicadas en el folleto.

7) ¿Qué es el derecho de separación?

Los partícipes deben saber que existen ciertas situaciones en las que se les reconoce el derecho de separación gratuito. Son supuestos en los que la modificación del reglamento o el folleto del fondo genera el derecho de los partícipes a que les reembolsen sus participaciones, sin que se les cobre comisión alguna por el reembolso. El motivo es que esas modificaciones pueden alterar sustancialmente las características del fondo o los derechos del inversor: cambio en la política de inversiones, modificación en la distribución de resultados, sustitución de la sociedad gestora o el depositario, conversión del fondo en sociedad, establecimiento o modificación de las comisiones de gestión, reembolso o depósito. Estas modificaciones del reglamento de gestión o del folleto deberán ser comunicadas a los partícipes con una antelación mínima de un mes a su entrada en vigor. Los partícipes podrán ejercer el derecho de separación, es decir, solicitar el reembolso o traspaso de participaciones sin deducción de comisión o gasto alguno, en el plazo de un mes desde la publicación o comunicación a los partícipes de la modificación de las características del fondo. Se aplicará al reembolso el valor liquidativo correspondiente al último día del mes de información.

3.4 Traspasos entre Fondos de Inversión

El reembolso de participaciones o la venta de acciones de una IIC está **exento de tributación siempre que el importe obtenido se invierta en otra IIC**. Los procedimientos de traspaso previstos por la normativa se realizan de forma que el cliente no puede en ningún momento disponer de la cantidad traspasada.

Cuando el traspaso se realice **entre fondos de una misma gestora**, el cliente deberá indicar en su solicitud cuáles son los fondos de origen y de destino, así como el volumen de la operación (importe a traspasar). En los traspasos **entre fondos de distintas entidades** el procedimiento consta de las siguientes fases:

- 1) El cliente debe dirigirse a la entidad de destino (gestora, comercializadora o SICAV) para iniciar la operación. Se indicará el fondo de origen y el importe o número de participaciones que se reembolsarán. El cliente ordenará por escrito la realización de las gestiones necesarias.
- 2) La entidad de destino enviará a la entidad de origen la solicitud debidamente

cumplimentada, para lo cual dispone de **un día hábil** desde que obre en su poder toda la documentación precisa.

- 3) La entidad de origen tiene dos **días hábiles** para realizar las comprobaciones que estime necesarias. En caso de que considere correcta la solicitud, procederá al traspaso del efectivo y enviará a la entidad de destino la información fiscal del partícipe. Este trámite se realizará en los plazos que el fondo de origen tenga previstos para el reembolso, que no podrán superar los **tres días hábiles**.

Puesto que el efectivo se traspasa desde la cuenta del fondo de origen hasta la cuenta del fondo de destino, al proceso descrito hay que añadir el tiempo necesario para la transferencia bancaria, de acuerdo con las normas y los usos bancarios. Por tanto, en circunstancias normales todo el proceso de traspaso entre instituciones españolas debería durar en torno a los **ocho días hábiles**. En algunos casos (instituciones extranjeras, fondos inmobiliarios, fondos de fondos de inversión libre) el traspaso podría llevar más tiempo, ya que habrá tener en cuenta las previsiones del folleto del fondo de origen en relación con los plazos de reembolso.

Los traspasos pueden realizarse entre fondos, entre SICAVs, o entre fondos y SICAVs. En estos casos, el cliente deberá acudir a un miembro de Bolsa, para dar la orden de compra y/o venta de las acciones, según el caso. Además, tendrá que transmitir a la gestora la correspondiente orden de suscripción o reembolso, si una de las instituciones implicadas es un fondo.

3.5 Tipos de Fondos, Según Vocación Inversora

3.6 Fondos Garantizados

Son fondos que aseguran que, como mínimo, se conserva a una determinada fecha la totalidad o una parte de la inversión inicial. No son garantizados, aunque puedan parecerlo y en ocasiones induzcan a confusión, otro tipo de fondos que tienen como objetivo de inversión o rentabilidad la obtención de un determinado rendimiento fijo o vinculado a alguna referencia (Euribor, etc.). Precisamente, la diferencia es que ese rendimiento es un objetivo y no una garantía, por lo que no es exigible por el inversor. Es por tanto un objetivo no garantizado. Los fondos garantizados presentan ciertas características que deben ser bien conocidas antes de la suscripción, ya que pese a la relativa seguridad que ofrecen pueden no resultar adecuados para todos los inversores:

- a) Condiciones para la efectividad de la garantía. Restricciones a la liquidez

Los fondos garantizados tienen un horizonte temporal recomendado de inversión que coincide con el plazo para el que se garantiza la conservación del capital. Es decir, no es aconsejable invertir en un garantizado si se prevé que pueda necesitarse el capital antes de la fecha prevista de vencimiento de la garantía (que suele fijarse entre 1 y 6 años, según los fondos). A diferencia de los no garantizados, estos fondos están diseñados de manera que no resulta aconsejable la entrada o salida de partícipes durante el plazo de garantía, debido a las siguientes particularidades:

- > Periodo inicial de comercialización, durante el cual se puede aportar dinero al fondo sin que se aplique la comisión de suscripción (que puede llegar a ser, como ocurre con frecuencia, el

5% de lo invertido). En su caso, las rentabilidades ofrecidas están condicionadas a que la inversión se haya realizado dentro de este periodo.

- > Sólo tiene derecho a la garantía los partícipes que mantengan su inversión hasta la fecha de vencimiento de la misma: **las participaciones reembolsadas antes de ese momento no están garantizadas**. Si por algún motivo el partícipe necesita reembolsar antes del vencimiento de la garantía, recibirá por sus participaciones el valor liquidativo que corresponda a la fecha de reembolso, y que podrá ser superior o inferior al inicial. Además, en general también tendrá que hacer frente a la comisión de reembolso (hasta un 5% del capital).

En resumen, los partícipes que entren después del periodo de comercialización o que reembolsen antes de la fecha de vencimiento de la garantía podrán sufrir una importante penalización en la rentabilidad, e incluso perder parte de su inversión inicial. Existen algunos fondos que cuentan con las llamadas "**ventanas de liquidez**". Estas ventanas son fechas predeterminadas en las que el partícipe puede reembolsar total o parcialmente sin pagar comisión de reembolso, siempre que se respeten los plazos de preaviso (se detallan en el folleto y suelen oscilar entre tres días y una semana, excluyendo los días inhábiles). Se trata de una apreciable ventaja para el inversor, porque suaviza la iliquidez de este tipo de productos. Sin embargo, el partícipe deberá tener en cuenta que se aplicará al reembolso el valor liquidativo que corresponda según la fecha de solicitud, por lo que no se beneficiará de la garantía y podrá perder parte de la inversión realizada.

b) Qué sucede al vencimiento de la garantía

Los fondos garantizados ofrecen la conservación del capital invertido (o de una parte de él) en una fecha futura predeterminada, la "fecha de vencimiento de la garantía". Cuando llega el vencimiento, pueden suceder dos cosas: que la gestora ofrezca una nueva garantía, en las condiciones que en ese momento determinen los mercados, o que el fondo deje de ser garantizado y continúe funcionando como un fondo "normal". Por tanto, en el ámbito de los fondos de inversión el término "fecha de vencimiento" se refiere al vencimiento de la garantía, ya que **el fondo no vence**. A medida que se aproxime la fecha de vencimiento de la garantía, la gestora enviará a los inversores una carta informándoles sobre los cambios que se producirán en el fondo. Si al partícipe no le interesa mantener su inversión con las nuevas condiciones tiene derecho de separación gratuito, lo que significa que podrá reembolsar sus participaciones sin pagar la comisión de reembolso. Es muy importante que el inversor esté atento a las comunicaciones que recibe de su entidad financiera, ya que **si no responde se entiende que desea mantener su inversión durante el nuevo plazo de garantía**. El partícipe debe ser consciente de que, tras el vencimiento de una garantía, y una vez transcurrido el periodo durante el cual se puede ejercer el derecho de separación gratuito, los reembolsos se realizarán a precio de mercado, y existe la posibilidad de que éste sea inferior al que se alcanzó en el momento del vencimiento de la garantía. Además, es probable que tenga que hacer frente a la comisión de reembolso.

c) Fiscalidad

La **garantía** del fondo viene dada por una tercera entidad, y puede ser **interna** (es el fondo quien recibe el capital si no alcanza por sí mismo el valor liquidativo fijado como objetivo) o **externa** (cuando el capital se entrega directamente al partícipe). La diferencia para el partícipe reside en el tratamiento fiscal de cada una. Puesto que la **interna** es una aportación que recibe el propio fondo, el inversor sólo la percibe a través del valor liquidativo de sus participaciones

(se considera ganancia patrimonial) por lo que no tiene efectos fiscales inmediatos: las plusvalías no tributan hasta que no se produzca el reembolso de las participaciones. Sin embargo, si la garantía es **externa** el partícipe recibe en su cuenta la diferencia entre el valor liquidativo del fondo en la fecha de vencimiento de la garantía y el valor liquidativo garantizado, y esta cantidad sí tributa en el ejercicio económico en el que se percibe (como rendimiento del capital mobiliario).

d) Cálculo de la posible rentabilidad

Los fondos garantizados aseguran, en todo o en parte, la conservación del capital invertido al cabo de un plazo predeterminado. Sin embargo, **no todos garantizan la obtención de una rentabilidad adicional**. Dentro de la actual oferta de fondos garantizados en nuestro país, pueden distinguirse hasta el momento dos grandes grupos:

- > Los **fondos garantizados de renta fija** (GRF) suelen asegurar, además de la conservación del capital invertido, un rendimiento fijo en la fecha de vencimiento de la garantía. Para saber con precisión cuál es la rentabilidad anual que realmente se está ofreciendo, conviene consultar la TAE (que se informa en el folleto del fondo siempre que sea posible su cálculo).
- > Los llamados **fondos garantizados a vencimiento** (GRV), en general, sólo garantizan el capital invertido inicialmente. Ofrecen la posibilidad de obtener una rentabilidad vinculada (total o parcialmente) a la evolución de acciones, índices bursátiles, divisas u otros fondos de inversión. Si los mercados no evolucionan de la manera prevista, o no se cumplen determinadas condiciones descritas en el folleto, es posible que el partícipe no obtenga ninguna rentabilidad por su inversión. Debe tenerse en cuenta que, a pesar de su denominación, la característica de que la garantía sólo es exigible a una fecha determinada (vencimiento) no es exclusiva de este grupo, sino que se refiere también a los garantizados de renta fija.

