

ÍNDICE

PRESENTACIÓN	19
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS FINANCIEROS. EL MERCADO DE CAPITALES	21
1. Introducción a los mercados financieros.....	23
2. El mercado de capitales.....	25
2.1. Activos financieros.....	26
2.1.1. Acciones.....	26
2.1.2. Deuda.....	26
2.1.3. Otros	27
3. Operativa de los mercados.....	27
4. El mercado de capitales en EEUU	29
5. Los euromercados	30
6. Los mercados europeos	30
6.1. Alemania.....	30
6.2. Reino Unido	32
6.3. Francia	33
6.4. España.....	33
7. Emisores	34
8. Inversores	36
9. Reguladores.....	36
Cuestiones	37
CAPÍTULO II. INTRODUCCIÓN A LA BOLSA	41
1. Antecedentes	43

2. Definición de Bolsa	44
3. Funciones de la Bolsa	44
4. La estructura del mercado de valores español	45
5. Los activos negociados en Bolsa	47
5.1. Renta variable	47
5.1.1. Las acciones	47
5.1.2. La contratación de acciones	49
5.1.3. Los índices bursátiles	51
5.2. Renta fija	55
5.2.1 Activos de renta fija	57
6. El euro y el mercado bursátil	58
Apéndice (composición y cálculo del índice IBEX-35).....	59
Cuestiones	64

CAPÍTULO III. ORGANIZACIÓN, ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA.....	69
1. Introducción.....	71
2. Los participantes en el mercado bursátil.....	71
2.1. Los intermediarios del mercado	71
2.2. Los inversores	73
2.3. Las empresas.....	75
2.3.1. ¿Cómo acceden las empresas al mercado bursátil? ...	76
3. ¿Cómo se invierte en Bolsa?.....	80
3.1. Circuito de inversión en Bolsa.....	80
3.1.1. Los intermediarios	80
3.1.2. Apertura de una cuenta.....	80
3.1.3. Tratamiento de las órdenes	81
3.1.4. La liquidación.....	86
3.2. El préstamo de valores y el crédito al mercado	86
3.3. Costes de las operaciones.....	87
3.4. Información necesaria para invertir	88
3.4.1. ¿Qué información afecta a las cotizaciones?	88
3.4.2. Principales fuentes de información.....	91
3.5. La protección al inversor	92
Cuestiones.....	92

CAPÍTULO IV. FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA.....	95
1. Necesidades de financiación en la empresa.....	97
2. Cronología de financiación.....	99
2.1. Caso práctico.....	99
2.2. Cuadro cronológico típico de financiación.....	100
3. Formas de financiación.....	101
3.1. Análisis comparativo entre las diferentes formas de financiación.....	101
4. Concepto de apalancamiento.....	101
4.1. Caso práctico «la crisis de los bancos japoneses».....	104
5. Análisis de la financiación de la empresa.....	104
5.1. Claves en el análisis de financiación.....	104
6. Bonos de alto rendimiento.....	106
7. Operaciones financieras especiales.....	107
7.1. Oferta Pública de Venta (OPV).....	107
7.2. Privatizaciones.....	108
7.3. Oferta Pública de Adquisición (OPA).....	108
7.4. Ampliaciones de capital.....	110
7.4.1. El valor teórico del derecho de suscripción.....	112
7.5. Reducciones de capital.....	113
Cuestiones.....	115
 CAPÍTULO V. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC)	 119
1. Definición.....	121
2. Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero	121
2.1. Definiciones.....	122
2.2. Normas generales sobre inversiones (coeficientes).....	122
2.3. Participaciones significativas.....	124
2.4. Operaciones de los administradores o gestores.....	124
2.5. Capital mínimo.....	124
2.6. Patrimonio mínimo.....	125
2.7. Número mínimo de accionistas y partícipes.....	125
2.8. Características de las inversiones.....	125
2.9. Coeficientes mínimos de liquidez.....	126
2.10. Garantía, custodia, créditos.....	126

