

# Economía, banca y mercados financieros

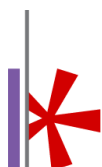
## Tema 10

### Los mercados de renta variable. La valoración de acciones y las bolsas de valores

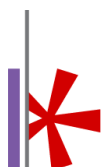
Versión 2016 © Tea Cegos, S.A.

## ÍNDICE

<b>LAS ACCIONES EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA .....</b>	<b>4</b>
GENERALIDADES SOBRE LAS ACCIONES .....	4
LOS DERECHOS DEL ACCIONISTA .....	6
TIPOS DE ACCIONES .....	7
Acciones sin derecho a voto en junta general .....	7
Otros criterios de clasificación .....	8
<b>LA VALORACIÓN DE LAS ACCIONES .....</b>	<b>9</b>
GENERALIDADES .....	9
VALORACIÓN TENIENDO EN CUENTA EL ANÁLISIS MACROECONÓMICO. PROCEDIMIENTO "TOP DOWN" .....	10
VALORACIÓN TENIENDO EN CUENTA EL "ANÁLISIS FUNDAMENTAL" ("BOTTOM UP") .....	13
VALORACIÓN TENIENDO EN CUENTA RATIOS BURSÁTILES .....	15
La ratio "PER" ("Price Earnings Ratio") .....	15
Relación entre la cotización o Precio (P) de una acción y su Valor Contable (VC) .....	16
Relación entre la cotización o Precio (P) de una acción y la capacidad del emisor para generar Cash-Flow (CF) .....	16
Relación entre cotización y dividendos .....	17
Relación entre dividendos y beneficio .....	17
Relación entre la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo (TIR de los Bonos del Tesoro) y la rentabilidad por dividendo .....	18
<b>LA BOLSA DE VALORES .....</b>	<b>18</b>
INTRODUCCIÓN .....	18
ORGANISMOS RECTORES Y DE SUPERVISIÓN .....	19
La CNMV .....	19
Las sociedades rectoras de las bolsas .....	20
El sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) .....	20
La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR) .....	21
INTERMEDIARIOS Y MEDIADORES: "SOCIEDADES DE VALORES Y BOLSA" Y "AGENCIAS DE VALORES Y BOLSA" .....	21
ÍNDICES BURSÁTILES .....	23



EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB) .....	26
CONTRATACIÓN Y OPERATORIA BURSÁTIL .....	27
El mercado de "corro electrónico" .....	27
El mercado continuo .....	28
OPERACIONES AL CONTADO Y A CRÉDITO .....	35
OPA, OPS Y OPV .....	36
OPA .....	37
OPV .....	37
OPS .....	38
EL "SPLIT" O DESDOBLAMIENTO DE LAS ACCIONES .....	38
APLICACIÓN (PUT THROUGH) .....	38
VARIACIONES DE CAPITAL .....	39
Ampliaciones de capital social .....	39
Reducciones de capital social .....	40
EFFECTOS DE LOS DIVIDENDOS EN LA COTIZACIÓN .....	41



## LAS ACCIONES EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA

### GENERALIDADES SOBRE LAS ACCIONES

Los activos de renta variable son activos financieros, representativos de una parte del capital social del emisor, en cuya emisión no es posible conocer con certeza qué rentabilidad se obtendrá ya que depende de los beneficios del emisor. A esas "cuotas" se les denomina acciones y son pues títulos representativos del patrimonio neto de la empresa, pero desde un inicio hasta la situación presente ese patrimonio ha podido variar por ello. hay que tener en cuenta que:

- En el momento de la constitución de una sociedad, el capital social y los fondos propios coinciden.
- Cuando la sociedad obtiene beneficios y no los distribuye totalmente a los accionistas, sus fondos propios aumentan con los beneficios no distribuidos; estos beneficios retenidos constituyen las reservas de la sociedad.
- Si la sociedad incurre en pérdidas que consumen todas las reservas y todavía quedan pérdidas acumuladas pendientes de compensar con beneficios futuros, los fondos propios serán menores que el capital social.

El valor de emisión y valor efectivo en el mercado no coinciden en la práctica por lo que pueden distinguirse:

- **Valor de mercado o cotización.** Es el valor de compraventa de una acción en los mercados en que cotiza. Es decir, el valor de cotización incorpora componentes subjetivos que reflejan las expectativas que el inversor tiene sobre la corriente de flujos de efectivo que le proporcionará su propiedad y el valor de posible reventa de dicha acción
- **Valor nominal.** Parte alícuota del capital social que corresponde a cada acción. Es el resultado de dividir el capital social de la empresa entre el número de acciones. (La ley no fija ningún máximo ni mínimo para el valor nominal).
- **Valor contable.** Parte de los fondos propios que corresponde a cada acción. (El valor contable también se denomina valor teórico o valor en libros, porque es el valor que, teóricamente, obtendría el tenedor en caso de liquidación de la sociedad). El valor contable refleja mejor lo que vale la participación de un accionista en una sociedad porque computa las reservas y/o las pérdidas acumuladas



En consecuencia:

**Valor nominal = Capital social / Número de acciones**

**Valor contable = Patrimonio Neto / Número de acciones**

No parece lógico que una sociedad con un capital social inicial de 100 000 €, dividido en 50 000 acciones y unos fondos propios actuales de 1.000.000 € (100 000 € de capital social del inicio y 900 000€ de reservas), si decide ampliar su capital en 100 000 € emitiendo 50 000 nuevas acciones, el que estas nuevas acciones tengan un valor contable igual al de las antiguas, dado que ese valor de las reservas ha sido conseguido con el esfuerzo de los que primero aportaron el capital inicial. Por ello, al realizar una ampliación de capital en una sociedad que tiene reservas acumuladas, los nuevos accionistas deben aportar el valor nominal de las nuevas acciones y una cantidad adicional por el derecho que tendrán sobre las reservas ya constituidas. Así, el valor contable de cada acción antigua en nuestro ejemplo sería:

$$\begin{aligned}\text{Valor contable acciones antiguas} &= \text{Patrimonio Neto} / \text{Número de acciones.} \\ \text{VCAA} &= 1.000\ 000 / 50.000 = 20,00\ \text{€}\end{aligned}$$

De este valor contable, 2,00 € corresponden al valor nominal (100 000 / 50.000) y el resto corresponde a las reservas (900.000/50.000) = 18 €. En la ampliación de capital cada nuevo accionista, además de pagar los 2,00 € del valor nominal de cada acción nueva, deberá pagar 15,00 € adicionales por las reservas que han acumulado los anteriores accionistas. La misma se llama prima de emisión y es una nueva constitución de reservas.

La adquisición de acciones en el momento de la emisión se denomina suscripción. Al suscribir acciones es obligatorio desembolsar, como mínimo, una cuarta parte de su valor nominal. A diferencia de las S.A. en las que se permite ese desembolso parcial en las S.L. es obligatorio legalmente que el capital esté totalmente desembolsado desde su origen, tanto en la constitución como en un aumento de capital, así que, capital suscrito=capital desembolsado. En cualquier caso, en las S. A. las aportaciones no dinerarias deben desembolsarse en un plazo máximo de cinco años. El capital pendiente de desembolso se denomina dividendo pasivo, en contraposición al dividendo activo, que es el beneficio que la sociedad distribuye a sus accionistas.

En cuanto al precio de emisión:

- Cuando una acción se emite por su valor nominal, se dice que se emite a la par.
- Una acción con prima de emisión se emite por encima de la par.



- La ley prohíbe la emisión de acciones por debajo de la par.

## LOS DERECHOS DEL ACCIONISTA

Con carácter general, la acción confiere a su tenedor derechos políticos y económicos. **Las acciones que confieren los derechos que ahora veremos, sin restricciones ni privilegios, se denominan acciones ordinarias.** Los principales derechos del accionista son:

- Recibir información sobre la situación económica y financiera de la sociedad.
- Asistir a las juntas generales y votar en ellas.
- Percibir el dividendo acordado en la junta general ordinaria.
- Tener derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones y obligaciones convertibles.
- Recibir la parte que le corresponda en caso de liquidación de la sociedad.

El **derecho de información** consiste, básicamente, en la posibilidad de obtener información, a partir de la convocatoria de la junta general, de forma inmediata y gratuita:

- Las cuentas anuales que han de someterse a la aprobación de los accionistas.
- El informe de los auditores de cuentas, si la sociedad tiene la obligación de presentar sus cuentas auditadas o bien si las audita voluntariamente.

Este derecho otorga también a los accionistas la posibilidad de solicitar por escrito, con anterioridad a la reunión de la junta, o verbalmente, durante la misma, los informes o aclaraciones que estimen precisos acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día.

**El derecho de percibir dividendos** se debe saber que es relativamente frecuente que las grandes sociedades que cotizan en bolsa, abonen un dividendo a cuenta del ejercicio anterior durante el primer trimestre y luego paguen un dividendo complementario.