Para el partícipe puede resultar extremadamente difícil saber de manera realista qué rentabilidad cabe esperar, cuando ésta depende de la evolución de determinados instrumentos subyacentes. Hay que tener en cuenta que la presentación comercial de estos productos puede tender a sobredimensionar las expectativas de rendimientos. Por muy positivas que sean las previsiones sobre la evolución de los mercados, al invertir en un garantizado es necesario saber con exactitud si existe o no alguna garantía de rentabilidad.

3.7 Rentabilidad de los Fondos de Inversión

El precio de las participaciones, tanto a efectos de suscripción como de reembolso, se denomina **valor liquidativo**. Se calcula diariamente: cada día se divide el valor del patrimonio entre el número de participaciones que se encuentran en circulación, y así se obtiene el valor liquidativo de cada una de ellas.

Valor liquidativo (V.L.) = Patrimonio del fondo / N° de participaciones en circulación

Cuando el inversor entra en el fondo, según la cantidad aportada y el valor liquidativo de la participación en la fecha correspondiente, se le asignará un determinado número de participaciones. Mientras mantenga la inversión, el valor de las mismas irá cambiando según se comporten en los mercados los activos que componen la cartera del fondo. Por tanto, en líneas generales la rentabilidad vendrá determinada por la diferencia entre el valor liquidativo

de las participaciones en la fecha de reembolso y en el momento de la suscripción. Si se han revalorizado, el inversor obtendrá ganancias, y si han perdido valor, registrará pérdidas. Hay que tener en cuenta que en la rentabilidad incide la posible existencia de comisiones de suscripción y reembolso. La de suscripción se calcula sobre el importe total de la operación de compra de participaciones y se suma al mismo, incrementando el desembolso que hay que efectuar.

La de reembolso disminuye la cantidad a percibir, en el momento en que el inversor vende sus participaciones. A la hora de elegir entre uno u otro fondo, dentro de la misma categoría, es importante tener en cuenta que el hecho de que un fondo haya obtenido históricamente rentabilidades elevadas, no garantiza que éstas vayan a mantenerse en el futuro.

3.8 Comisiones Aplicables

Debido a su potencial incidencia en la rentabilidad, es muy importante para el inversor conocer el **régimen de comisiones** antes de invertir en un fondo. Su cuantía y las condiciones para su aplicación se detallan en el folleto informativo.

La ley contempla la posibilidad de aplicar cuatro tipos de comisiones: gestión, depositario, suscripción y reembolso.

Comisión de gestión. Es la que cobra la sociedad gestora por el conjunto de los servicios prestados al fondo. Puede calcularse en función del patrimonio y/o de los rendimientos obtenidos. La normativa establece los siguientes límites máximos:

- > Si se calcula sólo en función del patrimonio del fondo, el 2,25% de éste.
- > Si se calcula sólo en función de los resultados, el 18% de los mismos.
- > Cuando se utilizan ambas variables, el 1,35% del patrimonio y el 9% de los resultados.

La comisión de gestión es **implícita**, ya que la gestora la cobra **directamente** al fondo; figura dentro de los gastos de éste, y por tanto ya está descontada en el valor liquidativo que se publica.

Comisión del depositario. Por sus servicios de administración y depósito de los activos, el depositario también cobra una comisión, que puede llegar a un máximo del 2% anual del patrimonio. Igual que la comisión de gestión, se trata de una comisión **implícita** que se cobra directamente al fondo, por lo que ya está descontada en el valor liquidativo que se publica.

Comisiones de suscripción y reembolso. Son comisiones explícitas, ya que no se cobran al fondo, sino al partícipe de forma individual. Pueden llegar a suponer un 5% del precio de las participaciones, y se cobran en el momento en que se realiza la operación, como porcentaje del importe suscrito o reembolsado y deduciéndose de éste.

Estas comisiones suponen una retribución adicional para la gestora, que puede optar por cobrarlas o no (su efecto sobre la rentabilidad puede llegar a ser tan apreciable que suelen usarse como mecanismo para desincentivar la entrada o salida de partícipes). En ocasiones la gestora cede al fondo una parte de la cantidad percibida; es lo que se denomina comisión de descuento a favor del fondo, y beneficia a los partícipes que se encuentran en el mismo.

Junto a las comisiones existen otros gastos que también influyen en la rentabilidad del fondo.

El folleto incluye información sobre los gastos totales que soporta un fondo de inversión, entre ellas las comisiones de gestión y depositario, los servicios exteriores y otros gastos de explotación. Los **gastos totales soportados por el fondo** o **TER** (*Total Expenses Ratio*) se expresan como porcentaje de los gastos totales sobre el patrimonio del fondo. Debe tenerse en cuenta que **cuanto menor sea este porcentaje, mayor será el beneficio para los partícipes.**

Un fondo de inversión puede contar con diferentes clases de participaciones que se diferencian entre sí por las comisiones aplicadas, debido a las distintas políticas de comercialización (si el fondo se suscribe en una oficina, por teléfono o por Internet), al volumen de inversión (en general, cuanto mayor es el importe invertido menores son las comisiones) o a la divisa de denominación del fondo.

El partícipe debe elegir la clase de participaciones de un fondo de inversión que más le interese, según cuál sea la estructura de comisiones más beneficiosa para sus circunstancias personales.

3.9 Riesgos de los Fondos de Inversión

Como cualquier otro producto de inversión, los fondos implican ciertos riesgos. Aunque en general se perciben como un producto seguro, si la evolución de los mercados en los que invierte el fondo no es la esperada, es posible registrar pérdidas. La naturaleza y el alcance de los riesgos dependerán del tipo de fondo, de sus características individuales (definidas en el folleto) y de los activos en los que invierta su patrimonio. En consecuencia, la elección entre los distintos tipos de fondos debe hacerse teniendo en cuenta la capacidad y el deseo de asumir riesgos por parte del ahorrador, así como su horizonte temporal de inversión (especialmente cuando se trata de fondos garantizados).

En general, los fondos de inversión permiten controlar los riesgos al permitir una mayor diversificación, pero en modo alguno puede excluirse la posibilidad de sufrir pérdidas; al fin y al cabo, el capital está invertido en valores cuyo precio oscila en función de la evolución de los mercados financieros. Por tanto, lo primero que el inversor debe analizar es hasta qué punto está dispuesto a asumir la posibilidad de que, al solicitar el reembolso de la inversión, ésta valga menos que en el momento de la compra, incurriendo por tanto en pérdidas. Hay dos elementos que pueden ayudar al inversor a tener una idea más aproximada del riesgo que incorpora un determinado fondo de inversión: la volatilidad y la duración.

La volatilidad nos indica si históricamente los valores liquidativos del fondo han experimentado variaciones importantes o si, por el contrario, han evolucionado de manera estable. Un fondo muy volátil tiene más riesgo porque es difícil prever si el valor liquidativo va a subir o a bajar. Por tanto, en el momento del reembolso, lo mismo podría obtenerse ganancias significativas que pérdidas importantes. Si el inversor adopta la volatilidad como criterio de decisión, debe tener en cuenta que existen distintas formas de cálculo y presentación (diaria, mensual, anualizada o sin anualizar). Por eso es aconsejable seleccionar una fuente de confianza y ceñirse a la misma, ya que los datos de distintas fuentes pueden no ser del todo comparables.

La duración (o plazo medio de vencimiento) es un concepto que permite estimar cómo responderán los activos de renta fija ante variaciones de los tipos de interés (riesgo de tipo de interés). Cuando los tipos suben, los valores de renta fija en la cartera del fondo pierden valor,

ya que la demanda de los mercados se trasladará a las nuevas emisiones, que ofrecen intereses superiores. Y al contrario si los tipos bajan. Este efecto se acusa menos para valores a corto plazo, ya que en cuanto venzan podrá utilizarse el capital para adquirir títulos con tipos de interés actuales. Por eso, a mayor duración más sensibilidad y más riesgo.

Además, antes de suscribir participaciones de un fondo, el inversor debe consultar en el folleto cuál es su política de inversión, y la composición de la cartera al final del último trimestre (informe periódico a socios y partícipes). Ambos documentos pueden y deben solicitarse en la entidad comercializadora, y también se encuentran a disposición del público en la página web de la entidad y en la CNMV. Conocer la composición de la cartera y la vocación inversora del fondo es fundamental, porque permite al inversor hacerse una idea del riesgo que se asume, según los porcentajes de inversión en cada tipo de activos financieros, en euros o en otras divisas, en una u otra zona geográfica, etc. Con carácter general, se pueden hacer las siguientes observaciones:

La inversión en renta variable, por su propia naturaleza, tiene en general más riesgo que la inversión en renta fija, pero en ésta también se pueden producir pérdidas, y el inversor debe ser consciente de este hecho. La renta variable suele tener más riesgo, porque las cotizaciones de las acciones son más volátiles.

Algunos fondos, por su política de inversión, pueden mantener en cartera valores que incorporen un mayor riesgo de crédito o contraparte: es la posibilidad de que el emisor (empresa, entidad financiera o Estado, entre otros) no pueda hacer frente a sus pagos o de que se produzca un retraso en los mismos. En estos casos podría ser interesante conocer la calidad de crédito del emisor, a través de la calificación que realizan entidades especializadas (agencia de *rating*).

La inversión en valores de países emergentes conlleva otro riesgo adicional, el llamado riesgo país, que recoge la posibilidad de que los acontecimientos políticos, económicos y sociales de ese país, afecte a las inversiones que en él se mantienen.

La inversión en activos expresados en monedas distintas del euro implica un riesgo, denominado riesgo de divisa, derivado de las posibles fluctuaciones de los tipos de cambio.

Por otra parte, los fondos que invierten en instrumentos financieros derivados (futuros, opciones), pueden incorporar un riesgo superior, debido a las características intrínsecas de estos productos (por ejemplo, el apalancamiento). Por tanto, es posible que se multipliquen las pérdidas de la cartera, aunque también podrían multiplicarse las ganancias. Sin embargo, hay que tener en cuenta que algunos fondos utilizan los derivados exclusiva o primordialmente con la finalidad de disminuir los riesgos de la cartera de contado (cobertura); en la descripción de la política de inversión, que se recoge en el folleto, debe indicarse si los derivados se utilizarán con finalidad de inversión o de cobertura.

Otra circunstancia a tener en cuenta es que cuando el fondo invierte en valores que no se negocian en mercados regulados, se está asumiendo un riesgo adicional, al existir un menor control sobre sus emisores. Además, la valoración de estos activos resulta bastante más complicada, ya que no se dispone de un precio objetivo de mercado.

3.10 Tratamiento Fiscal de la Inversión en Fondos

La inversión en fondos sólo tributa en el impuesto sobre la renta si se reembolsan las participaciones. Mientras el partícipe mantenga la inversión no pagará impuestos por las ganancias no realizadas.