2.11. Otros requisitos	127
2.12. Derivados	130
3. Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva	133
3.1. Objeto exclusivo.....	133
3.2. Estructura jurídica	133
3.3. Capital	133
3.4. Recursos propios	134
3.5. Administradores	134
3.6. Financiación	134
3.7. Funciones con respecto a los fondos de inversión	134
4. Depositario	135
4.1. Entidades	135
4.2. Incompatibilidades.....	135
4.3. Otros requisitos	135
4.4. Funciones.....	135
5. Auditoría e inspección de las IIC	136
6. Régimen fiscal de las IIC mobiliarias.....	136
6.1. Impuesto sobre sociedades	136
6.2. Imposición indirecta	137
6.3. Régimen fiscal de los partícipes y de los socios.....	137
7. Sociedades y fondos de inversión inmobiliaria	137
7.1. Objeto exclusivo y condiciones específicas	137
7.2. Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII)	138
7.3. Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII)	138
7.4. Régimen fiscal de las SII y FII.....	139
7.4.1. Impuesto sobre sociedades	139
7.4.2. Imposición indirecta	140
7.4.3. Régimen de los partícipes y de los socios	140
Cuestiones.....	140
CAPÍTULO VI. ANÁLISIS FUNDAMENTAL	145
1. Introducción.....	147
1.1. Conceptos preliminares.....	147
2. Valoración absoluta de una acción.....	149
2.1. ¿Qué es un descuento de flujos? El concepto de valor actual neto.....	150

2.2. El descuento de flujos para calcular el precio de una empresa	151
2.3. El precio teórico de una acción	151
3. Tipos de análisis.....	152
3.1. Análisis macroeconómico	152
3.2. Análisis sectorial.....	153
3.3. Análisis de empresa	154
3.3.1. Interpretación de balances.....	154
3.3.2. Ratios y porcentajes	155
4. Valoración relativa de una acción.....	160
4.1. El cálculo de los ratios bursátiles y su utilidad	161
4.1.1. Price Earning Ratio (PER).....	161
4.1.2. Price Cash-Flow Ratio (PCFR).....	162
4.1.3. Precio/Valor Teórico Contable (P/VTC).....	162
4.1.4. Precio/Valor Neto de los Activos (P/VAN).....	162
Apéndice (análisis fundamental de la empresa AZKOYEN).....	163
Cuestiones.....	169
CAPÍTULO VII. ANÁLISIS TÉCNICO.....	173
1. Introducción al análisis técnico.....	175
2. Teoría de Dow	176
2.1. Introducción a la teoría de Dow	176
2.2. Principales líneas del gráfico	177
3. Figuras chartistas	179
3.1. Hombro-cabeza-hombro	179
3.2. Hombro-cabeza-hombro invertido.....	180
3.3. Doble techo	181
3.4. Doble suelo.....	182
3.5. Sopera	182
3.6. Sopera invertida	183
3.7. Figura abierta	183
3.8. Diamante.....	184
3.9. Vuelta en un solo día	184
3.10. Triángulos	185
3.10.1. Triángulo simétrico	185
3.10.2. Triángulo recto ascendente.....	186
3.10.3. Triángulo recto descendente	187

3.11. Rectángulo	188
3.12. Banderas	189
3.13. Estandartes	189
4. Indicadores.....	190
4.1. Media móvil	190
4.2. Convergencia-divergencia de medias móviles o MACD ..	192
4.3. Balance de volúmenes u OBV	193
5. Osciladores.....	195
5.1. Momento.....	195
5.2. Índice de fuerza relativa o RSI	196
5.3. Estocástico %K %D	198
5.4. Estocástico lento.....	199
6. La teoría de Elliot	200
Cuestiones.....	201
CAPÍTULO VIII. ACTIVOS Y MERCADOS DE RENTA FIJA.....	207
1. Introducción.....	209
2. Los activos de renta fija.....	209
2.1. Bono cupón cero.....	210
2.2. Bono con cupón fijo	211
2.3. Bono con cupón flotante	213
2.4. Algunas notas sobre los inversores en renta fija.....	213
3. Los mercados de renta fija	215
3.1. Mercado local	215
3.2. Mercado externo.....	217
3.2.1. Mercado internacional	217
3.2.2. Mercado de eurobonos.....	218
4. Deuda del Estado.....	220
5. Renta fija privada	223
5.1. Mercado primario o de emisión	223
5.2. Emisión de obligaciones	224
5.2.1. Obligaciones convertibles	226
6. El rating: la calificación de los prestatarios.....	228
Cuestiones.....	230