**El derecho de suscripción preferente** otorga prelación en la suscripción de las acciones nuevas como medio de que el accionista antiguo pueda mantener su porcentaje de participación en el capital social si así lo desea. Este derecho se refiere también a la suscripción de obligaciones convertibles en su caso. Este derecho es valorable y transmisible. Por lo tanto, los derechos de suscripción de acciones pueden negociarse en el mercado mientras está abierto el periodo de suscripción de acciones. Posteriormente se extinguen y, por lo tanto, carecen de valor. Ante una ampliación de capital, un accionista tiene las siguientes opciones:

- Suscribir las acciones que le corresponden.
- Vender todos sus derechos de suscripción preferente.
- Suscribir parte de las acciones que le corresponden y vender los derechos que no desea usar.
- Comprar derechos a otro accionista para suscribir más acciones de las que le corresponden.

## TIPOS DE ACCIONES

### ACCIONES SIN DERECHO A VOTO EN JUNTA GENERAL

La ley permite la emisión de acciones sin voto, que, a cambio de la renuncia del derecho a voto, otorgan a su tenedor el derecho a un dividendo anual mínimo. Este dividendo puede ser fijo o variable sobre el capital desembolsado por cada acción sin voto y se determina en los estatutos de la sociedad. Debemos señalar que determinados aspectos de las acciones sin voto pueden ser distintos según se trate de sociedades cotizadas o no cotizadas.

- En las sociedades no cotizadas, cuando no se paguen dividendos mínimos por falta de beneficios distribuibles (o se paguen en cantidad inferior a la exigible), éstos deberán ser satisfechos en los cinco ejercicios siguientes. Mientras no se satisfagan, los tenedores de acciones sin voto podrán votar en las juntas de accionistas.
- En el caso de las sociedades cotizadas, la ley permite que la sociedad regule en sus estatutos el derecho a la recuperación del voto en caso de dividendos mínimos no pagados, el derecho de suscripción preferente y el carácter acumulativo o no del dividendo mínimo.



La acción sin voto implica la renuncia a un derecho político a cambio de un privilegio económico. Una sociedad anónima puede estar interesada en emitir acciones sin voto para:

- Aumentar sus fondos propios sin que los actuales accionistas mayoritarios pierdan su posición de control.
- Conseguir una vía de financiación que no tenga las implicaciones políticas de los fondos propios.

Un inversor puede estar interesado en suscribir acciones sin voto cuando:

- Persigue fundamentalmente cobrar dividendos.
- Es consciente de que sus votos no tienen importancia significativa.

## OTROS CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN

### **Por la designación o no de su titular:**

- Acciones nominativas. El nombre del titular se indica expresamente en el propio título.
- Acciones al portador. Su titularidad viene acreditada por la mera tenencia del título.

### **Por su forma de representación:**

- Acciones representadas por medio de títulos.
- Acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta (artículo 51 de la Ley de Sociedades Anónimas). Esta forma de representación es la única posible para la admisión a negociación en el mercado continuo.

### **Por los derechos que incorporan:**

- Acciones privilegiadas (que confieren algún privilegio frente a las ordinarias).





- Acciones rescatables (a solicitud del emisor, del tenedor o de ambos). Pueden ser emitidas por las sociedades anónimas cotizadas. En el acuerdo de emisión se fijan las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate.
- Acciones sindicadas. En éstas se ha concedido previamente el derecho preferente de compra al resto de los accionistas sindicados. Por tanto, sólo pueden venderse a terceros si los accionistas sindicados no ejercen su derecho.
- Acciones liberadas (gratuitas). Pueden emitirse acciones total o parcialmente liberadas. Su emisión exige que, previamente, la junta general acuerde ampliar el capital con cargo a reservas. La sociedad que convierte parte de sus reservas en capital y, con este motivo, emite acciones liberadas amplía su capital y disminuye sus reservas.

## LA VALORACIÓN DE LAS ACCIONES

### GENERALIDADES

La rentabilidad deviene de la percepción de un efectivo puesto en relación con el capital invertido. Dicha percepción de efectivo se obtiene por medio de:

- Dividendos
- Venta de derechos de suscripción
- Plusvalía en la venta de acciones

No siempre la percepción de dividendos es el objetivo único hay inversores que operan a corto plazo, adquiriendo acciones con la intención de venderlas en cuanto puedan realizar plusvalías. Para esos inversores, lo primordial no es el dividendo sino la revalorización a corto plazo. Los inversores que acuden a la negociación de renta variable en bolsa pretenden compaginar esa rentabilidad que obtienen por el cobro de dividendos, por la venta de derechos de suscripción y de las propias acciones, o simplemente con la revalorización a largo plazo de las acciones con la liquidez que ofrece el mercado organizado.

En la cotización de una acción influyen diversos factores. Unos son endógenos o relativos al emisor y otros son exógenos o externos al mismo, (situación económica general). Normalmente, una acción comporta mayor riesgo que un valor de renta fija, ya que el emisor no contrae ningún compromiso de pago de una remuneración periódica ni de reembolso del capital. Los inversores son, en principio, adversos al



riesgo; sólo invierten en renta variable en la medida en que tienen la expectativa de conseguir mayor rentabilidad que en renta fija o en depósitos bancarios.

Los factores que influyen en las cotizaciones de las acciones pueden agruparse en:

- Expectativas de beneficios de la sociedad emisora.
- Tipos de interés de los activos considerados sin riesgo: La rentabilidad de las acciones exigida por el mercado será el tipo de interés de un activo sin riesgo, más la prima de riesgo por invertir en ese título y no en otros o en un índice promedio del mercado (pérdida de diversificación).
- Nivel de riesgo específico que se atribuye al emisor. La rentabilidad de las acciones exigida por el mercado será la tasa de interés de un activo sin riesgo más la prima de riesgo por invertir en ellas.
- Entorno político y económico.

Estos factores son interdependientes. Una variación en el tipo de interés del Banco Central europeo (BCE) incide en las expectativas de beneficios de las sociedades emisoras. También puede afectar al nivel de riesgo que el mercado les atribuye y, por otra parte, ser consecuencia del entorno político y económico, por ejemplo, del incremento o reducción del déficit público.

Ley de atractivo de la renta variable: A igualdad de expectativas de beneficios y de riesgo del emisor, si aumenta el tipo de interés de los activos sin riesgo, disminuirá la cotización de las acciones

## **VALORACIÓN TENIENDO EN CUENTA EL ANÁLISIS MACROECONÓMICO. PROCEDIMIENTO: “TOP DOWN”**

Se fundamenta en la estimación de la evolución de variables de tipo macroeconómico. Parte del principio de “sentido común” de que cuando la economía mejora, las empresas tienen más beneficios, por lo que cabe pensar que se incrementará el patrimonio neto de las empresas y que se repartirán más dividendos y que todo ello hará que suban las acciones. Por esto debe de verse, además, en que sectores cabe pensar que esa mejora de las principales variables “macro” como el PIB, etc., será más intensa para invertir en valores de las empresas de los mismos.



Como se entiende que la economía es cíclica por causa de la pérdida de valor del dinero fiduciario y del uso que hacen las autoridades de los mecanismos de la política monetaria, a medida que el ciclo económico se acerca al máximo, esta teoría entiende que las expectativas de beneficios empezaran entonces a menguar. Por eso, esta teoría entiende que la bolsa bajará cuando la economía todavía esté creciendo y que se recuperará cuando la economía todavía esté bajando. La bolsa resulta ser así "un barómetro" de la marcha de la economía

Las variables claves del análisis "top-down" son, aparte del crecimiento económico, la variación de las tasas de interés y de la tasa de inflación la expansión o contracción del déficit público

**1)- Variaciones del tipo de interés.** La corriente "top-down" preconiza el fijarse en el tipo de interés de los activos sin riesgo y, por extensión, en el nivel general de los tipos de interés. Si los tipos de interés aumentan, la bolsa recibirá principalmente órdenes de venta y las cotizaciones bajarán (porque parte de los fondos se dirigirá a la renta fija y a los depósitos bancarios).

Como ya sabemos, el valor de una acción es el consenso que el mercado da, y la estimación que hace, de la suma actualizada, por medio una tasa alternativa de rentabilidad, de la corriente de flujos de efectivo que un valor determinado se piensa que aportará. Por ello, la subida de tipos disminuye el valor actual de los flujos que genera una acción, porque incide en el aumento del % de actualización que se utiliza para ese cálculo estimativo.

- Cuando los tipos de interés suben, las cotizaciones bajan.
- Cuando los tipos de interés bajan, las cotizaciones suben.

Pero es necesario hacer algunas matizaciones:

- La influencia sobre las cotizaciones es más importante en las variaciones de los tipos de interés a largo plazo ya que influyen en la "tendencia de fondo" de la bolsa y contribuyen a determinar mucho más los ciclos alcistas y bajistas
- Una variación que el mercado considera transitoria tiene poco efecto sobre las cotizaciones.
- La mayor incidencia la tienen las variaciones que el mercado identifica como un cambio de tendencia en la evolución de los tipos de interés.