Los rendimientos obtenidos por los partícipes que sean personas físicas residentes, como consecuencia del reembolso de participaciones, tienen la consideración de ganancia o pérdida patrimonial. Las ganancias patrimoniales obtenidas en un periodo inferior o igual a un año se someten a la escala general del impuesto, que puede llegar hasta el 45%. Las ganancias obtenidas en un plazo superior a un año tributan al 15%.

Si algún fondo reparte dividendos (en la actualidad sería un caso excepcional), éstos tienen la consideración de rendimientos del capital mobiliario, sometidos a la escala general del impuesto, además de estar sujetos a la retención correspondiente del 15%.

En el caso de los fondos garantizados con garantía externa (otorgada a favor del partícipe), las cantidades que se abonen a los partícipes en virtud de la garantía no tendrán la consideración de rendimientos procedentes del fondo; reciben el tratamiento de rendimientos del capital mobiliario, sometidos a la escala general del impuesto y sujetos a la correspondiente retención.

En los garantizados con garantía interna, las cantidades que se abonen, en su caso, se entregarán al propio fondo, por lo que el partícipe tributará según el régimen general de los fondos. Es decir, el rendimiento de los fondos se considera ganancia patrimonial y tributará cuando se reembolsen las participaciones.

Por último, las ganancias o pérdidas patrimoniales generadas por la venta o reembolso de participaciones en fondos de inversión no tributarán cuando el importe obtenido se destine a la adquisición de otras acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva. Esto significa que las participaciones suscritas conservan la antigüedad y el precio de adquisición de las transmitidas o reembolsadas. Esta posibilidad no sólo se aplica a los fondos de inversión, sino que también puede aplicarse a las instituciones de inversión colectiva con forma societaria (SICAV, SII...) siempre que se cumplan dos condiciones: 1) Que el número de socios de la institución cuyas acciones se transmitan sea superior a 500; 2) Que, durante los 12 meses anteriores a la transmisión, el contribuyente no haya poseído más de un 5% del capital de la misma. En el caso de las instituciones extranjeras, estas condiciones se entenderán referidas a cada compartimento o subfondo. La aplicación de esta exención a las instituciones extranjeras exige que estén constituidas y domiciliadas en un Estado Miembro de la Unión Europea, que se encuentren sometidas a la directiva europea, y que la institución extranjera y las entidades encargadas de su comercialización en nuestro país se encuentren inscritas en el correspondiente registro de la CNMV.

3.11 Cómo Realizar el Seguimiento de una Inversión en Fondos

Para seguir la evolución del fondo de inversión que ha contratado, el inversor cuenta con una documentación que obligatoriamente ha de enviarle la sociedad gestora. En ella se informa sobre el comportamiento del fondo y la rentabilidad obtenida, entre otros aspectos. También puede realizarse el seguimiento del fondo a través de los datos que publican los periódicos u otros medios difusores de información financiera, los boletines de cotización de las

Bolsas, las páginas web de las entidades financieras, etc.

El partícipe de un fondo, tanto a la hora de seleccionar una institución como durante el seguimiento de su evolución, puede y debe compararlo con otros que ofrezca el mercado dentro de la misma categoría. En diversos medios (prensa diaria, revistas, Internet...) se ofrecen listados de fondos por categorías, ordenados por rentabilidad, con selección de los mejores y asignación de calificaciones. En algunos medios se ofrecen sólo datos de rentabilidades y comisiones; otros informan también sobre el riesgo mediante indicadores como la volatilidad o medidas de evaluación del rendimiento (ratio de Sharpe...). Estas valoraciones pueden no ser completas y, en todo caso, incorporan necesariamente un componente de subjetividad, por lo que deben manejarse con cautela. Por lo que se refiere a la documentación remitida por la gestora o el depositario, cabe mencionar:

Informes periódicos: anual, semestral y trimestral. Incluyen información sobre la composición de la cartera y la evolución de su valor, la distribución del patrimonio, etc. Antes de la suscripción de las participaciones, junto al folleto del fondo es obligatoria la entrega del último informe semestral. Después, se le enviarán puntualmente a su domicilio los informes semestral y anual. Si el inversor desea información más frecuente puede solicitar la remisión gratuita del informe trimestral. También es posible optar por recibir toda la información a través del correo electrónico.

Estado de posición. La sociedad gestora o el depositario deben remitir a cada partícipe un estado que indique su posición en el fondo a una fecha determinada. Si el inversor ha realizado alguna operación (suscripción o reembolso) se deberá enviar al finalizar el mes. Si no hay movimientos, al menos deberá enviarse anualmente. El partícipe puede solicitar que se le envíe por correo electrónico. Como mínimo, el estado de posición debe contener la siguiente información:

Si ha habido suscripciones o reembolsos, se indicarán los datos de las operaciones realizadas: número de participaciones suscritas o reembolsadas, fecha de la operación, valor liquidativo aplicado, importe bruto y neto (una vez deducida la comisión), la comisión percibida por la sociedad gestora, el saldo de participaciones resultante después de la operación (a valor efectivo) y el porcentaje que representa sobre el patrimonio total del fondo.

Si no se han realizado suscripciones ni reembolsos, se informará del número de participaciones y del valor liquidativo a la fecha de referencia.

El partícipe debe comprobar que el número de participaciones es correcto, con independencia de que su valor haya aumentado o disminuido, debido a la evolución de los mercados de valores. Si hubiera disminuido, debe tenerse en cuenta que mientras no se vendan las participaciones no se realizan las pérdidas. El inversor debe valorar cuál es el momento más adecuado para deshacer su inversión en el fondo.

Aviso de modificaciones relevantes y derecho de separación. La gestora está obligada a enviar a los partícipes una comunicación informando de las modificaciones de características relevantes del fondo. Debe hacerse referencia al otorgamiento del correspondiente derecho de separación y al plazo para su ejercicio (normalmente un mes). Se puede ejercer de la forma que más interese al partícipe: mediante reembolso o traspaso de participaciones, de forma total o parcial y siempre sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno.

Es muy importante que los inversores estén atentos a las comunicaciones recibidas, ya que el

transcurso del plazo sin manifestación expresa de su voluntad conlleva la pérdida de este derecho, de manera que el inversor tendrá que optar entre permanecer en un fondo con nuevas características o reembolsar asumiendo en su caso las comisiones aplicables.

3.12 El Folleto del Fondo

El folleto informativo es un documento oficial cuyo contenido viene establecido por la normativa, y es objeto de registro en la CNMV. Las entidades comercializadoras están obligadas a entregarlo a sus clientes, en su formato simplificado, antes de la suscripción de participaciones, cualquiera que sea el canal que se emplee para la venta (presencial, telefónico, Internet, etc.). La gestora asimismo deberá entregar de forma gratuita el folleto completo al inversor que se lo solicite con anterioridad a la suscripción de participaciones.

Asimismo, 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 CNMV.

El conocimiento de la información contenida en el folleto es imprescindible para adoptar una decisión de inversión informada y evitar las consecuencias negativas de una inversión no adecuada a la situación y expectativas personales.

Aunque a primera vista algunos apartados del folleto puedan parecer complejos, no es difícil localizar aquellas informaciones esenciales para el futuro partícipe. En caso de dudas sobre su contenido o alcance, debe consultar siempre al intermediario o a la CNMV.

Las informaciones más relevantes que pueden extraerse del folleto informativo se encuentran en los siguientes capítulos:

4 Capítulo

Contenido

0

Información General Sobre Fondos de Inversión. Explicaciones y advertencias de índole general sobre el producto y la importancia del folleto.

III

Características Generales del Fondo. Es fundamental consultar, entre ellas, el perfil de riesgo del fondo y la inversión mínima.

IV

Política de Inversión del Fondo. Vocación inversora, criterios de selección y distribución de las inversiones, riesgo inherente a los activos. Debe indicarse de forma expresa la intención de utilizar instrumentos financieros derivados.

V

Garantía de Rentabilidad, si se Trata de un Fondo Garantizado. Es importante fijarse en el periodo de garantía y en las comisiones aplicables fuera del mismo.

VI

Comisiones Aplicables (gestión, depositario, suscripción y reembolso) y método de cálculo.

VII

Información al Partícipe. Valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos, envío de información periódica

VIII

Fiscalidad. Régimen fiscal aplicable a residentes y no residentes

Cuando el fondo lleve cierto tiempo de funcionamiento, en el folleto se incluirá asimismo una Anexo en el que se puede encontrar información sobre las rentabilidades obtenidas en el pasado, así como sobre los gastos totales soportados por el fondo (TER).

El folleto debe actualizarse siempre que se produzcan hechos de cierta relevancia, por su incidencia en la gestión del fondo o en los derechos del inversor. Por ejemplo, la sustitución de la gestora o el depositario, la modificación de la política de inversiones, el establecimiento o el aumento de comisiones, modificaciones en el procedimiento de suscripciones y reembolsos o de las garantías de rentabilidad a favor de los partícipes, etc. Estas circunstancias deben ser comunicadas a los partícipes, que disponen de un plazo para ejercitar su derecho de separación gratuito (es decir, puede abandonar el fondo sin que se les cobre comisión de reembolso).

4.1 Otros Tipos de IIC

4.2 Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII)

Son instituciones de inversión colectiva no financieras, que invierten las aportaciones de los partícipes fundamentalmente en la compra de inmuebles (destinados a viviendas, oficinas, locales comerciales, residencias de estudiantes o para la tercera edad, etc.) para explotarlos en régimen de alquiler. Por tanto, obtienen sus rendimientos tanto de las rentas que obtienen por alquilar los inmuebles como por la evolución de los precios. Cuando revisten forma societaria, estas instituciones se denominan Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII). Los fondos de inversión inmobiliaria tienen las siguientes características:

- > El valor liquidativo se calcula una vez al mes.
- > Son fondos menos líquidos que los fondos de inversión mobiliaria (FI). Sólo están obligados a permitir las suscripciones y reembolsos una vez al año, si bien la mayoría de los FII existentes en la actualidad permiten suscribir participaciones una vez al mes y realizar reembolsos con carácter trimestral, cuatrimestral o semestral. Normalmente se exige un preaviso de entre quince días y un mes para solicitar el reembolso.
- > Las comisiones de gestión suelen situarse entre el 2,5% y el 3%, aunque pueden llegar a un máximo del 4%.
- > Es habitual aplicar comisiones de reembolso o descuentos a favor del fondo de forma escalonada en el tiempo (desde un máximo del 4% hasta el 0% del importe reembolsado), de forma que cuanto mayor es la antigüedad menor es la comisión de reembolso aplicable, hasta llegar a eliminarse para reembolsos a partir del tercer o cuarto año. Las comisiones de suscripción y reembolso máximas que pueden cargar se sitúan en el 5% sobre el importe suscrito o reembolsado.