CAPÍTULO IX. FUTUROS Y OPCIONES	233
1. Introducción.....	235
2. Los riesgos de liquidez y contrapartida: el mercado organiza- do y la cámara de compensación.....	236
3. Futuros	237
4. Opciones.....	240
4.1. Terminología.....	241
4.2. Tipos de opciones	242
4.3. La utilización de las opciones.....	243
4.4. El efecto apalancamiento.....	246
4.5. Valor de la prima	247
4.6. Estrategias con opciones.....	248
4.6.1. Spread alcista (bull spread)	249
4.6.2. Spread bajista (bear spread).....	249
4.6.3. Cono (straddle) comprado	250
4.6.4. Cuna (strangle) comparada	250
4.6.5. Mariposa (butterfly) comprada	251
Cuestiones.....	252
CAPÍTULO X. LOS MERCADOS DE DERIVADOS.....	257
1. MEFF: el mercado oficial español de productos financieros derivados	259
1.1. Funciones: mercado y cámara de compensación.....	260
1.2. Los contratos negociados en MEFF.....	262
1.2.1. Los contratos negociados en MEFF Renta Variable	262
1.2.2. Los contratos negociados en MEFF Renta Fija.....	267
2. Otros mercados de derivados.....	270
Cuestiones.....	271
CAPÍTULO XI. GESTIÓN DE CARTERAS DE RENTA VARIABLE	273
1. Conceptos básicos.....	275
2. Políticas de inversión.....	278
3. La problemática del gestor.....	279
3.1. Teoría de selección de carteras de Markowitz.....	279
3.2. El modelo de mercado. Riesgos sistemáticos y especí- ficos	282
3.3. ¿Cómo puedo reducir el riesgo de mi cartera de inver- sión? El proceso de diversificación de carteras	285

4. Restricciones a la gestión de carteras.....	288
Glosario de términos clave en la gestión de carteras	288
Cuestiones.....	293
CAPÍTULO XII. ANÁLISIS DE RIESGOS BURSÁTILES.....	297
1. Introducción.....	299
2. Tipos de riesgos bursátiles	300
2.1. Riesgo de liquidez.....	300
2.1.1. Split de acciones.....	303
2.1.2. Incorporación a un índice bursátil.....	306
2.2. Riesgo crediticio	307
2.3. Riesgo de mercado	311
2.3.1. Medida del riesgo de mercado: concepto <i>Value at Risk</i> (VaR)	311
2.3.2. Rentabilidad ajustada al riesgo	314
3. Control de riesgos en el proceso de inversión.....	315
Cuestiones.....	318
CAPÍTULO XIII. APLICACIONES ESTADÍSTICAS A LA BOLSA...	321
1. Conceptos básicos.....	323
2. Regresión.....	326
2.1. Dependencia entre el precio de una acción y un índice bursátil	326
2.2. Línea de regresión	326
2.3. Método de los mínimos cuadrados	327
3. Aplicación de la beta: cobertura mediante futuros sobre índices ..	328
4. Distribución de los retornos diarios	331
5. Modelo de comportamiento de los precios de un activo.....	333
6. Simulación MonteCarlo	334
7. Cálculo del VaR por simulación MonteCarlo.....	334
Cuestiones.....	337
CAPÍTULO XIV. FISCALIDAD DE LAS OPERACIONES BURSÁTILES	341
1. Introducción.....	343
2. Clasificación de las operaciones financieras.....	343