En cualquier caso, la magnitud de la incidencia es de muy difícil cuantificación porque este factor nunca actúa solo ni es independiente de los demás factores que influyen en las cotizaciones.



**2)- Variaciones de la inflación** El aumento de la inflación perjudica las cotizaciones porque obliga a que los bancos centrales aumenten sus tipos de interés; además, conlleva un aumento de costes y una incertidumbre que desanima la inversión y frena el crecimiento económico.

**3) Variaciones del déficit público.** El déficit público se financia con deuda pública, con lo que provoca el aumento de los tipos de interés, lo cual disminuye las cotizaciones de las acciones.

Podemos resumir lo que hemos visto en la tabla del cuadro 1

**Cuadro 1. “Variables macro” e incidencia en la bolsa de sus variaciones**

VARIABLES MACROECONÓMICAS	COMPORTAMIENTO DE LA BOLSA	
TIPOS DE INTERÉS	↑	↓
INFLACIÓN	↑	↓
DÉFICIT PÚBLICO	↑	↓
CRECIMIENTO ECONÓMICO	↑	↑



## **VALORACIÓN TENIENDO EN CUENTA EL “ANÁLISIS FUNDAMENTAL” (“BOTTOM UP”)**

Las “variables macro” están relacionadas entre sí y lo que interesa saber no es el comportamiento pasado de las mismas sino su evolución futura. El análisis fundamental se basa en que el mercado se moverá por un criterio racional en la valoración de empresas. Este análisis parte de la base de que existe un “valor intrínseco” para cada título, el cual depende en gran manera del potencial de obtención de beneficios de la empresa emisora. Para determinar el citado valor intrínseco hay que observar

- La economía general tal y como preconizaba el método “top down” tanto regionalmente como internacionalmente al estar la economía globalizada.
- El sector económico, industrial de servicios en que opera la empresa emisora
- La situación económica y financiera de la empresa, y la adecuación o inadecuación del precio de sus acciones a dicha situación

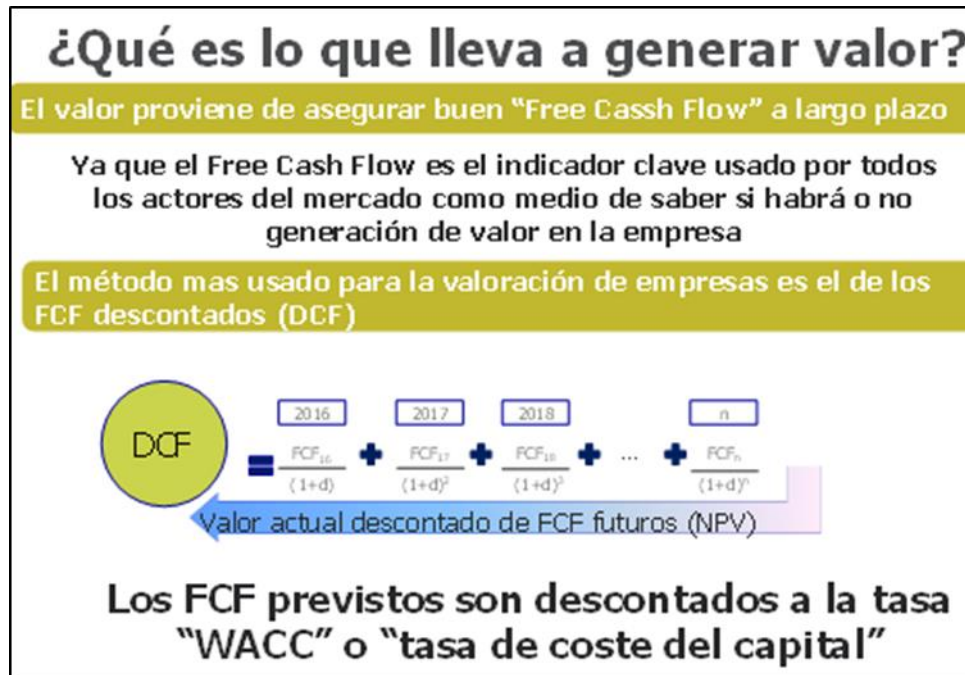
El análisis fundamental busca estimar la corriente de flujos de efectivo futuras por medio del intentar prever cuáles serán los resultados de la empresa analizada y, sobre todo, cómo influirán en la cotización de sus acciones. Prioriza el estudio de la influencia en las cotizaciones, para anticiparse ya que ello supone obtener beneficios mayores que los que se obtienen siguiendo la corriente del mercado. La finalidad es llegar a una conclusión sobre el valor teórico de las compañías y, basándose en éste, recomendar la compra, el mantenimiento o la venta de sus acciones según el momento y la cotización.

Los dos tipos de estudios más frecuentes en el análisis fundamental son:

- Análisis del valor patrimonial. Estudia el valor de la empresa analizando su valor contable. Se trata, por lo tanto, de una visión estática basada en datos del balance.
- Análisis de la corriente de flujos descontados. Es decir, se calcula el valor actual de los flujos futuros libres de efectivo (“Free Cash Flow”) que se piensa aportará el valor. El mismo es la suma de los dividendos anuales esperados más el precio que se percibirá por la acción en el momento estimado de la venta. (Ver cuadro 2). La tasa de descuento es la tasa alternativa de rentabilidad en el mercado o de “coste del capital”



Cuadro 2



EJEMPLO

Si una empresa reparte un dividendo anual de 3,50 €. Y un accionista quiere conocer el valor actual de cada una de sus acciones, suponiendo que las piensa vender dentro de tres años y que el dividendo es fijo y estima que las venderá a un precio unitario de 38,00 €. El valor actual de cada acción supuesta así mismo la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo incluida en el 2 %, será:

$$Va = 3,50 / (1 + 0,02)^1 + 3,50 / (1 + 0,02)^2 + (3,50 + 38,00) / (1 + 0,02)^3 = 45,92 \text{ €}$$

Dado que resulta imposible prever cuál será el precio al que se podrá vender la acción ni cuántos años la mantendrá el accionista, se calcula el valor actual suponiendo que se trata de una deuda perpetua (porque los dividendos se perciben cada año).

Suponiendo que el dividendo (D) y el tipo de interés son constantes, la fórmula que permite calcular el valor actual de la acción es:

$$Va = D / i$$



### EJEMPLO 1

Una entidad financiera reparte un dividendo constante de 2,20 €, siendo la tasa libre de riesgo más prima de riesgo del 2,70 %. El precio actual de esa acción, sin tener en cuenta la posibilidad de venderla, será:

$$V_a = 2,20 / 0,027 = 81,48 \text{ €}$$

Para ser más realistas, hay que suponer que los dividendos aumentarán en la medida que aumenten los beneficios de la empresa.

En ese caso, la fórmula que permite calcular el valor será:

$$V_a = D / (i - g)$$

siendo:

g = tasa estimada de crecimiento de los dividendos

### EJEMPLO 2

Calcular el valor actual de una acción del ejemplo anterior suponiendo que la tasa de aumento de dividendo es del 1,00 %.

$$V_a = 2,20 / (0,027 * 0,01) = 129,41 \text{ €}$$

## VALORACIÓN TENIENDO EN CUENTA RATIOS BURSÁTILES

### LA RATIO "PER" ("*Price Earnings Ratio*")

Permite relacionar la cotización y la rentabilidad, con la finalidad de apreciar si la acción es cara o barata.

$$\text{PER} = \text{Cotización de la acción} / \text{Beneficio anual por acción}$$



El PER es en cierto modo una medida de lo que los anglosajones llaman "pay back", ya que indica el número de veces que el precio de una acción contiene el beneficio; es decir, expresa el "número de años" que el accionista debe esperar para recuperar su inversión, suponiendo que la generación de beneficios de la sociedad se vaya a mantener igual en el futuro. Por ello cuanto menor sea el PER (menos años de espera) más atractiva es la inversión. Sin embargo, conviene estudiar la evolución que ha tenido esta ratio, estimar la que tendrá y compararlas con las de otras acciones, especialmente las del mismo sector.

Una acción con un PER inferior a la media de su sector atraerá órdenes de compra que aumentarán su cotización y, por tanto, su PER, hasta equilibrarlo con los de su mismo nivel de riesgo.