Esta última circunstancia, unida a la menor liquidez del producto, hace que los FII resulten adecuados para inversores con un horizonte temporal de inversión a largo plazo. La fiscalidad de las IIC inmobiliarias es la misma que la de las IIC financieras.

4.3 Fondos Cotizados (ETF)

Son instituciones de inversión colectiva no financieras, que invierten las aportaciones de los partícipes fundamentalmente en la compra de inmuebles (destinados a viviendas, oficinas, locales comerciales, residencias de estudiantes o para la tercera edad, etc.) para explotarlos en régimen de alquiler. Por tanto, obtienen sus rendimientos tanto de las rentas que obtienen por alquilar los inmuebles como por la evolución de los precios.

Cuando revisten forma societaria, estas instituciones se denominan Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII). Los fondos de inversión inmobiliaria tienen las siguientes características:

- > El valor liquidativo se calcula una vez al mes.
- > Son fondos menos líquidos que los fondos de inversión mobiliaria (FI). Sólo están obligados a permitir las suscripciones y reembolsos una vez al año, si bien la mayoría de los FII existentes en la actualidad permiten suscribir participaciones una vez al mes y realizar reembolsos con carácter trimestral, cuatrimestral o semestral. Normalmente se exige un preaviso de entre quince días y un mes para solicitar el reembolso.
- > Las comisiones de gestión suelen situarse entre el 2,5% y el 3%, aunque pueden llegar

a un máximo del 4%.

- > Es habitual aplicar comisiones de reembolso o descuentos a favor del fondo de forma escalonada en el tiempo (desde un máximo del 4% hasta el 0% del importe reembolsado), de forma que cuanto mayor es la antigüedad menor es la comisión de reembolso aplicable, hasta llegar a eliminarse para reembolsos a partir del tercer o cuarto año. Las comisiones de suscripción y reembolso máximas que pueden cargar se sitúan en el 5% sobre el importe suscrito o reembolsado.

Esta última circunstancia, unida a la menor liquidez del producto, hace que los FIL resulten adecuados para inversores con un horizonte temporal de inversión a largo plazo. La fiscalidad de las IIC inmobiliarias es la misma que la de las IIC financieras.

4.4 Fondos de Inversión Libre (FIL)

Los fondos de inversión libre, también conocidos como *hedge funds* o fondos de inversión alternativa, se dirigen de manera preferente a inversores cualificados (institucionales o grandes patrimonios). La normativa española establece una inversión mínima inicial de 50.000 euros para acceder a este producto. Estos fondos pueden invertir en cualquier tipo de activo financiero (de ahí su denominación), sin que les sean aplicables las reglas sobre concentración de inversiones establecidas en la normativa general para las instituciones de inversión colectiva tradicionales. Pueden endeudarse hasta cinco veces el valor de su activo. El valor liquidativo se calculará al menos trimestralmente, aunque cabe el cálculo semestral si así lo exigen las inversiones realizadas. Por tanto, los partícipes sólo podrían suscribir o reembolsar cada tres o seis meses (aunque los fondos pueden optar por ofrecer liquidez con mayor frecuencia, por ejemplo mensual). No se aplican a estos fondos los límites máximos de comisiones que rigen para el resto de los fondos de inversión. También son menores las obligaciones de información a los inversores. Aunque dentro de este tipo de fondos pueden encontrarse productos con características muy diversas, la total libertad para elegir las inversiones, la menor liquidez y transparencia y la posibilidad de apalancamiento suelen implicar un nivel de riesgo superior al de otros productos de inversión colectiva, por lo que los inversores deberán dejar constancia por escrito de que conocen los riesgos asociados al producto (mediante la firma de un "documento de consentimiento" en el momento de la suscripción).

4.5 Fondos de Fondos de Inversión Libre (FFIL)

Conocidos como "fondos de *hedge funds*", invierten en instituciones de inversión libre o *hedge funds* al menos el 60% de su activo, sin que puedan concentrar más del 10% del patrimonio en una sola institución. Es un tipo de fondos especialmente concebido para que los inversores particulares puedan acceder a los productos de inversión alternativa. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que se trata de una más de las alternativas de inversión disponibles en el mercado. En general, no resulta aconsejable invertir la totalidad de los ahorros en este producto. Entre sus características, cabe destacar las siguientes:

- > Son fondos de fondos: no invierten directamente en valores, sino en otros fondos de inversión.
- > Los fondos en los que invierten han de ser, en su mayoría, fondos de inversión alternativa o *hedge funds*.
- > Nivel de riesgo. La libertad de que gozan los FFIL para decidir sus estrategias permite

acceder a nuevas oportunidades de inversión, pero también suele implicar mayores niveles de riesgo. El valor de la inversión puede variar de forma significativa a lo largo del tiempo, y el rendimiento no tiene por qué estar ligado a la evolución de los mercados de valores.

- > **Liquidez.** En general, los FFIL son menos líquidos que los fondos tradicionales. Esto tiene implicaciones prácticas, tanto por lo que se refiere al cálculo y publicación del valor liquidativo como al régimen de reembolsos:

Valor liquidativo: el precio de la participación podrá publicarse con una periodicidad de tres o incluso seis meses (aunque en la práctica es posible que muchos fondos opten por una frecuencia mensual).

Reembolsos: al igual que ocurre con el valor liquidativo, los FFIL pueden permitir los reembolsos sólo cada tres o seis meses, según se indique en el folleto informativo.

Debido a su limitada liquidez es recomendable destinar a esta inversión aquella parte de los ahorros que pueda mantenerse inmovilizada durante prolongados periodos de tiempo.

Comisiones: los FFIL tienen libertad para fijar sus comisiones, ya que no les resultan aplicables los límites máximos establecidos para los fondos tradicionales.

En principio, la selección y seguimiento de los *hedge funds* por parte de una gestora, unidos a la diversificación, permiten un mayor control de los riesgos existentes, que en todo caso deben ser debidamente destacados, tanto en la publicidad como en el folleto del fondo. Antes de invertir en un FFIL el inversor deberá firmar un **documento de consentimiento** (diferente a la orden de suscripción), en el que declara haber sido debidamente informado por la entidad de los riesgos inherentes al producto. Antes de firmar este documento, el partícipe debe estar completamente seguro de que comprende su contenido, en particular por lo que se refiere a las características y riesgos especiales que asume con la inversión en este tipo de fondos. La entidad está obligada a entregar al inversor una copia de este documento, que es conveniente conservar junto al folleto y la orden de suscripción mientras se mantenga la condición de partícipe.

4.6 Sociedades de Inversión (SICAV)

En el caso de la inversión mobiliaria, los fondos y las sociedades tienen en común que invierten principalmente en valores mobiliarios, tales como acciones, deuda pública y obligaciones emitidas por empresas. La principal diferencia entre ambos es que un fondo es sólo un patrimonio del que el ahorrador se convierte en partícipe; puesto que no tiene personalidad jurídica ha de ser gestionado por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). En cambio, las sociedades sí tienen personalidad jurídica, ya que se trata de sociedades anónimas; los ahorradores que aportan su dinero se convierten en accionistas de la sociedad. Suelen considerarse un vehículo de inversión de banca privada, es decir, orientadas a grandes patrimonios. Las SICAV pueden autogestionarse o bien encargar la gestión a una SGIIC o a otro tipo de entidad financiera habilitada por ley. Debe intervenir también una entidad financiera que actúe como depositaria del patrimonio. Al igual que los fondos de inversión, las SICAV también pueden tener compartimentos con distintas políticas de inversión, así como emitir series de acciones con su propio régimen de comisiones. Las acciones de las SICAV pueden negociarse en las bolsas de valores o

en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB); también se puede invertir en ellas mediante un procedimiento similar a la suscripción y reembolso de fondos de inversión, según determine la propia sociedad. El tratamiento fiscal de las sociedades de inversión es equivalente al de los Fondos de Inversión. La plusvalía generada en la venta de acciones de la SICAV tributará a un tipo fijo del 18%. Las sociedades de inversión también pueden beneficiarse de la exención de tributación de los traspasos entre instituciones de inversión colectiva, con las limitaciones que se señalan en el apartado **Tratamiento fiscal de la inversión en fondos**.

4.7 IIC Extranjeras

En España también se comercializan fondos y sociedades de inversión extranjeros. En el caso de las instituciones europeas, las IIC extranjeras pueden estar sometidas a la regulación de las Directivas de la Unión Europea (IIC armonizadas) o pueden no estarlo (IIC no armonizadas).

Los intermediarios financieros autorizados pueden vender libremente en España las IIC armonizadas (siempre que tanto la institución como la entidad comercializadora estén inscritos en los registros de la CNMV), por lo que también son una alternativa de inversión colectiva para el inversor español. Estos productos europeos deben respetar las normas existentes en España. En concreto, deben tener capacidad para reembolsar participaciones y para proporcionar a los partícipes toda la información precisa, del mismo modo que las instituciones de inversión colectiva españolas. Las IIC armonizadas deben presentar ante la CNMV una serie de documentos, entre los que se encuentran el reglamento, el folleto explicativo, los últimos informes anual y trimestral, y la memoria en la que se explica la forma de comercialización. Esta documentación es incorporada a los registros de la CNMV. También es posible comercializar IIC no armonizadas en España, previa autorización expresa de la CNMV y tras la inscripción en los registros públicos de este organismo. Para autorizar su comercialización, la CNMV exige que en su país de origen estén sujetas a una normativa que proteja los intereses de los partícipes a un nivel similar (no inferior) al de la normativa española.

Las instituciones de inversión colectiva extranjeras tienen la peculiaridad de que una misma institución ofrece distintos "compartimentos"; cada uno tiene su propia cartera de activos, con distintos niveles de riesgo (aunque en un mismo compartimento pueden existir distintas clases de acciones o participaciones). Por eso, aunque a mediados de 2002 se encontraban registradas unas 200 instituciones, se dispone de la posibilidad de invertir en más de 3.200 tipos de carteras. El tratamiento fiscal de las IIC armonizadas inscritas en el Registro de la CNMV para su comercialización en España es el mismo que el de las IIC domésticas, siendo de aplicación las mismas particularidades en los casos en los que la IIC armonizada tenga estructura societaria (SICAV).

5 Productos Derivados

Se trata de productos sofisticados que en algunos casos conllevan riesgo de pérdida total de la inversión. Por lo tanto, para invertir en ellos es necesario no sólo certificar ciertos conocimientos específicos, tanto de los productos como del funcionamiento de los sistemas de negociación, sino también contar con una alta predisposición a asumir riesgos elevados, y capacidad para afrontarlos. La inversión en productos derivados requiere conocimientos, buen juicio y vigilancia constante de la posición.