3.	Efectos fiscales de una operación bursátil	345
4.	Normativa específica de las operaciones bursátiles	345
5.	Importancia de la política tributaria	345
6.	Factores que intervienen en una operación bursátil	345
7.	Calificación de las rentas obtenidas	346
8.	Incidencia de la fiscalidad en la rentabilidad.....	347
9.	Rendimientos íntegros de capital mobiliario.....	348
9.1.	Características de los rendimientos de capital mobiliario.....	349
9.2.	Gastos deducibles para determinar el rendimiento neto del capital.....	349
10.	Incrementos y disminuciones de patrimonio.....	350
10.1.	Consideraciones generales de las alteraciones patrimoniales	350
10.2.	Características de las alteraciones patrimoniales.....	351
10.3.	Determinación de las alteraciones patrimoniales.....	352
11.	Renta regular e irregular, su tributación	353
12.	Tributación por dividendos y participaciones en beneficios.	355
12.1.	Impuesto sobre la renta de las personas físicas.....	355
12.1.1.	Dividendos y participaciones en fondos propios de entidades residentes en territorio español	355
12.1.2.	Dividendos y participaciones en fondos propios de entidades no residentes en territorio español.....	360
12.2.	Impuesto sobre sociedades	360
13.	Tributación por las alteraciones de patrimonio derivadas de la venta de acciones	362
13.1.	Procedimiento de tributación de los incrementos patrimoniales (acciones vendidas hasta el 31-12-1998)	363
13.1.1.	Acciones admitidas a negociación en los mercados oficiales de valores	363
13.1.2.	Acciones no admitidas a negociación en los mercados oficiales de valores.....	364
13.2.	Procedimiento de tributación de las ganancias patrimoniales (acciones vendidas a partir del 1-1-1999).....	366
13.2.1.	Acciones admitidas a negociación en los mercados oficiales de valores	366

13.2.2. Acciones no admitidas a negociación en los mercados oficiales de valores.....	366
14. Integración y compensación de incrementos y disminucio- nes patrimoniales.....	368
14.1. De rentas irregulares (generadas en más de un año)...	370
14.2. De rentas regulares (generadas en un año o menos)...	371
15. Integración y compensación de ganancias y pérdidas patri- moniales	374
15.1. De rentas en la parte general de la base imponible (generadas en menos de 2 años)	375
15.2. De rentas en la parte especial de la base imponible (generadas en más de 2 años)	376
16. Tratamiento fiscal de algunas figuras utilizadas en Bolsa	377
16.1. Ampliación de capital.....	377
16.2. Derecho preferente de suscripción de las acciones	377
16.2.1. Acciones que cotizan en los mercados secun- darios oficiales de valores	377
16.2.2. Acciones que no cotizan en los mercados secundarios oficiales de valores.....	378
16.3. Acciones parcialmente liberadas y totalmente liberadas .	379
16.4. Reducción de capital	382
Cuestiones.....	384
GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	391

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS FINANCIEROS. EL MERCADO DE CAPITALES

Vicente Quesada Ibarrola

1. INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados son, obviamente, lugares donde se pueden comprar y vender cosas, financiero es, esencialmente, dinero. El concepto parece simple, pero en realidad el objeto de las transacciones es el tiempo, pues se compra o se vende capacidad adquisitiva en el futuro. Ahora bien, ¿de dónde viene ese dinero?, ¿es meramente transferido desde el proveedor hasta el usuario?, ¿asume un riesgo el intermediario en el traspaso?, ¿vende el mismo producto que compra?

Los mercados financieros no son un mercado más, como el que pueda existir en una calle de nuestra ciudad, sin embargo en muchos aspectos son muy similares. Las aptitudes comerciales y el conocimiento de los productos son las claves del éxito también en estos mercados; la transparencia y los sistemas efectivos dan al consumidor confianza, y la confianza ayuda al desarrollo del mercado; la presencia de fuertes e imparciales reguladores añaden mayor confianza; suerte y sorpresa son también factores a tener en cuenta en estos mercados.