### RELACIÓN ENTRE LA COTIZACIÓN O PRECIO (P) DE UNA ACCIÓN Y SU VALOR CONTABLE (VC)

Esta relación viene definida por la ratio P/VC. Se utiliza para reflejar si una acción está cara o barata respecto a su valor teórico (el que hipotéticamente obtendría el tenedor en caso de liquidación de la sociedad). Esta ratio debe utilizarse con cierta cautela porque algunas empresas tienen un valor contable muy reducido (lo que hace que su P/VC sea elevado) pero tienen mucha más capacidad que otras para generar flujos futuros y, además, el valor contable es algo estático mientras que la ratio intenta reflejar las expectativas que tiene el mercado sobre el futuro de la empresa

#### EJEMPLO

El PER de una empresa es 10 y se espera que el beneficio por acción del próximo año sea de 8 €. ¿Cuál es el precio de la acción?

$$\text{Precio acción} = \text{PER} * \text{Beneficio por acción} = 8 * 10 = 80 \text{ €}$$

### RELACIÓN ENTRE LA COTIZACIÓN O PRECIO (P) DE UNA ACCIÓN Y LA CAPACIDAD DEL EMISOR PARA GENERAR CASH-FLOW (CF)

La ratio P/CF se utiliza para matizar el PER, ya que éste puede estar influido por criterios contables menos relevantes para el inversor.





## RELACIÓN ENTRE COTIZACIÓN Y DIVIDENDOS

Esta ratio es conocida como "dividend yield" y se utiliza para expresar, en porcentaje, la rentabilidad por dividendos. Se puede interpretar como la rentabilidad que recibirá el inversor con relativa seguridad (sin tener en cuenta la plusvalía). Este criterio es el preferido por aquellos inversores que buscan unos ingresos periódicos por sus acciones. Es útil en situaciones de bajada generalizada de la bolsa.

## RELACIÓN ENTRE DIVIDENDOS Y BENEFICIO

Esta ratio es conocida como "pay-out" se utiliza para reflejar la política de dividendos del emisor.

Ejemplo: Una empresa que cotiza en bolsa presenta los siguientes datos y perspectivas futuras:

Valor contable actual: 625,00 millones de €os

Número de acciones: 8 millones

Precio de la acción: 70,00 €

Beneficio por acción: ejercicio actual (3,25 €), previsión próximo ejercicio (4,85 €)

Dividendo por acción: ejercicio actual (1,30 €), previsión próximo ejercicio (2,20 €)

Con lo cual tendremos:

$$\text{PER ejercicio actual} = 70,00 / 3,25 = 21,54$$

$$\text{P/VC} = 70,00 / 78,125 = 0,896$$

$$\text{"Dividend yield" (ejercicio próximo)} = 2,20 / 70,00 = 0,031$$

$$\text{"Pay-out actual"} = 1,30 / 3,25 = 0,4$$



## RELACIÓN ENTRE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO (TIR DE LOS BONOS DEL TESORO) Y LA RENTABILIDAD POR DIVIDENDO

Esta ratio es conocida como "Yield Ratio" e indica el atractivo que ofrecen unas acciones, en un determinado momento, respecto a la opción de invertir en activos libres de riesgo.

## LA BOLSA DE VALORES

### INTRODUCCIÓN

Una bolsa de valores es una organización privada que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compraventa de una amplia variedad de instrumentos de inversión. La bolsa favorece la liquidez de los valores emitidos en el mercado primario; por lo tanto, cumple indirectamente una función de canalización del ahorro hacia la inversión productiva

La principal función de la bolsa, como la de todo mercado secundario, es proporcionar liquidez a los valores. La bolsa también da la valoración de las sociedades cotizadas (a través de la cotización de sus acciones).

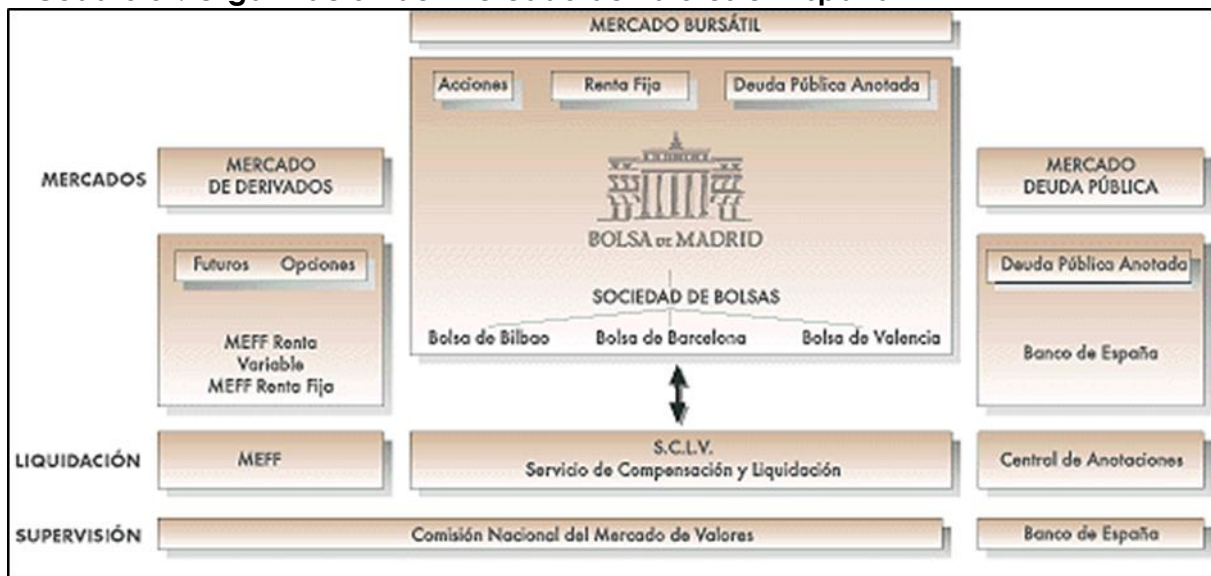
La bolsa reúne unas características ideales:

- **Transparencia.** Todos los compradores y todos los vendedores deben tener acceso a la misma información relevante.
- **Competencia.** La bolsa es uno de los mercados más cercanos a la situación de competencia perfecta porque, dado el gran volumen de contratación, es difícil que un participante influya, por sí solo, en los precios.
- **Eficiencia.** La nueva información disponible debe reflejarse rápidamente a los precios.
- **Regulación.** Las bolsas están regidas por sociedades rectoras y sometidas a la autoridad reguladora y supervisora: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).



La bolsa sólo admite órdenes cursadas a través de sus miembros. Los mediadores financieros que pueden adquirir la condición de miembros de una bolsa son las sociedades de valores, las agencias de valores y las entidades de crédito. En el gráfico del cuadro 3 se explica la organización del mercado bursátil español.

**Cuadro 3-. Organización del mercado de valores en España**



## ORGANISMOS RECTORES Y DE SUPERVISIÓN

### LA CNMV

Se trata de un ente de derecho público, con personalidad jurídica propia, que depende del Ministerio de Economía. En cumplimiento de sus funciones, la CNMV exige la puesta a disposición del mercado de toda aquella información relevante del emisor que pueda afectar a la cotización de sus valores, en particular:

- La información económico-financiera y de negocio
- Las variaciones significativas de las participaciones en el capital

Otras facultades de la CNMV son las de velar por la transparencia de los diversos mercados de valores y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. Así como el dictar las disposiciones necesarias para el desarrollo y



la ejecución de las normas contenidas en la Ley del Mercado de Valores o derivadas de la misma

Además, debe:

- Hacer cumplir las normas de conducta establecidas para todos los que intervienen en las operaciones bursátiles.
- Sancionar los comportamientos irregulares.
- Definir los requisitos necesarios para la admisión de valores a cotización.
- Controlar la admisión, supervisión y exclusión de valores.
- Suspender la negociación de un valor.
- Autorizar las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) y las Ofertas Públicas de Venta (OPV) de valores.
- Asesorar a la administración en materia bursátil.
- Controlar a las instituciones de inversión colectiva.

## LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS

Cada bolsa de valores está regida por su sociedad rectora. Son sociedades anónimas cuya finalidad es organizar el funcionamiento interno de bolsas de valores. Existen cuatro sociedades rectoras (una por cada bolsa: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). El accionista único de cada una de las sociedades rectoras es Bolsas y Mercados Españoles, SA (BME).

## EL SISTEMA DE INTERCONEXIÓN BURSÁTIL ESPAÑOL (SIBE)

Se conoce como mercado continuo el sistema de contratación integrado e informatizado, para la negociación de valores con carácter de mercado único nacional. El nombre oficial del mercado continuo es (SIBE). El mercado continuo está regido por la Sociedad de Bolsas, como puede verse en el gráfico. La Sociedad de Bolsas es una sociedad anónima participada, a partes iguales, por las cuatro bolsas de valores. La admisión de valores a negociación en el mercado



continuo corresponde a la CNMV (previa solicitud del emisor e informe favorable de la Sociedad de Bolsas).

## **LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (IBERCLEAR)**

Es la sociedad encargada de llevar el registro contable de los valores representados por anotaciones en cuenta (admitidos o no a negociación en bolsa), compensar las órdenes cursadas a través de los miembros de las bolsas (casarlas) y liquidar las operaciones (gestionar los cobros y pagos, así como las transferencias de valores). El accionista único de IBERCLEAR es Bolsas y Mercados Españoles, SA (BME).