Son productos derivados aquellos cuyo precio varía en función de la cotización que alcance en los mercados otro activo, al que se denomina subyacente. Hay una gran diversidad de instrumentos financieros e indicadores económicos que se utilizan como activos subyacentes: acciones, cestas de acciones, valores de renta fija, divisas, tipos de interés, índices bursátiles, materias primas... en productos más sofisticados, incluso la inflación o los riesgos de crédito. En general, los productos derivados sirven para trasladar el riesgo de unos agentes (que desean venderlo) a otros (que quieren adquirirlo), por lo que se pueden usar con distintas finalidades. Por un lado, cabe emplearlos para limitar total o parcialmente el riesgo de pérdida de una cartera o de un fondo; por otro, también permiten añadir riesgo a una inversión (realizando una apuesta sobre el valor futuro de un subyacente), con objeto de alcanzar mayores rentabilidades.

Una característica común a todos los productos derivados es el **efecto apalancamiento**, que define la relación entre el capital invertido y el resultado que se obtiene. Para un mismo importe, las posibles pérdidas o ganancias obtenidas de la operativa con derivados son superiores a las que se obtendrían si se negociaran directamente los activos subyacentes. En España se negocian futuros y opciones financieras en el **mercado de derivados MEFF**, y sobre mercaderías en el Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO). En cuanto a los warrants y certificados, más asequibles para el pequeño inversor, se negocian en un segmento específico de la Bolsa, tal y como se detalla en la sección **sistema de contratación de warrants, certificados y otros productos**. A continuación, se explican varias características de los principales productos derivados:

5.1 Futuros

Un futuro es un contrato negociado en un mercado organizado, por el que las partes acuerdan la compraventa de una cantidad concreta de un valor (activo subyacente) en una fecha futura predeterminada, a un **precio convenido de antemano**. Es decir, se trata de contratos a plazo cuyo objeto son instrumentos de naturaleza financiera (valores, índices, préstamos o depósitos...) o commodities (es decir, mercancías; pueden ser productos agrícolas, materias primas...).

La operativa en futuros requiere una vigilancia constante de la posición. Comportan un alto riesgo si no se gestionan adecuadamente. En determinadas circunstancias, se puede llegar a perder parte o la totalidad de la inversión.

5.2 Características de la Negociación de Futuros en los Mercados Españoles

El hecho de que se negocien en mercados organizados implica las siguientes características operativas:

- > Las condiciones de los contratos están estandarizadas, por lo que se refiere a su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento.
- > El contrato de futuros puede ser comprado o vendido en cualquier momento de la sesión de negociación.
- > Tanto para comprar como para vender futuros, los intervinientes han de aportar garantías al mercado; éstas consisten en un importe, determinado en función de las posiciones abiertas que mantengan, como señal del cumplimiento de su compromiso.
- > En España, MEFF (Mercado Español de Productos Financieros Derivados) funciona

como cámara de compensación y contrapartida (actuando como parte compradora ante el vendedor y como parte vendedora ante el comprador) y garantiza el buen fin de la operación. Esta interposición implica mayor seguridad para los intervinientes, a los que se asegura el cobro de los beneficios resultantes de las operaciones aún en el caso de que la contraparte no cumpliera sus compromisos de pago. Para hacer frente a esta eventual responsabilidad, el mercado dispone de las garantías depositadas por los miembros y clientes.

- > Las compras y las ventas se compensan entre sí. Se denomina "posición larga" a la que adopta el comprador de futuros: al vencimiento del contrato tendría derecho a percibir el activo subyacente (si se liquidara por entrega física al vencimiento). Sin embargo, puede que el comprador prefiera cerrar su posición en el mercado antes del vencimiento realizando la operación contraria, es decir, vendiendo futuros. La "posición corta" es la del vendedor de futuros, que se compromete a entregar el subyacente al vencimiento (si se liquidara por entrega física al vencimiento), a cambio del precio establecido en el contrato. Igualmente puede deshacerse tal posición comprando contratos que la neutralicen.
- > Se realiza un ajuste diario de beneficios y pérdidas, mientras el inversor mantenga una posición abierta (es decir, esté largo o corto y no haya realizado la operación contraria). La cámara de compensación liquida diariamente los beneficios y las pérdidas de cada inversor, según el precio de cierre de cada sesión (precio de liquidación diario).
- > Los contratos de futuros están sujetos al **efecto apalancamiento** (la inversión inicial necesaria es el depósito de garantía, de importe reducido en comparación con el importe de la inversión subyacente), por lo que los resultados pueden multiplicarse, tanto en sentido positivo como negativo, en relación con el efectivo desembolsado.

5.3 Precio Teórico del Futuro

Un aspecto importante es la determinación del **precio del futuro**. Se conoce el precio que tiene hoy el activo subyacente, pero ¿cómo se puede estimar lo que valdrá dentro de un tiempo?

Para operar en los mercados, el inversor necesita comparar el precio de los futuros que se negocian en el mercado con un precio de referencia o precio teórico del futuro (PTF). Por ejemplo, en el caso de las acciones se calcularía según la siguiente fórmula:

$$\text{Precio teórico del futuro (PTF)} = \text{Precio actual} + (\text{Precio actual} \times t \times i) - d$$

t = Tiempo hasta el vencimiento, es decir, el plazo para el que se trata de estimar el valor teórico. Se expresa en años.

i = Tasa de interés libre de riesgo, expresada en tanto por uno.

d = Dividendo efectivo hasta el vencimiento.

Es decir, se trata simplemente de llevar hasta el futuro el valor actual del activo, al tipo de interés que se considera libre de riesgo. La diferencia entre el precio teórico del futuro y el precio actual es el coste de financiación (precio actual $\times t \times i$). Si a este coste se le resta la eventual rentabilidad obtenida por los dividendos del activo (d), se obtiene el coste neto de financiación ("cost of carry").

El coste neto de financiación representa el **coste de oportunidad** que supondría mantener inmovilizado el dinero si se hubiese adquirido el activo, menos los rendimientos positivos que en su caso obtendría el propietario del mismo.

La diferencia entre el valor del futuro y el valor de contado de un activo para una fecha determinada es lo que se denomina "base". Tal y como se puede deducir de la fórmula, la base tiende a 0 en la fecha de vencimiento del contrato (ya que no hay coste de financiación y no se van a percibir dividendos).

En cualquier caso, es importante tener en cuenta que el precio de un futuro en el mercado puede ser distinto de su precio teórico, ya que en general los mercados de futuros reaccionan antes que los de contado a las expectativas de los inversores.

5.4 Opciones

Una opción es un contrato que conlleva el derecho a comprar o vender una determinada cuantía del activo subyacente, a un precio determinado (precio de ejercicio), y en el plazo estipulado.

La operativa en opciones requiere una vigilancia constante de la posición. Comportan un alto riesgo si no se gestionan adecuadamente. El valor de las primas puede sufrir fuertes variaciones en poco tiempo. En determinadas circunstancias, se puede llegar a perder parte o la totalidad de la inversión.

En las opciones es fundamental distinguir entre la situación del comprador y la del vendedor. El comprador tiene el derecho, **pero no la obligación**, de comprar o vender al vencimiento (según el tipo de opción); por el contrario, el vendedor (o emisor) de la opción está obligado a comprar o vender si el comprador decide ejercer su derecho. El precio de la opción es lo que el comprador paga por obtener ese derecho, y se denomina **prima**. Llegada la fecha de vencimiento, al comprador le interesará o no ejercerlo en función de la diferencia entre el precio fijado para la operación (**precio de ejercicio o "strike"**) y el precio que en ese momento tenga el subyacente en el mercado de contado.

Fiscalmente, la ley del IRPF las califica como productos derivados negociados en mercados organizados. Los resultados que generan se tratan como incrementos o disminuciones patrimoniales en el cómputo del impuesto.

5.4.1 Tipos de Opciones

Según los criterios empleados pueden darse distintas clasificaciones de las opciones; las más sencillas son las siguientes:

- > Opciones call y put
- > Opciones europeas y americanas
- > Opciones in/at/out of the money

5.4.2 Opciones Call y Put

Según el derecho que otorgan:

Este documento es propiedad intelectual de **Banco Finantia Spain, S.A.**

- > **Opción de Compra o Call:** el comprador tiene el derecho (pero no la obligación), de adquirir el subyacente a un precio determinado, en la fecha de vencimiento establecida.
- > **Opción de Venta o Put:** el comprador tiene el derecho (pero no la obligación), de vender el subyacente a un precio fijado, en la fecha de vencimiento.

Cuando compra una call, el inversor espera que el valor del subyacente suba en los mercados; es decir, tiene expectativas alcistas. No compra directamente el valor en el mercado, porque desea limitar la pérdida, en caso de que sus previsiones no se cumplan.

Si llegada la fecha de vencimiento, su apuesta resulta acertada y el precio del subyacente en el mercado de contado es superior al precio de ejercicio fijado en el contrato, le interesará ejercer la opción, ya que comprará más barato. Por el contrario, si los precios no suben como esperaba y el precio de ejercicio es mayor que el del subyacente, no ejercerá la opción y perderá la inversión realizada, es decir, la prima.

La compra de una opción put está justificada cuando el inversor tiene expectativas bajistas, pero desea cubrir la posibilidad de que no se cumplan. Si el precio del subyacente disminuye, le interesará ejercer la opción y vender al precio de ejercicio, que es superior. En caso contrario, no la ejercerá y perderá la prima.

En resumen, para el comprador de una opción (call o put), **las ganancias son ilimitadas (lo que el precio del subyacente suba o baje respecto al precio de ejercicio, restando el coste de la opción), mientras que las pérdidas quedan limitadas a la prima.** La posición del vendedor de opciones es la contraria. Sin embargo, asume mucho más riesgo que el comprador, ya que sus posibilidades de pérdidas son ilimitadas (hay que recordar que si el comprador desea ejercer su derecho, está obligado a comprar o vender), y el importe de las ganancias es la prima.

5.4.3 Opciones Europeas y Americanas

En función del momento en el que pueden ejercerse:

- > La **opción americana** puede ejercerse en cualquier momento, hasta la fecha de vencimiento.
- > La **opción europea** sólo puede ejercerse en la fecha de vencimiento.

5.4.4 Opciones in/at/out of the Money

De acuerdo con el valor intrínseco y el valor temporal de la opción (ver la sección **El valor de las opciones**):

- > Opciones "dentro del dinero" (in the money): son las opciones que, si pudiesen ejercerse en ese momento, proporcionarían beneficios a su poseedor. Es decir, el precio de ejercicio es inferior al del subyacente en una opción call, y superior en una put. Son opciones con un valor intrínseco positivo.
- > Opciones "en el dinero" (at the money): el precio de ejercicio y el precio del subyacente son prácticamente coincidentes, de manera que ejercer las opciones en ese momento no implicaría ningún beneficio. Estas opciones sólo tienen valor temporal.