La principal diferencia entre los mercados financieros y la mayoría del resto de mercados es la globalización; los capitales internacionales fluyen por todos los mercados, aunque todavía sigan existiendo mercados nacionales.

Los mercados financieros se suelen dividir según el siguiente cuadro, si bien, en numerosas ocasiones, se solapan entre sí:

MERCADOS FINANCIEROS

Mercado de capitales	Incluye la comercialización de activos financieros a medio y largo plazo (más de un año). Ejemplo: emisión de bonos a 10 años de Telefónica.
Mercado bursátil	En él se negocian las acciones de las empresas. Aquí se encuentra lo que entendemos por Bolsa. Ejemplo: negociación en la Bolsa de Madrid de las acciones de Argentaria.
Mercado monetario	En él se negocian activos financieros a corto plazo (menos de un año). Ejemplo: las letras del Tesoro, pagarés de empresa, depósitos.
Mercado de mercancías (<i>commodities</i>)	Mercado donde se negocian materias primas. Ejemplo: la comercialización del oro o el trigo.
Mercado bancario	Préstamos y similares que hacen los bancos. En el caso de que una vez concedidos se negocien en el mercado, se pueden considerar como pertenecientes al mercado de capitales. Ejemplo: préstamo hipotecario concedido por un banco a un particular.
Mercado de derivados	En él se negocian activos financieros cuyos precios se derivan del precio de otros activos que cotizan en alguno de los mercados anteriores. Ejemplo: futuros y opciones financieros.

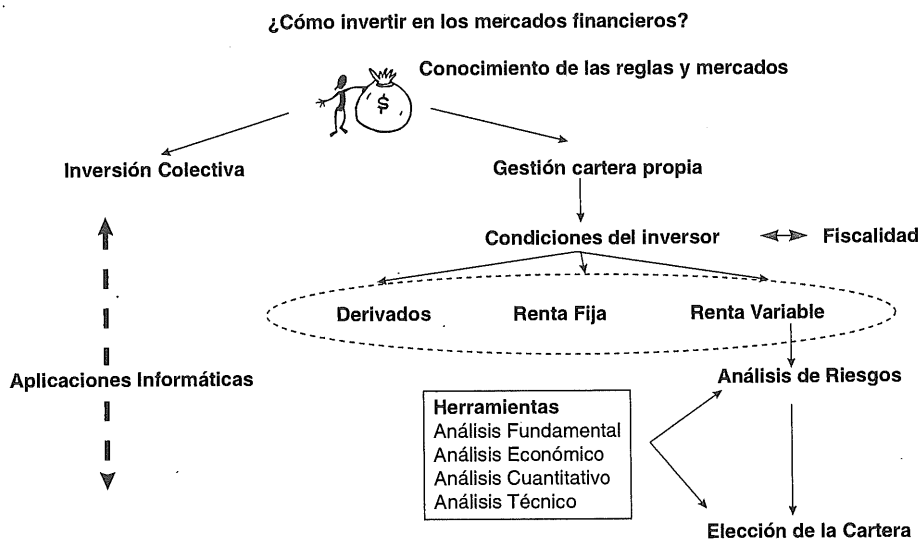
En este manual analizaremos, principalmente, el mercado de capitales, el mercado bursátil y el mercado de derivados, pues son los que presentan en la actualidad una mayor importancia.

Es bien conocida la afirmación de que cuando Wall Street estornuda el resto de Bolsas cogen una pulmonía; éste es un claro ejemplo de la internacionalización de los mercados. Por este motivo, al estudiar los mercados financieros no debemos limitarnos al caso español, si bien éste, obviamente, tendrá una importancia especial.

Como en cualquier otro mercado, el éxito del inversor vendrá dado, en gran medida, por su conocimiento de las siguientes áreas:

- Funcionamiento del mercado.
- Productos que en él se negocian.
- Herramientas necesarias para la toma de decisiones.
- Reglas que rigen el mercado.