## **INTERMEDIARIOS Y MEDIADORES: “SOCIEDADES DE VALORES Y BOLSA” Y “AGENCIAS DE VALORES Y BOLSA”**

Los miembros de una bolsa son los únicos autorizados a presentar órdenes en ella. De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores pueden tener la condición de miembros de la Bolsa:

- Las entidades de crédito españolas.
- Las empresas de servicios de inversión que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.
- Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia:
  - Estableciendo sucursales en España.
  - Haciéndose miembros remotos del mercado secundario oficial, sin tener que estar establecidos en el Estado español.
- Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que se dé un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen.



- La Administración General del Estado, actuando a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.
- Aquellas otras personas que, a juicio de la sociedad rectora del mercado secundario oficial correspondiente, sean idóneas.

Las entidades anteriormente mencionadas que pretendan acceder a la condición de miembro de la bolsa han de cumplir los siguientes requisitos:

- Las Sociedades y Agencias de Valores deben estar inscritas en el correspondiente Registro de la CNMV.
- En el caso de entidades extranjeras, deben acreditar que disponen en España de los medios personales y técnicos necesarios que garanticen su capacidad, así como asumir el compromiso de cumplir las reglas de organización y funcionamiento del mercado.
- Previa obtención de un certificado de la CNMV acreditando la aptitud para ser miembro del mercado, la entidad interesada debe solicitar formalmente a la Bolsa de Madrid la adquisición de la condición de miembro.
- Para ser miembro de la bolsa, no se exige ser accionista de la Sociedad Rectora de la Bolsa.
- Deben ostentar la condición de entidad adherida al sistema de compensación y liquidación de valores, gestionado por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear).
- Han de tener constituida fianza en garantía de la liquidación.
- Por último, para operar en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), se requiere que la entidad se ajuste a los requerimientos técnicos exigidos por la Sociedad de Bolsas (sociedad que gestiona la citada plataforma de contratación).

Los inversores compran y venden acciones a través de los miembros de las bolsas: sociedades de valores y bolsa, agencias de valores y bolsa, y entidades de crédito. Las potestades conferidas a sociedades y agencias no son idénticas, por ejemplo:

- Las sociedades de valores pueden operar por cuenta propia y de sus clientes.



- Las agencias de valores sólo pueden operar por cuenta de sus clientes, nunca por cuenta propia.

Esquemáticamente, éstas son las principales funciones de las sociedades y agencias de valores:

Funciones	Sociedades de valores	Agencias de valores
Mediar en la colocación de emisiones y OPV.		
Actuar como entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública.		
Llevar el registro contable de valores representados en anotaciones.		
Gestionar carteras de valores de terceros.		
Actuar como depositario de instituciones de inversión colectiva.		
Otorgar crédito para la compra o venta de valores.		
Asegurar emisiones y OPV.		
Negociar valores en bolsa por cuenta propia.		
Negociar valores en bolsa por cuenta de terceros.		

Como puede verse, las agencias de valores asumen menos riesgos que las sociedades de valores, ya que no operan por cuenta propia ni otorgan crédito para la compraventa de valores. Por eso, a las agencias de valores se les exige menor capital social mínimo que a las sociedades.

## ÍNDICES BURSÁTILES

Los indicadores de la evolución del precio de las acciones se denominan índices bursátiles. Incluyen, convenientemente ponderados, bien la totalidad de los valores o bien una selección de los más representativos (por volumen de negociación, capitalización y otros criterios).

Tras cada sesión de bolsa, las cotizaciones de las acciones se publican en el boletín de las propias bolsas y en las páginas de economía de los periódicos. En general, para cada valor, se informa de:

- Cotización de cierre del día anterior
- Cotización máxima de la sesión
- Cotización mínima de la sesión



- Cotización de cierre de la sesión
- Número de acciones negociadas

Los índices bursátiles suelen clasificarse según dos criterios:

- En función del periodo de cálculo:
  - Índices cortos: miden la variación de las cotizaciones durante un año natural.
  - Índices largos: miden la variación de las cotizaciones durante un tiempo indefinido.
- En función de la variable medida:
  - Índices de precios: miden la variación de las cotizaciones sin incorporar los dividendos.
  - Índices de rendimiento: miden las cotizaciones incorporando los dividendos.

Cada bolsa publica un índice general e índices sectoriales. La Sociedad de Bolsas elabora el Ibex-35 esencialmente a partir de las cotizaciones ponderadas por capitalización de las 35 sociedades que se consideran más representativas del mercado, atendiendo principalmente a su volumen de negociación y al número de sesiones en que cotizan. La ponderación por capitalización está corregida por el free-float (parte del capital que cotiza efectivamente porque no está en manos de socios estratégicos, cuyas acciones no son objeto de compraventa).

El Ibex-35 es un índice largo de precios (iniciado en 1 de enero de 1990 con base 3 000) que la Sociedad de Bolsas calcula y difunde en tiempo real. El Ibex-35 "se ajusta" por las:

- Ampliaciones de capital
- Variaciones del valor nominal de las acciones
- Fusiones y absorciones

En cambio, no se ajusta ni por dividendos ni por la emisión de obligaciones convertibles





Existe un Comité Asesor Técnico que determina cuándo un valor debe integrarse en el Ibex-35, durante un periodo transitorio de control, sin cumplir los requisitos necesarios para su incorporación formal.

La Sociedad de Bolsas también elabora índices sectoriales: Ibex Utilities, Ibex Financiero, Ibex Industria y Varios, Ibex Complementario y FTSE Latibex (mercado de valores latinoamericanos en €os).

En cuanto a los índices internacionales, en los Estados Unidos el más conocido es el DJIA (Dow Jones Industrial Average), que se establece calculando la media aritmética simple de las cotizaciones de las 30 acciones de mayor volumen y frecuencia de cotización en la Bolsa de Nueva York. Representa alrededor de un 20 % de la capitalización bursátil de los Estados Unidos y un 25 % de la de Nueva York. También en los Estados Unidos son muy conocidos los índices:

- S&P 500, ponderado por capitalización de 500 acciones de empresas norteamericanas representativas de los principales sectores.
- Nasdaq 100, formado por las 100 principales acciones del mercado Nasdaq (excluidas las entidades financieras).

En Europa, pueden destacarse los siguientes índices:

- FTSE-100, que se forma ponderando por capitalización los 100 principales valores de la Bolsa de Londres (representan el 65 % de su capitalización).
- El Dax 30, que se forma ponderando por capitalización los 30 valores más representativos de la Bolsa de Frankfurt.
- El Dax 100, que se forma ponderando por capitalización los 100 valores más representativos de la Deutsche Boerse.
- CAC 40, formado por los 40 valores más representativos de la Bolsa de París.
- MIB 30, formado por los 30 valores más representativos de la Bolsa de Milán.
- FTSE Eurotop 100 y eurostoxx 50, formados, respectivamente, por 100 y 50 valores representativos de los mercados pan€opeos.



## **EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)**

Es un mercado organizado específico, autorizado por el Gobierno al amparo del artículo 31.4 de la Ley del Mercado de Valores, para negociar acciones de Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) y otros valores que requieran un régimen singularizado (por ejemplo, por ser compañías de baja capitalización). El MAB está sujeto a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en su organización y funcionamiento.

Los miembros de este mercado pueden ser los siguientes:

- Empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores, y sociedades gestoras de carteras).
- Entidades de crédito.
- Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión colectiva (SGIIC).
- Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV).

Las empresas que soliciten su incorporación al MAB deberán ser sociedades anónimas, españolas o extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y representado en anotaciones en cuenta, con libre transmisibilidad de sus acciones y que estén comercializando productos o servicios. El régimen contable y la información financiera se ajustará al estándar nacional y a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Deberán cumplir los siguientes requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación de acciones emitidas por empresas en expansión:

- Transparencia.
- Información.
- Asesor registrado: designar un asesor que les ayude tanto en la salida como durante su permanencia en el mercado.
- Proveedor de liquidez: suscribir un contrato con un proveedor de liquidez que facilite la negociación.



## CONTRATACIÓN Y OPERATIVA BURSÁTIL

La contratación bursátil da lugar a la formación del valor de cotización (o de mercado). En las bolsas de valores conviven dos sistemas de contratación básicas, más una especializada:

- El mercado de “corro electrónico”
- El mercado continuo
- El mercado alternativo bursátil MAB

### EL MERCADO DE “CORRO ELECTRÓNICO”

El “corro electrónico”. se basa en el Sistema de Interconexión Bursátil Español en la modalidad fixing.

- El horario de negociación va de 8.30 a 16.00 h
- Para los valores negociados en varias bolsas bajo esta misma modalidad, se dispone de un único libro de órdenes a disposición de los miembros de las bolsas en las que dichos valores estén admitidos a cotización.