- > Opciones "fuera del dinero" (out of the money): son las que no se ejercerían, por estar el precio de ejercicio por encima (en una call) o por debajo (en una put) del precio del subyacente. No tienen ningún valor intrínseco.

A lo largo de su vida, una opción puede ir cambiando de una a otra situación, debido a las continuas variaciones de precio del activo subyacente.

5.4.5 Negociación de Opciones

Los contratos de opciones negociados en mercados organizados de derivados tienen estandarizados el importe y la fecha de vencimiento.

Lo que se negocia en los mercados de opciones es la prima, que es a lo que se hace referencia cuando se habla de "precio de la opción": es lo que paga el comprador por el derecho de comprar o vender al vencimiento.

Una opción queda cancelada en la fecha de su vencimiento, tanto si el comprador la ejerce como si no lo hace. Además, cuando se trata de opciones negociadas en mercados organizados, se puede cerrar la posición antes de la fecha de ejercicio, realizando la transacción contraria. A modo de ejemplo:

- > El comprador de la call puede venderla a otro comprador, a un precio o prima que normalmente no coincidirá con el que él pagó (puede ser mayor o menor).
- > El vendedor de una call comprará una igual a la que ha vendido, para neutralizar su obligación inicial.

A diferencia de lo que ocurre con los futuros, en las opciones no hay ajuste diario de beneficios o pérdidas; el resultado sólo se hace efectivo bien al cerrar la posición mediante la transacción contraria, o bien en la fecha de vencimiento.

Al vendedor de las opciones se le exige el depósito de una cantidad, como garantía, ante la cámara de compensación.

Llegado el vencimiento, la liquidación depende del activo subyacente. Si son acciones, en caso de que se ejerza la opción se entrega la acción a su poseedor, previo pago del precio de ejercicio. Para otros subyacentes, como por ejemplo el Ibex-35, lo que se liquida es el beneficio o la pérdida; es decir, se abona o se carga la diferencia entre el precio de ejercicio de la opción y el precio de liquidación a vencimiento (el cual se calcula según las especificaciones de cada contrato).

5.4.6 Valor de las Opciones

El valor de una opción tiene dos componentes: el valor temporal y el valor intrínseco.

En cada momento, el valor intrínseco de la opción es la diferencia entre el precio del subyacente y el precio de ejercicio. El valor temporal es la diferencia entre el precio de la opción (la prima) y el valor intrínseco.

Prima = Valor intrínseco + Valor temporal

Valor intrínseco = Precio del subyacente - precio de ejercicio (call) Valor intrínseco = Precio de ejercicio - precio del subyacente (put)

Si en un momento dado la prima vale 1000 y el valor intrínseco son 750, las otras 250 unidades constituyen el valor temporal. ¿Por qué el tiempo añade valor a las opciones?

El motivo es que mientras queda tiempo para el vencimiento, existen más posibilidades de que los precios del subyacente evolucionen en el sentido que espera el comprador de la opción. A medida que se aproxima el vencimiento, hay menos margen para una evolución favorable, y casi todo el valor es intrínseco. En la fecha de ejercicio el valor temporal es 0.

Al final de la vida de una opción, su valor sólo depende de dos variables: el precio del activo subyacente y el precio de ejercicio. Sin embargo, antes del vencimiento la prima se ve influida por los siguientes factores: el precio del subyacente, el precio de ejercicio, la volatilidad del subyacente, el tipo de interés, los dividendos que generará el subyacente antes de la fecha de ejercicio, y el tiempo que resta hasta la última fecha de ejercicio de la opción.

El precio del subyacente y el precio de ejercicio. Ya se ha señalado cómo la relación entre ambos determina el valor intrínseco de la opción. Este valor intrínseco es cambiante, como consecuencia de las constantes fluctuaciones del precio del subyacente en los mercados (el precio de ejercicio es constante durante toda la vida del contrato).

Así, una opción puede estar "in the money" un día y "out of the money" al día siguiente, por ejemplo.

La **volatilidad** ofrece una medida de la variabilidad de precios del subyacente. **Los incrementos de volatilidad dan lugar a aumentos de las primas, tanto para opciones call como put.** El motivo es que, si el precio de un valor suele fluctuar de manera acusada, es más difícil prever en qué horquilla de precios se moverá al vencimiento, por lo que hay más posibilidades de que evolucione a favor del comprador de la opción (que es el vendedor del riesgo).

La estimación de la volatilidad implícita del activo subyacente es la cuestión clave en la valoración de opciones, ya que es el único factor que no se conoce, por lo que cada intermediario ofrecerá su propia estimación subjetiva de este dato. Aunque su volatilidad histórica pueda ofrecer algún indicio, no es posible predecir con certeza el comportamiento futuro de los precios. De hecho, negociar opciones implica apostar por una determinada volatilidad.

El tipo de interés (al plazo que se corresponda con el tiempo de vida de la opción) es tal vez el factor con menos incidencia en la valoración de opciones. Puesto que una subida del tipo de interés disminuye el valor actual del precio de ejercicio, la prima de una opción call aumentará, mientras que el valor de la put se reducirá. Se aplica el tipo de interés libre de riesgo.

Los **dividendos de las acciones** influyen en el precio de la opción, en la medida en que el reparto de dividendos disminuye el precio de la acción en el mercado. Al reducirse el valor del subyacente, baja el precio de la opción call y aumenta en el caso de la put. Por lo tanto, el precio de las opciones reacciona a las expectativas del mercado sobre el pago de dividendos del subyacente.

Ya se ha visto la importancia del **tiempo que falte hasta la fecha de ejercicio**. Cuanto mayor sea el plazo que reste hasta el vencimiento, mayor valor temporal tendrá la opción, ya que hay más posibilidades de que el precio del subyacente evolucione en el sentido que espera el comprador. El valor temporal es nulo en la fecha de vencimiento. El tiempo hasta el vencimiento influye en el valor de la opción a través de la volatilidad, del precio de ejercicio y de los dividendos. Cuanto más tiempo falte, habrá mayor volatilidad (aumentan las oportunidades de variaciones en los precios), será menor el valor actual del precio de ejercicio, y existirán mayores expectativas de dividendos.

6 Resumen del Efecto de los Distintos Factores en el Valor de la Opción

A Mayor...	Opción Call	Opción Put
Precio del Subyacente	↑	↓
Precio de ejercicio	↓	↑
Volatilidad	↑	↑
Tipo de interés	↑	↓
Dividendos	↓	↑
Tiempo hasta el Vencimiento	↑	↑

Existen distintos métodos de valoración que manejan los efectos de estas variables; el más conocido es el elaborado por Black y Scholes en 1973.

Las **sensibilidades** del precio de la opción ante las variaciones de estos factores se representan a través de letras **griegas**; a continuación se definen las más relevantes:

- > **Delta**: mide la sensibilidad de la prima a las variaciones en el precio del subyacente. Matemáticamente, es la primera derivada: indica en qué cuantía cambia la prima al modificarse en una unidad el precio de contado del subyacente (en porcentaje). Representa asimismo la cantidad de activo subyacente que habría que adquirir o vender para tener una cartera "delta neutral" (que no se vea afectada en ningún sentido por las fluctuaciones del mercado). Por último, la delta también muestra la probabilidad de que la acción sea ejercitada, es decir, de que al vencimiento se encuentre "in the money".
- > **Gamma**: variación de la delta al producirse variaciones en el precio del subyacente. Es la segunda derivada del valor de la prima respecto al precio del subyacente; es decir, la tasa de variación de delta.
- > **Vega**: mide la variación de la prima ante cambios en la volatilidad. Ya se ha visto que el aumento de la volatilidad siempre conlleva un incremento de las primas.
- > **Theta**: mide la variación de la prima por efecto del paso del tiempo. Suponiendo que el resto de los factores permanecieran constantes, el mero paso del tiempo hace que se reduzcan las primas, lo que resulta negativo para el comprador y positivo para el vendedor de opciones.

6.1 Mercado de Derivados MEFF

MEFF, creado en 1989, es el Mercado Español de Productos Financieros Derivados. Forma parte del grupo MEFF-AIAF-SENAF Holding de Mercados Financieros. Como mercado oficial, MEFF está regulado y supervisado por la CNMV y el Ministerio de Economía.

En MEFF se negocian futuros y opciones sobre: el Ibex 35, determinadas acciones españolas, el índice S&P Europe 350 y 4 de sus índices sectoriales, futuros sobre el bono nacional a 10 años... También se pueden contratar, a través de Euromeff, productos de otros mercados (futuros y opciones sobre índices europeos de renta fija y variable).

Cualquier persona física o jurídica, española o extranjera, puede operar con futuros y opciones en MEFF, abriendo una cuenta en un intermediario financiero miembro del mercado.

MEFF lleva a cabo las funciones de mercado para la negociación, cámara de compensación y registro central de los productos derivados en este mercado. Estas funciones se integran en un avanzado sistema electrónico que permite la gestión de los riesgos en tiempo real. MEFF se interpone entre las partes, actuando como comprador ante el vendedor, y como vendedor ante el comprador.

MEFF aplica, entre otros, los siguientes mecanismos de **control de riesgos**:

Establece los márgenes o depósitos de garantía precisos para operar en MEFF. Son de tres tipos: **la garantía inicial** (al constituirse una entidad como miembro liquidador), los **depósitos de garantía** (cantidad variable, que consiste en un depósito diario exigido a los miembros y clientes, calculado en función del coste que supondría cerrar sus posiciones abiertas), y la **garantía extraordinaria** (cantidades adicionales a los depósitos de garantía, solicitadas por MEFF en circunstancias excepcionales o por el mantenimiento de posiciones que considere de alto riesgo).

Liquidación diaria de las pérdidas y ganancias de la sesión, correspondientes a operaciones de futuros, primas por opciones compradas o vendidas y comisiones aplicables.

Liquidación al vencimiento de los contratos. Hay dos procedimientos distintos: mediante la entrega física del activo subyacente, o liquidación al vencimiento por diferencias (que consiste en la transmisión en efectivo de la diferencia entre el precio pactado en el contrato y el precio de liquidación a vencimiento).

Para conocer más en detalle las características y funcionamiento de este mercado, puede consultar su página web <http://www.meff.com/index2.html>.

Conviene recordar que los derivados son productos sofisticados que incorporan un riesgo elevado, por lo que para gestionarlos adecuadamente se precisa un profundo conocimiento de los productos y del funcionamiento de su sistema de contratación.

6.2 Warrants

Un warrant es un valor negociable que incorpora el derecho de comprar o vender un activo (subyacente) a un precio de ejercicio determinado. Por tanto, se trata de un producto derivado.