A lo largo del manual desarrollaremos, desde un punto de vista práctico, los conceptos anteriores.



2. EL MERCADO DE CAPITALES

Supongamos que Telefónica desea instalar una red de fibra óptica en Madrid; para ello necesita 20 millardos. Por el volumen que representa, resulta complicado que un banco le conceda un préstamo, ya que en el caso de dárselo le resultaría muy caro. Como lo que necesita es dinero, y piensa devolverlo cuando el proyecto comience a dar beneficios (alrededor de tres años), acude al mercado de capitales emitiendo bonos a 5 años por un montante de 20 millardos, pagando un interés del 7% anual.

No existe una definición precisa de mercado de capitales, pero daremos una primera aproximación. Podemos entender por mercado de capitales aquel mercado en el que empresas e instituciones públicas van a buscar dinero con el que financiarse a largo plazo.

Activos

Los activos son instrumentos que tienen un valor subyacente. De manera aproximada, se dividen en «acciones», que representan una participación del comprador en la compañía, y «deuda», que representa una obligación del emisor a devolver un préstamo.

Emisión

El término de mercado de capitales es a menudo utilizado para describir la venta inicial de los activos. Estas emisiones son conocidas como mercado primario; el mercado que resulta a partir de esa primera emisión recibe el nombre de mercado secundario.

Deuda preferiblemente a acciones

Generalmente se considera más el mercado de deuda (renta fija: bonos y obligaciones), que el de acciones.

Activos a medio y largo plazo

Son aquellos activos financieros con más de un año de vida.

2.1. Activos financieros

2.1.1. Acciones

Por definición, sólo pueden ser emitidas por compañías, y sus características principales son:

- no tienen vencimiento;
- dan derecho a dividendos;
- ofrecen un potencial de beneficios ilimitado, y una exposición a la pérdida de toda la inversión.

Un caso particular son las acciones preferentes, que tienen prioridad al cobro de dividendos, y normalmente tienen restringidos los derechos de voto en la compañía. El volumen emitido en este tipo de activos suele ser muy pequeño en comparación con el resto de acciones.

2.1.2. Deuda

La deuda en el mercado de capitales es generalmente conocida como renta fija (bonos y obligaciones), en contraposición con la renta variable (acciones). Como veremos a lo largo del manual, el término renta fija resulta algo impreciso, pues no siempre se garantiza un rendimiento determinado en nuestra inversión. Dedicaremos un capítulo a explicar las características de estos activos.

2.1.3. Otros

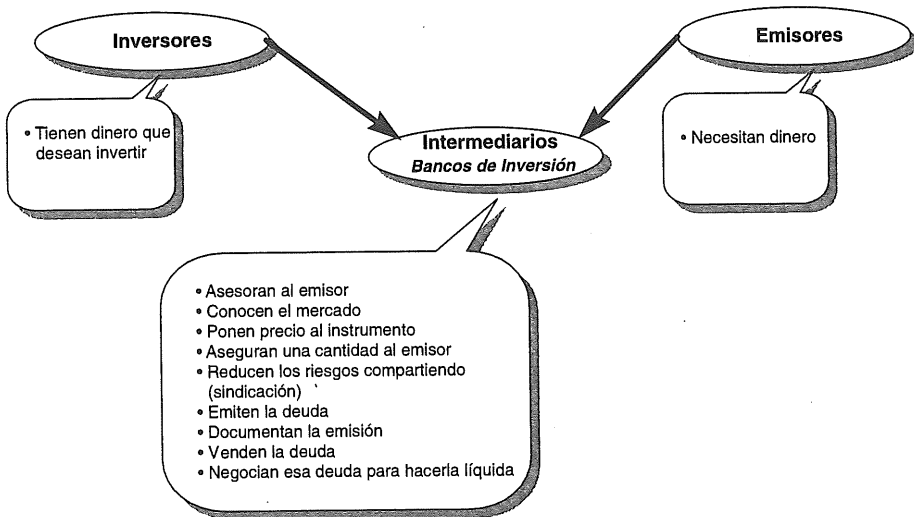
Los más comunes son:

- Bonos convertibles: son bonos convertibles en acciones en una fecha concreta.
- Warrants: son derechos de compra de acciones durante un período determinado.