En cuanto a la operativa, sus principales características son:

- Fijación de precios:
  - Se fija un rango estático que será operativo para toda la sesión (variación máxima permitida respecto al precio estático establecido en cada momento).
  - Al inicio de cada sesión, se tomará como precio de referencia el precio de cierre de la sesión anterior que coincide con el precio estático.
  - Se inicia el primer periodo de subasta que dura de las 8:30 h hasta las 12:00 h. (El periodo de subasta es el periodo de tiempo en el que se pueden introducir, modificar y cancelar órdenes, pero durante el cual no se ejecutan operaciones).
  - Se fija un nuevo precio estático originado en la subasta.



- Se inicia el segundo periodo de subasta que va de las 12:00 h hasta las 16:00 h.
  - El precio resultante de esta subasta de cierre será el precio de cierre de la sesión.
- 
- Una vez fijado el precio de subasta, se cumplimentarán, en primer lugar, las "órdenes de mercado" y "por lo mejor". A continuación, se cumplimentarán las "órdenes limitadas con precios mejores que el de la subasta" y, finalmente, el resto de las "órdenes limitadas al precio de subasta", en la medida que sea posible, según el orden en que se introdujeron en el sistema de contratación.
  - La prioridad de ejecución de operaciones viene determinada por el precio y, en caso de igualdad de precios, por la prioridad temporal en la introducción de las órdenes.

## EL MERCADO CONTINUO

### GENERALIDADES

Se denomina así al Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). En el mercado continuo, la negociación de acciones se realiza electrónicamente, lo que permite un gran volumen de operaciones. Existe un único precio en las cuatro bolsas españolas para los valores negociados en el mercado continuo mediante anotaciones en cuenta y admitido, como mínimo, en dos bolsas españolas. La admisión a cotización en el mercado continuo (SIBE) corresponde a la CNMV, previo informe de la Sociedad de bolsas, a petición del emisor del valor. El valor debe estar representado.

Para negociar en el mercado continuo, los miembros de las cuatro bolsas transmiten sus órdenes a un ordenador central y éstas se casan automáticamente, si existe contrapartida, o quedan en espera ordenadas por precio y momento de introducción.



## CONTRATACIÓN

Existen tres formas de contratación en el SIBE:

- Contratación principal o de órdenes
- Mercado de bloques
- Mercado de operaciones especiales

Cada una de estas formas presenta distintas modalidades, tal como puede verse en el siguiente esquema.

SISTEMAS DE CONTRATACIÓN	FORMAS DE CONTRATACIÓN	MODALIDADES DE CONTRATACIÓN
<b>CORROS</b>	Electrónica	<i>Fixing</i>
<b>MERCADO CONTINUO SIBE</b>	Contratación principal o de órdenes	<i>Open</i>
		<i>Fixing</i>
	Mercado de bloques	Convenidos
<b>MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL</b>	Mercado de operaciones especiales	Parametrizados
		Comunicadas
	Contratación de órdenes sobre acciones cotizadas	Autorizadas
		<i>Fixing</i>
		SICAV: Valor liquidativo

### Principal o de órdenes

Representa cerca del 90 % del total negociado, incluyendo el segmento de contratación en euros del Mercado de Valores Latinoamericanos. Tiene dos modalidades:

- **Modalidad open.** Se utiliza para los valores más líquidos que tienen una oscilación máxima del 15 %. La variación de precios máxima se rige por la llamada "subasta de volatilidad". La sesión comienza con una "subasta de apertura" en la que los operadores ingresan, anulan o modifican órdenes, sin que exista cruce de operaciones. Esta subasta tiene lugar entre las 08:30 y las 09:00 (periodo de ajuste). Durante estos treinta minutos, el sistema va calculando el precio que equilibraría la oferta y demanda de cada valor si se ejecutaran operaciones. Esto se produce a las 09:00, con un cierre aleatorio de 30 segundos, a los precios con los que se inicia la contratación (precios de apertura). La sesión abierta transcurre entre las 09:00 y las 17:30. Luego, de 17:30 a 17:35, se realiza la denominada subasta de cierre. En este periodo de cinco minutos se introducen órdenes, pero no hay intercambios. La sesión finaliza con un cierre aleatorio de 30 segundos, tras el cual se



realizan las asignaciones de títulos, ejecutando las órdenes que tienen contrapartida.

- **Modalidad fixing.** Es una contratación de valores con fijación de precios únicos. Se reserva para ciertos valores de muy poca liquidez y su sistema de contratación se basa en subastas. Esta modalidad libera al sistema de multitud de operaciones de poco volumen, al concentrar en dos momentos diarios las operaciones con los valores menos líquidos. En la modalidad fixing se agrupan las órdenes en dos momentos (12:00 y 16:00). Los periodos de ajuste son, pues, de 08:30 a 12:00 y de 12:00 a 16:00. Esta modalidad libera al sistema de multitud de operaciones de poco volumen, al concentrar en dos momentos diarios las operaciones con los valores menos líquidos.

### El mercado de bloques

Es un mecanismo diseñado para la negociación de operaciones de elevado volumen. Se desarrolla en el mismo horario que la modalidad open. Tiene dos modalidades:

- **Modalidad de Bloques Convenidos:** Permite comunicar operaciones con una variación del  $\pm 1\%$  sobre el punto medio de la horquilla de la mejor posición de compra y venta de la Contratación General. El importe efectivo de la operación deberá alcanzar, como mínimo, los importes siguientes en función del volumen medio de contratación diaria (VMCD) del valor de que se trate, en el último año natural cerrado.

VOLUMEN MEDIO DE CONTRATACIÓN DIARIA	IMPORTE MÍNIMO
VMCD < 500.000€	50.000 €
500.000€ <= VMCD < 1.000.000€	100.000 €
1.000.000€ <= VMCD < 25.000.000€	250.000 €
25.000.000€ <= VMCD < 50.000.000€	400.000 €
VMCD >= 50.000.000€	500.000 €

- **Modalidad de Bloques Parametrizados:** Permite comunicar operaciones con una desviación de hasta el 15% con respecto al precio estático del valor y con un volumen efectivo superior a 500.000 €os y al 5% del efectivo medio diario contratado del valor del que se trate en la Contratación General en el último trimestre natural cerrado.



### **El mercado de operaciones especiales o mercado de aplicaciones**

Recoge grandes operaciones fuera de horario: se realizan de 17:40 a 20:00. Así se evita la interferencia de los miembros del mercado. Se trata de operaciones en las que ya se ha fijado la contrapartida, es decir, ya hay acuerdo entre comprador y vendedor, y sólo hace falta introducir las órdenes en el sistema. También existen dos modalidades:

- Comunicadas. Su precio debe situarse alrededor del 5 % del precio de cierre en el mercado de contratación principal.
- Autorizadas. Deben ser aprobadas por la Comisión de Contratación y Supervisión de la Sociedad de Bolsas.

Lo normal en estas operaciones es que el vendedor introduzca su parte de la operación y el comprador la confirme, sin que otro miembro del mercado pueda interferir en la misma.

### **En el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)**

Existen dos modalidades:

- Modalidad fixing: con fijación de precios únicos y cuyo sistema de contratación se basa en subastas. En la modalidad fixing se agrupan las órdenes en dos momentos (12:00 y 16:00). Los periodos de ajuste son, pues, de 08:30 a 12:00 y de 12:00 a 16:00.
- Valor liquidativo. Se ejecutan siempre con contrapartida de la propia SICAV, al valor liquidativo del día. Se acumulan órdenes hasta las 16:00, hora de ejecución.

### **TIPOS DE ÓRDENES EN EL MERCADO CONTINUO**

Las órdenes de compra y de venta de acciones en el mercado continuo pueden clasificarse, en un primer nivel, en:

- **Órdenes de mercado (market order):** se introducen sin establecer un precio límite. El inversor pide a su agente la ejecución al mejor precio o precios posibles que pueda conseguir. Se puede ejecutar a varios precios, si el



volumen que representa el mejor precio en el mercado es insuficiente para completar nuestra orden.

Si la orden es de compra, se ejecutará contra la mejor o mejores órdenes de venta que haya en ese momento en el mercado hasta que se adquieran todos los títulos que queremos comprar. Si, por el contrario, la orden es de venta, se ejecutará contra la mejor o mejores órdenes de compra del mercado hasta que se complete la orden.

Si la orden no puede ejecutarse por la totalidad, el volumen no ejecutado queda limitado al peor precio conseguido (el más alto para una orden de compra y el más bajo para una orden de venta).

Las órdenes a mercado tienen la máxima prioridad, pues se ejecutan inmediatamente después de su introducción, siempre y cuando haya liquidez en el mercado.

Una orden de mercado tiene más probabilidades de ejecutarse que una orden limitada. (Porque es una orden que no expresa un precio límite para su ejecución). Asume el riesgo de ejecutarse a cualquier precio, si hay contrapartida suficiente en el momento de su llegada al SIBE. (Porque puede llegar a cruzarse con todas las contrapartidas que hay en el sistema). Si no se ejecuta totalmente de inmediato, el resto se trata como una orden limitada. (Porque el resto no ejecutado queda convertido en una orden limitada al último precio negociado).