La operativa en warrants requiere una vigilancia constante de la posición. Comportan un alto riesgo si no se gestionan adecuadamente. El valor de las primas puede sufrir fuertes variaciones en poco tiempo. En determinadas circunstancias, se puede llegar a perder parte o la totalidad de la inversión. Para conocer en detalle las características de una emisión de warrants, CONSULTE EL FOLLETO INFORMATIVO REGISTRADO EN LA CNMV.

Como en el caso de las opciones, el comprador del warrant tiene el derecho, pero no la obligación de comprar o vender el subyacente en la fecha de vencimiento. Que ejerza o no ese derecho dependerá de cuál sea en ese momento el precio del subyacente (precio de liquidación), en relación con el precio de ejercicio. Normalmente se liquida por diferencias, entregando al tenedor la diferencia entre ambos precios.

El precio del warrant depende de distintos factores: el precio de mercado del subyacente en cada momento (acción, índice, obligación, divisa...), el precio de ejercicio del warrant, la volatilidad del subyacente, el tipo de interés sin riesgo, el tiempo que resta para el vencimiento, y otros factores que dependen de la naturaleza del subyacente (el dividendo en el caso de warrants sobre acciones o índices, o el diferencial de tipos de interés entre divisas, para warrants sobre tipos de cambio). En la sección **El valor de las opciones**, se detalla el efecto de las variaciones de cada uno de estos factores sobre el valor de las primas. La principal ventaja, y a la vez el mayor riesgo de la inversión en warrants, es el efecto **apalancamiento**, que caracteriza en general a los productos derivados: la inversión de una misma cantidad de dinero es mucho más rentable si se realiza en warrants (pagando las primas) que si se adquieren directamente los valores subyacentes en el mercado de contado; el motivo es que las fluctuaciones de precios del subyacente inducen variaciones porcentuales superiores en el valor de la prima. A cambio, **una evolución de los precios que no responda a las expectativas puede llevar a perder toda la inversión**. Asimismo, el apalancamiento indica el número de derechos de compra (call warrant) o de venta (put warrant) que es posible adquirir por el precio de una unidad de activo subyacente.

La principal clasificación distingue entre call warrants y put warrants:

- > Warrants de compra (call warrant): otorgan al titular el derecho a comprar el activo subyacente al precio de ejercicio. Si el precio del subyacente (precio de liquidación) es superior al de ejercicio, el contrato se liquidará por abono al titular de la diferencia resultante.
- > Warrants de venta (put warrant): el titular adquiere el derecho a vender el activo subyacente al precio de ejercicio. Si el precio de liquidación es inferior al de ejercicio, el contrato se liquidará abonando al titular la diferencia resultante.

El tenedor ejercerá su derecho si el valor del subyacente al vencimiento es superior al que se había estimado en las condiciones de la emisión o al del momento de la compra (call warrant), o inferior (put warrant). Los activos subyacentes pueden ser muy diversos: hay warrants sobre valores de renta fija o variable (acción o cesta de acciones), negociados en mercados españoles o extranjeros; warrants sobre índices nacionales o extranjeros, sobre tipos de interés, divisas, materias primas, etc. Según las posibilidades de ejercicio, los warrants pueden ser de tipo americano (es posible ejercerlos durante toda la vida del warrant, hasta el vencimiento) o de tipo europeo (sólo se pueden ejercer en la fecha de vencimiento). Hay otras posibilidades, como los warrants Bermudas, que pueden ejercerse en varias fechas determinadas, incluida la de vencimiento; en España, los warrants más complejos sólo se dirigen a inversores institucionales.

Por otra parte, tal y como se describe en la sección **Tipos de opciones**, los warrants pueden estar "in the money", "at the money" o "out of the money", dependiendo de cuál sea en cada momento la cotización del subyacente en relación con el precio de ejercicio. En todo caso, como cada emisión cuenta con características específicas, es importante que el inversor consulte detenidamente el folleto de emisión, para conocer con mayor detalle todas las condiciones de la misma.

La ley del IRPF los califica a efectos tributarios como productos derivados negociados en mercados organizados. Los resultados que generan se tratan como incrementos o disminuciones patrimoniales en el cómputo del impuesto, por lo que se aplica un tipo fijo del 15% a partir de un año de tenencia.

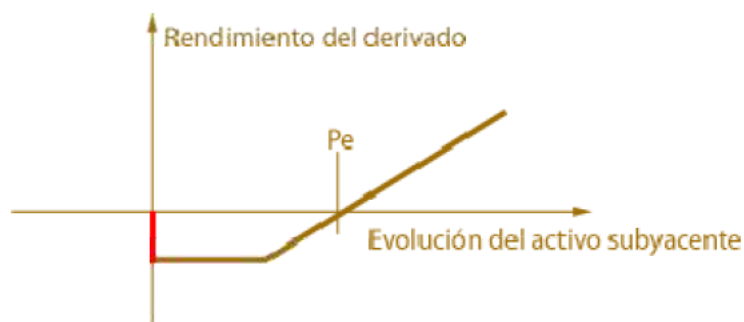
6.3 Estrategias y Figuras Básicas con Derivados

Las estrategias y figuras que se describen en este apartado se refieren tanto a opciones como a warrants. Por lo que se refiere a la utilización de estos productos derivados, el inversor puede adquirirlos como estrategia de cobertura, o con fines especulativos. En el primer caso, si el inversor tiene posiciones de contado en el activo subyacente, y desea cubrir la eventualidad de una bajada de los precios, comprará opciones o warrants put. Así, si sus previsiones se cumplen, el beneficio obtenido con el derivado le permitirá compensar la depreciación de la cartera. Si finalmente los precios no bajan, sólo habrá perdido el importe de la prima, que constituye el coste de la cobertura. Cuando se adquieren con fines especulativos se produce un apalancamiento de la inversión, pudiéndose mantener hasta el vencimiento (para ejercerlo si los precios se comportan conforme a las expectativas), negociarlo en el mercado secundario o ejercerlo antes del vencimiento (si se trata de un warrant americano). La inversión en warrants con fines especulativos supone adoptar una decisión alcista o bajista.

Posición Alcista. Si el inversor cree que el precio del activo subyacente va a subir en el mercado, su posición es alcista y tendrá que optar por una de estas dos estrategias: compra de opciones o warrants call, o venta de opciones o warrants put (aunque hay que tener en cuenta que no es posible vender warrants en corto, es decir, no se pueden vender warrants que no se hayan comprado previamente).

6.3.1 Compra de Opciones o Warrants Call

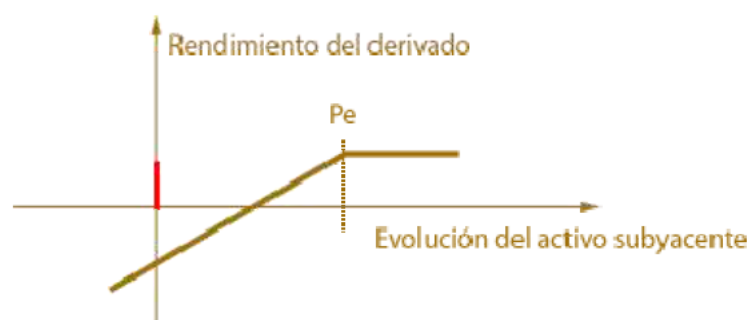
Cuando compra una opción o warrant call, el inversor espera que el valor del subyacente suba en los mercados. No compra directamente el valor en el mercado, porque desea limitar la pérdida en caso de que sus previsiones no se cumplan. Si llegada la fecha de vencimiento, su apuesta resulta acertada y el precio del subyacente en el mercado de contado es superior al precio de ejercicio fijado en el contrato, le interesará ejercer la opción, ya que comprará más barato. Por el contrario, si los precios no suben como esperaba y el precio de ejercicio es mayor que el del subyacente, no ejercerá la opción y perderá la inversión realizada, es decir, la prima.



La línea en rojo es el coste de la prima pagada por la compra de la opción o del warrant. A medida que aumenta el precio del subyacente, su ejercicio se hace más interesante, lo que beneficia al comprador.

Por tanto, se aprecia que las ganancias pueden ser ilimitadas (ya que no hay límite al crecimiento potencial del subyacente), mientras que, en el peor de los casos, la pérdida queda limitada a lo que se ha pagado por la prima. P_e indica el punto de equilibrio, en el que el comprador no obtiene beneficios ni pérdidas (recupera el importe pagado por la prima).

6.3.2 Venta de Opciones o Warrants Put



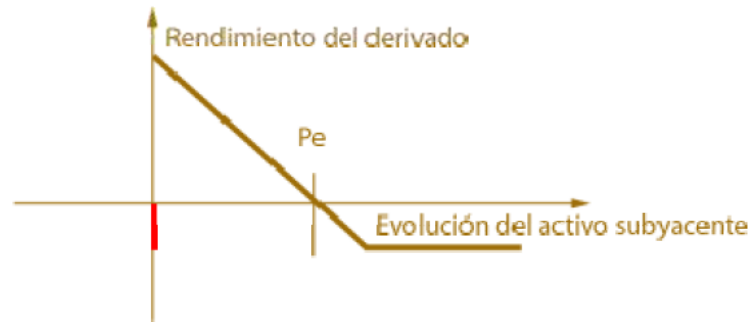
La línea en rojo es el ingreso obtenido por el vendedor de la opción o warrant en concepto de prima. A medida que aumenta el precio del subyacente, su ejercicio se hará menos interesante para el comprador (ya que, de tener el subyacente, podrá venderlo en el mercado a un precio superior al de ejercicio), lo que beneficia al vendedor. Por el contrario, si el precio del subyacente baja, el comprador de la opción o del warrant put ejercería su derecho de venta, y el vendedor estaría obligado a comprar.

Por tanto, en este caso las pérdidas para el vendedor pueden aumentar hasta que se llegue a la pérdida total del valor del subyacente, mientras que, en el mejor de los casos, la ganancia queda limitada a lo que se ha cobrado por la prima. P_e indica el punto de equilibrio, en el que el vendedor no obtiene beneficios ni pérdidas (pierde el importe cobrado por la prima).

Posición Bajista. Si el inversor cree que el precio del activo subyacente va a bajar en el mercado, su posición es bajista y tendrá que optar por una de estas dos estrategias: compra de opciones o warrants put, o venta de opciones o warrants call (aunque hay que tener en cuenta que no es posible vender warrants en corto, es decir, no se pueden vender warrants que no se hayan comprado previamente).

6.3.3 Compra de Opciones y Warrants Put

La compra de una opción put está justificada cuando el inversor tiene expectativas bajistas, pero desea cubrir la posibilidad de que no se cumplan. Si el precio del subyacente disminuye, le interesará ejercer la opción y vender al precio de ejercicio, que es superior. En caso contrario, no la ejercerá y perderá la prima.