3. OPERATIVA DE LOS MERCADOS

Existen tres sectores fundamentales para el correcto funcionamiento del mercado de capitales:

- Emisores.
- Inversores.
- Intermediarios.



¿Por qué deben utilizar los emisores un intermediario?

Unos pocos privilegiados emisores no necesitan intermediarios; grandes bancos, bancos de inversión y gobiernos pueden emitir ellos mismos sus activos. Sin embargo, en la mayoría de las ocasiones, los intermediarios son utilizados por tener las siguientes características:

Documentación

Antes de lanzar una emisión, el banco de inversión desarrolla un informe (documentación) que explica en detalle la emisión y una visión del emisor. Esta documentación tiene dos funciones: cumplir la legislación vigente, e informar al inversor de los detalles de la emisión.

Distribución

Como su propio nombre indica, es el paso mediante el cual se distribuye o se vende la emisión. Esta distribución se realiza a clientes institucionales y a particulares, estos últimos, generalmente por medio de las oficinas de los bancos comerciales.

Negociación (trading)

Una vez la emisión pasa a formar parte de los inversores, nos encontramos con lo que se conoce como mercado secundario. Sin embargo, la emisión debe seguir siendo importante para el emisor, pues en el futuro puede desear realizar otra. Una de las características principales que los inversores desean en sus valores es la liquidez, por lo que es recomendable que la negociación de los actuales títulos sea líquida. El *leadmanager* de la emisión es el encargado de dar liquidez al mercado, comprando o vendiendo los títulos cuando sea necesario.

4. EL MERCADO DE CAPITALLES EN EEUU

Este mercado es el más importante del mundo; tanto por su tamaño, como por su influencia sobre el resto de los mercados. Existen, básicamente, cuatro categorías de activos en este mercado:

- Deuda del Gobierno Federal.
- Deuda municipal y de otros entes públicos.
- Emisiones corporativas (empresas).
- Derivados (futuros, opciones y swaps).

Deuda del Gobierno Federal

- Letras del Tesoro (*Treasury bills*) con vencimientos entre tres meses y un año.
- Bonos del Tesoro (*Treasury notes*) con vencimientos entre dos y diez años.

- Obligaciones del Tesoro (*Treasury bonds*) con vencimientos superiores a diez años. Como referencia de liquidez, se suele utilizar el T-Bond, con vencimiento a treinta años.

5. LOS EUROMERCADOS

Son aquellos mercados en los que se emiten títulos, o se ofrecen préstamos, en una divisa diferente a la del país en el que se coloca. El prefijo euro ya no hace referencia a Europa, sino a la naturaleza «internacional» de estos mercados. Carecen de localización física, y las transacciones se realizan entre mesas de tesorerías de diferentes bancos internacionales. Al estar poco controlados, los costes son menores que en los mercados nacionales. La mayor parte de los títulos emitidos suelen cotizarse en la Bolsa de Londres o Luxemburgo.

En la actualidad se negocian tres tipos de activos:

- Euroacciones.
- Eurobonos.
- Euro papel comercial y euroobligaciones a medio plazo.

6. LOS MERCADOS EUROPEOS

Por el momento existen grandes diferencias entre los diferentes mercados europeos, aunque con grandes niveles de correlación entre ellos.

6.1. Alemania

El mercado de renta fija (bonos) alemán es alrededor de cuatro veces mayor, en términos de valor de mercado, que el mercado de renta variable (acciones); este hecho se atribuye generalmente a factores culturales, tales como que los germanos son poco arriesgados.

El mercado de bonos es, de largo, el más grande de Europa y el tercero del mundo (por detrás de Estados Unidos y Japón). En la mayor parte del mercado está representada la deuda del gobierno federal, con tres tipos de bonos.