- **Órdenes sin limitación.** Dentro de esta categoría las órdenes pueden ser:
  - Órdenes por lo mejor (market to limit order): se introducen para ejecutarse al mejor precio al entrar en el mercado. La parte no ejecutada queda limitada a dicho precio y no podrá cruzarse a otro más desfavorable.
  - Órdenes limitadas (limit order). Deben ejecutarse a un precio límite o mejor. El comprador fija su precio máximo y el vendedor su precio mínimo. Se trata de la orden clásica.

A su vez, existen ciertas condiciones sobre el volumen que puede aplicarse a cualquiera de los tipos anteriores:

- **De ejecutar o anular:** debe ejecutarse por la cantidad posible que existe como contrapartida al momento de su introducción y el sistema rechaza el resto del volumen de la orden.





- **De ejecución mínima:** indica un mínimo de acciones en la primera ejecución. El resto se ejecutará sin límite de unidades de contratación. Un caso especial son las órdenes por todo o por nada, en el que el mínimo coincide con el total de la orden. En caso contrario, es rechazada por el sistema.
- **Inmediato o cancelar:** la orden que introducimos ha de ejecutarse, al precio límite, por todo el volumen posible. La parte que no ha podido ejecutarse se cancela.
- **Con volumen oculto:** indica que el sistema sólo debe mostrar una parte del volumen a negociar (marcado con un +). Cuando se ha ejecutado la parte visible, la oculta va haciéndose visible en el mercado, en grupos de valores previamente especificados.

Además de las restricciones mencionadas, tanto las órdenes limitadas como las órdenes de mercado pueden ser introducidas con una determinada validez temporal:

- **Día:** órdenes que tienen validez para el día. Al final de la sesión, si no se han ejecutado, se cancelan automáticamente.
- **Válidas hasta una fecha:** este tipo de órdenes están activas hasta la fecha señalada o hasta su ejecución total si se produce antes de dicha fecha.

Si no se especifica nada, una orden sólo es válida durante el día de su introducción. La validez máxima de una orden es de 90 días naturales desde el momento de su introducción. Sin embargo, las órdenes con volumen oculto sólo tienen validez el día en que son introducidas. Cuando son introducidas en SIBE, las órdenes adquieren un registro horario para poder establecer su prioridad. De tal forma, el sistema garantiza que la primera en entrar es la primera en salir.



Aquí podemos ver, de forma simplificada, una pantalla del mercado continuo para una acción determinada

ACCIÓN: Metalox – ÚLTIMO PRECIO NEGOCIADO: 6,07 eur			
ÓRDENES DE COMPRA		ÓRDENES DE VENTA	
Cantidad	Precio (euros)	Precio (euros)	Cantidad
7 000	6,01	6,13	20 000
10 000	5,83	6,19	25 000
40 000	5,65	6,31	50 000
30 000	5,53	6,37	40 000
15 000	5,41	6,49	30 000

Los precios de compra están indicados por orden descendente (de mejor a peor para el vendedor) y los precios de venta por orden ascendente (de mejor a peor para el comprador). Cuando hay coincidencia en precio comprador y precio vendedor, se cruza una operación y las órdenes desaparecen de la pantalla. Para conseguir cruzar inmediatamente una operación en bolsa, siempre hay que ofrecer el precio que resulte más desfavorable, según la operación que se desee, de los dos que figuran en primer lugar en la pantalla. (En una orden de compra hay que ofrecer el mejor precio vendedor; en una de venta, el mejor precio comprador).

Si para la acción del ejemplo no hubiera más órdenes de compra y de venta que las que muestra la pantalla, en el mercado habría una oferta de 165 000 acciones y una demanda de 102 000 acciones.

- Si, por ejemplo, un operador recibe una orden de compra de 200.000 títulos por lo mejor, se ejecutará la compra por los 20 000 títulos ofrecidos por el mercado a 6,13 €.
- Si, por el contrario, la orden fuese de mercado:
  - Se ejecutará la compra por los 165 000 títulos ofrecidos por el mercado.
  - El precio para los títulos pendientes de ejecutar queda limitado a 6,49 €.
  - (Tratándose de una compra, el precio queda limitado al más alto de entre los ejecutados. Esto es así porque si quedara al más bajo de



entre los ejecutados en muchos casos no sería posible cruzar los títulos restantes con las nuevas ofertas

Veamos ahora un caso de actuación de un vendedor, utilizando el cuadro anterior. Supongamos que las 20 000 acciones que se ofrecen a 6,13 € corresponden a dos órdenes, una de 15 000 y otra de 5 000, y el vendedor de 5 000 acciones, a la vista de la situación de la pantalla, decide que lo mejor es vender cuanto antes. Para vender inmediatamente sus acciones, el oferente de 5 000 acciones pedirá al operador que modifique su orden de venta, ofreciéndolas al precio de 6,01 €.

En definitiva, la cotización de un valor cambia cuando se cruzan órdenes a un precio distinto al de la última operación. La capitalización bursátil de una sociedad suele cambiar diariamente e indica la valoración que el mercado hace de ella

Al final de la sesión se establece el precio de cierre o cotización de cierre de cada uno de los valores negociados. El precio de cierre de un valor multiplicado por el número de acciones en circulación se denomina capitalización bursátil de la sociedad emisora.

## OPERACIONES AL CONTADO Y A CRÉDITO

En el mercado de valores, las operaciones pueden realizarse al contado o a plazo. En el mercado al contado la contrapartida se entrega el mismo día, mientras que en el mercado a plazo la contrapartida se entrega en una fecha futura prefijada. La bolsa es un mercado al contado, porque la liquidación de las operaciones tiene lugar de forma prácticamente inmediata: la propiedad de las acciones se transmite inmediatamente y el pago de las mismas se realiza a los tres días hábiles. Por otra parte, en el mercado de valores se denominan operaciones a crédito las siguientes:

- **Crédito al mercado:** las adquisiciones en las que el comprador obtiene un crédito, en dinero, hasta un importante porcentaje de la adquisición, y deja los valores adquiridos en garantía del mismo.
- **Préstamo de valores:** las ventas en las que el vendedor obtiene un préstamo de valores, hasta un importante porcentaje de la operación, y deja el dinero obtenido con la venta en garantía de la devolución de los mismos.

En las operaciones a crédito, el intermediario financiero que concede el crédito ya sea en dinero o en valores, puede exigir garantías complementarias en función de cómo evolucionen los precios. Las operaciones a crédito son un método de compra cuando no se tiene suficiente liquidez y son un método de venta cuando



no se tienen suficientes títulos. En realidad, son operaciones al contado realizadas en descubierto, de dinero o valores, en previsión de fluctuaciones en la cotización del valor. Que la bolsa sea un mercado al contado no impide que en la misma se admitan operaciones a crédito (crédito al mercado o préstamo de valores) con las acciones más representativas del mercado.

Cualquier inversor puede operar a crédito, suscribiendo un contrato con un intermediario financiero autorizado para otorgarlo (por ejemplo, una sociedad de valores). La adquisición de acciones a crédito es una manera de apostar por un mercado alcista (porque el comprador de acciones a crédito espera venderlas más caras). En cambio, las ventas a crédito son una manera de apostar por un mercado bajista (porque el vendedor de acciones prestadas espera comprarlas más baratas, devolverlas y obtener un beneficio).

La principal ventaja que la operación a crédito representa para el comprador es el apalancamiento financiero. (Si un comprador opera con un crédito de hasta el 65 % del total de la inversión, puede mover aproximadamente un número tres veces mayor de acciones y ganar tres veces más que si sólo invirtiese sus propios recursos disponibles —35 % restante—, aunque su riesgo de pérdida es también tres veces mayor).

El importe mínimo en las operaciones de compra y venta de títulos a crédito es de 500 títulos, y se puede contratar cualquier valor de los que integran el Ibex-35. Por otra parte, el inversor puede cancelar una operación a crédito antes de su vencimiento.

## **OPA, OPS Y OPV**

La CNMV vela por la transparencia del mercado, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores. Uno de los casos en que se manifiesta esta protección es en la obligación que la ley establece de lanzar ofertas públicas de adquisición o de venta de valores en determinadas situaciones.

Las ofertas públicas de valores pueden ser:

- Oferta Pública de Adquisición (OPA)
- Oferta Pública de Venta (OPV)
- Oferta Pública de Suscripción (OPS)



## OPA

Una OPA es una oferta dirigida a los tenedores de un valor para adquirir los títulos a un determinado precio. En las condiciones de la OPA se establece un plazo prudencial para que los tenedores del valor puedan aceptarla. Generalmente, el precio ofrecido en una OPA está por encima del precio de mercado en el momento de ser anunciada. (De lo contrario, el promotor difícilmente conseguiría su objetivo porque a los tenedores les interesaría más vender en operaciones normales de bolsa).