La línea en rojo es el coste de la prima pagada por la compra de la opción o del warrant. A medida que disminuye el precio del subyacente, su ejercicio se hace más interesante, lo que beneficia al comprador.

Por tanto, se aprecia que las ganancias pueden extenderse hasta la total pérdida de valor del subyacente, mientras que, en el peor de los casos (aumento del precio del subyacente), la pérdida queda limitada a lo que se ha pagado por la prima. **Pe** indica el punto de equilibrio, en el que el comprador no obtiene beneficios ni pérdidas (recupera el importe pagado por la prima).



La línea en rojo es el ingreso obtenido por el vendedor del derivado en concepto de prima. A medida que disminuye el precio del subyacente, el ejercicio de la opción o warrant se hará menos interesante para el comprador (ya que podrá comprarlo en el mercado a un precio inferior al de ejercicio), lo que beneficia al vendedor. Por el contrario, si el precio del subyacente sube, el comprador del call ejercería su derecho de compra, y el vendedor estaría obligado a vender.

Por tanto, en este caso las pérdidas para el vendedor pueden ser ilimitadas (ya que no hay límite a la potencial subida de precios del subyacente), mientras que, en el mejor de los casos, la ganancia queda limitada a lo que se ha cobrado por la prima. **Pe** indica el punto de equilibrio, en el que el vendedor no obtiene beneficios ni pérdidas (pierde el importe cobrado por la prima)

6.4 Diferencias Entre Warrants y Opciones

Aunque financieramente un warrant y una opción tienen el mismo comportamiento (ver la sección **Opciones**), a nivel conceptual y en la práctica presentan características que los diferencian:

En España, los warrants son títulos valor que incorporan un contrato de opción (el RD 291/92 los enumera entre los valores negociables), y por tanto deben negociarse en un mercado secundario. Por su parte, las opciones, o más bien los contratos de opciones,

pueden negociarse o no en mercados organizados. Cuando no se negocian en mercados organizados, se les llama **OTC** (over the counter) y todas sus condiciones se fijan mediante un contrato, directamente entre comprador y vendedor. Para negociarse en mercados organizados deben tener además la condición de instrumentos financieros negociables, lo que exige que sus características se encuentren normalizadas (RD 1814/91).

En España, las opciones que se negocian lo hacen en mercados específicos de derivados; los warrants se contratan en las Bolsas de valores.

El proceso de verificación y autorización de ambos productos es, por tanto, diferente. Los contratos de opciones negociables se ajustan a las características previamente definidas por el mercado en el que se negocian (en las Condiciones Generales). En el caso de los warrants, se elabora un Folleto específico para cada emisión, en el que el emisor fija las condiciones del warrant. No obstante, tanto las Condiciones Generales como los Folletos deben ser autorizados por la CNMV.

El proceso de emisión de ambos productos también es diferente. Para las opciones negociables no hay procedimiento de emisión propiamente dicho, sino que pueden empezar a negociarse una vez aprobadas las Condiciones Generales. En el caso de los warrants debe realizarse un proceso de colocación de los valores, en el que el emisor establece la prima a pagar en el momento inicial (aunque el inversor debe tener en cuenta que la prima, lógicamente, experimentará fluctuaciones desde el primer momento en el mercado secundario).

Los plazos de las opciones que se negocian en mercados organizados se ajustan a determinadas fechas de vencimiento, de acuerdo con las Condiciones Generales de las mismas. En el caso de los warrants, es el emisor quien establece el plazo de vencimiento, dentro de los límites permitidos.

En relación con las posibles estrategias, en el mercado de warrants los inversores sólo pueden mantener posiciones compradoras (por tanto, para vender warrants es necesario haberlos comprado previamente). En cambio, en los mercados de opciones, sí es posible para el inversor vender contratos de opciones sin haberlos comprado antes, manteniéndose así posiciones vendedoras. Como consecuencia de esta posibilidad, la venta de opciones en el mercado organizado exige la entrega de depósitos de garantía, para asegurar el cumplimiento de las potenciales obligaciones del vendedor.

6.5 Negociación de los Warrants

Por tratarse de un producto derivado, sus características y funcionamiento son más complejos que los de otros instrumentos financieros. El inversor debe estar seguro de comprender todos los aspectos relevantes de la inversión en warrants. Entre otros:

- > Cuáles son las variables que determinan su precio, y cómo influyen en el mismo (ver la sección **El valor de las opciones**).
- > Naturaleza y características del activo subyacente
- > Condiciones de la emisión. Mecanismos de ejercicio y procedimientos de liquidación. Es fundamental consultar el folleto informativo antes de realizar la inversión.
- > Posibilidad de deshacer la inversión en cualquier momento antes del vencimiento.
- > La contratación se realiza en un mercado electrónico, a través del cual las entidades que

son miembros del mercado introducen las órdenes de los inversores. Con el fin de hacer más líquido y eficiente el mercado de warrants, su plataforma de contratación es un segmento del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), cuyo diseño tiene en cuenta las características especiales de este producto.

Para comprar o vender warrants, el inversor sólo tiene que transmitir la orden correspondiente a su intermediario habitual. Sin embargo, como ya se ha mencionado, es esencial que comprenda perfectamente la naturaleza y características del producto.

6.6 Certificados

Son productos derivados, y como tales incorporan un elevado riesgo. Contienen una apuesta sobre la evolución del precio de un activo subyacente. Pueden generar rentabilidades positivas, pero si dicho activo evoluciona de manera contraria a la esperada, es posible que no se obtenga beneficio alguno, o incluso que se pierda una parte o la totalidad de la cantidad invertida.

Sus características esenciales varían según los términos y condiciones que establezca cada emisor: el subyacente sobre el que se emiten y, en su caso, las reglas prácticas de sustitución del mismo, el plazo, el precio de emisión, el mecanismo de cálculo de la rentabilidad... Al tratarse de valores muy heterogéneos, para conocer el producto concreto es necesario consultar el folleto y el tríptico de la emisión, registrados en la CNMV.

Pueden emitirse con carácter perpetuo; en este caso, los suscriptores disponen de opciones de amortización anticipada.

El rendimiento para el inversor consiste en la ganancia o pérdida derivada de la diferencia entre el precio de emisión o de adquisición del certificado, y su precio en el momento de su ejercicio, venta o amortización anticipada.

Estos productos se negocian en las bolsas de valores, a través del segmento de warrants y certificados del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).

7 Otros Productos

La creciente sofisticación financiera ha llevado a la aparición de productos que, por sus características híbridas, no encajan plenamente en ninguna de las categorías anteriores, y que han alcanzado una notable popularidad entre los inversores.

7.1 Participaciones Preferentes

Hasta julio del 2003, estos valores no estaban contemplados en la legislación española, por lo que se emitían a través de sociedades extranjeras domiciliadas en países como por ejemplo las Islas Cayman. En estos casos, la sociedad emisora suele ser filial de una entidad española que actúa como garante. Desde la modificación legal, las sociedades domiciliadas en España pueden emitir participaciones preferentes. Son similares a la deuda subordinada por su orden de prelación en el crédito. Sin embargo, para el emisor es un valor representativo de su capital social desde el punto de vista contable (lo que lo aproxima al concepto de renta

variable), si bien otorgan a sus titulares unos derechos diferentes a los de las acciones ordinarias: no tienen derechos políticos ni derecho de suscripción preferente. Sus principales características son las siguientes:

- > Conceden a sus titulares una remuneración predeterminada (fija o variable), no acumulativa, condicionada a la obtención de suficientes beneficios distribuibles por parte de la sociedad garante (es decir, de la entidad española) o del grupo financiero al que pertenece.
- > Se sitúan en orden de la prelación de créditos por delante de las acciones ordinarias (y de las cuotas participativas en el caso de las cajas de ahorros), en igualdad de condiciones con cualquier otra serie de participaciones preferentes, y por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados.
- > Las participaciones preferentes son perpetuas, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España, en su caso.

Antes de contratar este producto, solicite a su intermediario el Folleto Informativo y el tríptico resumen del mismo.

Puede consultarlos en la web de la CNMV, en el apartado de Consultas a los Registros Oficiales -> Emisiones y Admisiones -> Folletos de emisión y OPVs.

¿Cómo Valorar la Evolución del Producto? El inversor debe tener en cuenta que la remuneración final dependerá de que la entidad o grupo español garante del producto obtenga beneficios distribuibles, según las condiciones que se detallan en el folleto de emisión. Si en una o varias fechas de pago no existieran fondos suficientes para distribuir, se haría a prorrata entre todas las series de participaciones preferentes existentes. Por eso es importante que el inversor se informe sobre si la entidad tiene otras emisiones o series de participaciones preferentes. (En todo caso, podrá conocer las que el emisor tiene hasta la fecha de su inversión, pero obviamente no las que emitirá en el futuro). En los capítulos 0 y II del Folleto Informativo puede consultarse esta información. De todas formas, es importante ser consciente de que no es un producto de renta fija tradicional y, hoy por hoy, algunas emisiones cuentan con escasa liquidez, lo que complicaría sus posibilidades de deshacer la inversión. Se negocian en el mercado AIAF.

7.2 Contratos de Compra/Venta de Opciones

Es un producto complejo, por el cual una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela, asumiendo una obligación de reembolso cuya cuantía dependerá de la evolución de una acción, una cesta o un índice bursátil. En consecuencia, **no existe compromiso de reembolso íntegro del capital recibido.**

Al firmar un contrato de compra/venta de opciones se están asumiendo los riesgos inherentes a este producto derivado. Aunque hay distintas modalidades, una de las más utilizadas hasta el momento implica que el inversor vende al Banco una opción de venta sobre acciones cotizadas. En estos casos se le exige que inmovilice un capital, de manera que si en la fecha de ejercicio el Banco ejerce la opción (según las condiciones del contrato) este capital se destinará a la compra de las acciones por parte del inversor. Son contratos **que no se negocian en los mercados secundarios organizados.** La principal consecuencia es que no es posible deshacer la inversión, ni siquiera en el caso de que la evolución de los

indicadores económicos lo hiciera conveniente. Los folletos informativos de estos productos se registran en la CNMV. Es muy importante leerlos antes de contratar el producto.

Puede consultarlos en la web de la CNMV, en el apartado de Consultas a los Registros Oficiales -> Emisiones y Admisiones -> Folletos de emisión y OPVs.

Se trata por lo tanto de un activo financiero de riesgo elevado, que puede generar rendimientos superiores a los de la renta fija pero también pérdidas del importe invertido (total o parcial), en la medida en que la rentabilidad de la inversión está ligada a la cotización del subyacente de la opción.

Dentro de cada producto, se incluyen comentarios sobre los **conceptos y fuentes de información que es necesario manejar** para realizar un adecuado seguimiento de la inversión.