Cuando se pretende alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, se denomina OPA hostil la que se lanza en clara falta de acuerdo previo con los gestores de la sociedad y sus accionistas de control.

Las OPA pueden ser voluntarias u obligatorias. La presentación de una OPA es obligatoria en los casos en que una persona física o jurídica pretenda:

- Alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, mediante la adquisición de un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en bolsa u otros valores que puedan dar derecho a su suscripción o adquisición (como obligaciones convertibles o canjeables). En este caso, la OPA puede señalar los límites mínimo y máximo de valores que quien la promueve está dispuesto a adquirir. El porcentaje de participación significativo puede ser, en función de determinados requisitos y circunstancias, el 50 %, el 25 % o incluso el 5 %.
- Modificar sustancialmente los estatutos de una sociedad tras haber adquirido en bolsa un volumen de acciones que le dé derecho a más del 50 % de los votos (salvo que hubiera alcanzado el 50 % en los últimos doce meses como resultado de una OPA).

## OPV

Una OPV es una oferta, dirigida al público en general, para colocar valores ya emitidos. Como la OPA, la OPV establece un plazo para su aceptación. Cuando el Estado decide privatizar una empresa pública y desea que parte del capital quede repartido entre un gran número de accionistas, lanza una OPV de acciones.



## OPS

Para proteger los intereses de los inversores, la legislación establece determinados requisitos de información al público y de solvencia de los emisores. Cuando la oferta pública de venta de valores se realiza a través de una ampliación de capital, en la que no hay derecho de suscripción preferente, se denomina Oferta Pública de Suscripción (OPS).

## EL “SPLIT” O DESDOBLAMIENTO DE LAS ACCIONES

El split es una operación en la que se multiplica el número de acciones de una sociedad por un determinado factor, reduciendo simultáneamente el valor nominal de las acciones y dividiéndolo por el mismo factor. Por ejemplo, una sociedad con un millón de acciones de 20 € de valor nominal puede pasar a tener su capital dividido en 4 millones de acciones de 5 € de valor nominal.

Las operaciones de split empezaron en los Estados Unidos. Los primeros en llevarlas a cabo fueron los bancos. Suelen realizarse cuando se considera que los inversores tienen la sensación de que las cotizaciones son muy altas. La operación contraria, poco frecuente, se conoce como contrasplit. Sería el caso, por ejemplo, de una sociedad con un millón de acciones de 20 € de valor nominal que pasara a tener 500 000 acciones de 40 € de valor nominal.

## APLICACIÓN (PUT THROUGH)

Consiste en la compraventa simultánea de un bloque de acciones, fuera del mercado, a través de un solo intermediario o broker. El ordenante suele ser individual con motivos variados, como la realización de minusvalías, cambio de titularidad en las acciones. Los periódicos económicos suelen publicar diariamente las aplicaciones más relevantes de cada sesión.



## VARIACIONES DE CAPITAL

### AMPLIACIONES DE CAPITAL SOCIAL

En las ampliaciones de capital los accionistas tienen derecho preferente de suscripción de nuevas acciones. Los derechos cotizan aparte durante el periodo de suscripción. Lo lógico es que las empresas que disponen de reservas realicen sus ampliaciones de capital con prima de emisión, puesto que los nuevos accionistas serán copropietarios de las reservas. (Recordemos que las primas de emisión constituirán nuevas reservas).

En una ampliación de capital a la par de una empresa con reservas:

- Los accionistas podrán vender más caros sus derechos de suscripción. Los derechos permiten suscribir acciones por su valor nominal, mientras que dichas acciones permiten participar tanto en el capital (que se corresponde con el nominal) como en las reservas.
- La cotización de la acción en bolsa disminuirá porque, al no aumentar las reservas por falta de prima de emisión, el valor del patrimonio se diluirá en un mayor número de acciones.

EJEMPLO:

1)-. Supongamos una ampliación de capital con los siguientes datos:

- Capital actual: 100 000 000 € (20 000 000 acciones de 5,00 € de valor nominal)
- Ampliación de capital de 10 000 000 € a la par (2 000 000 acciones de 5,00 € de valor nominal)
- Derecho de suscripción preferente: 1 acción por cada 10 derechos
- Cotización antes de la ampliación: 10,00 €
- Capitalización I actual: 200 000 000 € (20 000 000 acciones a 10,00 €)
- Capitalización después de la ampliación: 210 000 000 € (200 000 000 + 10 000 000)
- Número de acciones después de la ampliación: 22 000 000 (20 000 000 + + 2 000 000)



2)-. Por lo tanto:

- Valor de la acción después de la ampliación: 9,55 € ( $210\,000\,000 : : 22\,000\,000$ ).
- Pérdida de valor de la acción por el efecto dilución: 0,45 € ( $10,00 - 9,55$ )
- El valor de cada derecho de suscripción será de 0,45 €.

3)-. Comprobación:

- Un accionista con 10 acciones tiene un patrimonio bursátil de 100 €.
- Si vende sus derechos a 0,45 € cada uno, cobrará 4,50 €.
- Además, conservará las 10 acciones que valdrán 95,50 €.

Así, se habrá contrarrestado el efecto dilución conservando, por lo tanto, su patrimonio bursátil de 100 € ( $4,50 + 95,50$ ).

La disminución de la cotización debido a la división del patrimonio entre un mayor número de acciones se denomina efecto dilución. Esta disminución cuantificada es el valor del derecho de suscripción preferente. Cuanto mayor es la prima de emisión, menor es el efecto dilución y, por lo tanto, menor es el valor de los derechos de suscripción preferente. En lenguaje bursátil, la venta de los derechos de suscripción necesarios para pagar acciones nuevas se denomina ampliación blanca.

## REDUCCIONES DE CAPITAL SOCIAL

La reducción de capital puede hacerse mediante la disminución del valor nominal de las acciones, la amortización de acciones o la agrupación de acciones para proceder a su canje por acciones nuevas.

Hay obligación de reducir el capital cuando se acumulan pérdidas por un valor superior al 50 % del capital social.

A veces se realiza simultáneamente una reducción y una ampliación de capital; esto se conoce como operación acordeón. También puede haber reducción de capital por devolución de aportaciones a los socios e incluso por condonación de dividendos pasivos.





Una reducción de capital por retorno a los accionistas:

- Denota exceso de capital social.
- Puede ser una alternativa a los dividendos.
- Implica una disminución de los fondos propios.

## **EFFECTO DE LOS DIVIDENDOS EN LA COTIZACIÓN**

En las sociedades cotizadas, los dividendos los propone el consejo de administración según los resultados del ejercicio y, sobre todo, una política a medio y largo plazo relacionada con el mercado bursátil. La junta general de accionistas es el órgano que aprueba los dividendos. En lenguaje bursátil, el porcentaje de beneficios repartidos como dividendo se denomina pay-out. El día del pago de dividendos, la cotización baja porque descuenta el importe del cupon pagado

Una política de pay-out alto:

- A semeja, en cierto modo, las acciones a los valores de renta fija porque da unas expectativas de flujos de caja parecidos a los intereses de los instrumentos de deuda.
- Obliga a los administradores a optimizar la eficiencia de los recursos.
- Exige disciplina en la gestión ya que la distribución de dividendos es una distribución de recursos propios. (En cualquier caso el mercado juzgará severamente un dividendo abusivo).



**Cuestiones para facilitar el seguimiento, el aprendizaje y el “repaso” del texto.**

1)-. El valor de emisión y valor efectivo en el mercado no coinciden en la práctica por lo que pueden distinguirse ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.

2)-. No siempre la percepción de dividendos es el objetivo único ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.

3)-. Los factores que influyen en las cotizaciones de las acciones pueden agruparse en ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.

4)-. El análisis fundamental busca estimar la corriente de flujos de efectivo futuras ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.

5)-. El PER es en cierto modo una medida de lo que los anglosajones llaman “pay back” ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.

6)-. La bolsa de valores reúne unas características ideales ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas.

7)-. La cotización de un valor cambia cuando se cruzan órdenes a un precio distinto al de la última operación ... Explíquelo en no más de dos párrafos en 10 líneas

**Palabras y frases claves a tener en cuenta especialmente y a entender bien su significado.**

- Derechos del accionista
- Tipos de acciones
- Derecho de suscripción preferente
- “Ley de atractivo de la renta variable”
- Ratio “PER” (“Price Earnings Ratio”)
- Mercado Alternativo Bursátil (MAB)
- Formas de contratación en el SIBE:
- Contratación principal o de órdenes
- Contratación Mercado de bloques
- Contratación Mercado de operaciones especiales
- Mercado de corro y continuo
- Tipos de ordenes en el mercado continuo
- Ídem Id en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)
- Capitalización bursátil de la sociedad emisora.
- Operaciones al contado y a crédito
- “SPLIT” o desdoblamiento de las acciones
- Efecto de los dividendos en la cotización

