

## **CAPÍTULO 3**

### **EL ACCESO A BOLSA DE LOS INVERSORES (I). INVERSIÓN AL CONTADO Y A CRÉDITO**

---

### **3.1. INTRODUCCIÓN**

Del mismo modo que una persona, antes de poder conducir un coche, debe aprender el código de circulación, cualquier inversor que desee operar en el mercado bursátil deberá conocer de forma detallada cuáles son las reglas que rigen su funcionamiento: tipos de órdenes existentes, la forma en que se ejecutarán, los gastos que implica realizar una operación, etc. En este capítulo examinaremos estas cuestiones referidas al mercado de acciones español, estudiando las condiciones de acceso al mismo, las distintas modalidades de negociación y la operativa a crédito.

### **3.2. EL ACCESO AL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL**

El acceso al mercado de valores español es completamente libre, tanto para personas físicas como jurídicas, si bien se requiere la intermediación de un miembro del mercado (Sociedad o Agencia de Valores, Entidad Financiera, etc.). La intervención de un miembro del mercado en cualquier transacción bursátil es imprescindible desde el punto de vista jurídico y operativo, siendo éstos quienes en la práctica introducen las órdenes de compra/venta de valores siguiendo las instrucciones de sus clientes.

Sin embargo, la operativa bursátil no está exenta de costes. Cuando realizamos una compra-venta bursátil en el mercado español, debemos asumir tres tipos de costes: las comisiones que la entidad intermediaria aplique, los cánones de contratación de cada Bolsa y los cánones de liquidación de Iberclear. Adicionalmente, hay que tener también en cuenta los gastos de custodia o administración de los valores que tengamos en cartera.

Los cánones que aplican las Sociedades Rectoras en 2012 para el efectivo negociado en el día por un mismo cliente, valor, precio y sentido son los siguientes:

#### **CÁNONES POR OPERACIONES BURSÁTILES EN 2012**

<b>VOLUMEN DE OPERACIONES</b>	<b>CONTRATACIÓN</b>
Hasta 300 euros	1,10 €
De 300,01 a 3.000 euros	2,45 €+ 0,024% s/efect.
De 3.000,01 a 35.000 euros	4,65 €+ 0,012% s/efect.
De 35.000,01 a 70.000 euros	6,40 €+ 0,007% s/efect.
De 70.000,01 a 140.000 euros	9,20 €+ 0,003% s/efect.
Más de 140.000 euros	13,40 €

No obstante, si la suma de esta tarifa para un mismo cliente final, valor y sentido es superior a 125 euros, se tomará el importe menor de entre las siguientes cantidades:

- 0,40 Puntos Básicos (0,4/10.000) sobre el efectivo negociado (con un mínimo de 125 euros).
- La tarifa ya calculada.

Por su parte, el canón por liquidación de Iberclear asciende al 0,0026% sobre el efectivo de la operación, con un mínimo de 0,10 €y un máximo de 3,50 €

Respecto a las comisiones de intermediación bursátil, éstas son fijadas libremente, pudiendo cada miembro del mercado establecer las que le parezcan más oportunas, siempre que se hagan públicas, mediante comunicación previa a la CNMV, y estén a disposición de la clientela con suficiente antelación. En general, si el importe de las transacciones es elevado se opta por el sistema del porcentaje sobre el efectivo, normalmente entre el 0,10% y el 0,60% del monto total de la operación mientras que para las operaciones pequeñas se establece una comisión fija, que suele oscilar entre los 3 y los 9 euros.

Asimismo, el intermediario nos aplicará comisiones por administración o custodia de valores; dichas comisiones suelen oscilar entre el 0,15% y el 0,25% anual sobre el nominal de los valores custodiados.

Finalmente, a todos estos gastos hay añadir algunos adicionales derivados de operaciones concretas tales como el cobro de dividendos, suscripción de valores, conversión de obligaciones, etc.

### **3.3. MODALIDADES DE NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL**

En la actualidad, en relación a la negociación de acciones, son tres las modalidades de formación de precios y ejecución de órdenes que conviven en la Bolsa española:

- ≈ Mercado de Corros
- ≈ Mercado Fixing
- ≈ Mercado Continuo

Pasamos a continuación a estudiar en detalle las características y funcionamiento de cada uno de ellos.

### **3.3.1. EL MERCADO FIXING**

La contratación bajo la modalidad de fixing, implantada en julio de 1998, es una variante del Mercado Continuo diseñada para valores que, aún estando en el Mercado Continuo, no tienen un gran volumen de contratación y, por ende, les falta liquidez para cotizar a lo largo de toda la jornada, concentrándose todas las transacciones de la jornada bursátil en dos instantes del día (12:00 h. y 16:00 h). En 2012 cotizaban en esta modalidad 33 valores.

El mercado fixing consta de dos subastas, una desde las 8:30 horas hasta las 12:00 h, y otra desde el final de la asignación de la primera subasta hasta las 16:00 h, ambas con un cierre aleatorio de 30 segundos. Al final de cada subasta se asignan los títulos tras casar las órdenes, siempre que exista contrapartida, siguiendo los mismos criterios que en el Mercado Continuo, los cuales veremos a continuación. En esta modalidad de contratación se pueden introducir órdenes de mercado, órdenes por lo mejor, órdenes limitadas y órdenes de volumen oculto<sup>1</sup>.

El precio resultante de la segunda subasta es el precio de cierre de la sesión. En caso de que no exista precio de subasta, o se negocien en ésta menos de 200 títulos, el precio de cierre será aquel, de entre los precios correspondientes a las últimas 200 unidades de contratación negociadas, que resulte más cercano a su precio medio ponderado; en caso de que dos precios guarden la misma diferencia respecto a ese precio medio ponderado, se escogerá el último de ellos negociado. En el caso de no haberse negociado durante la sesión 200 títulos, el precio de cierre será el de la sesión anterior.

Dentro de este mercado, cabe destacar la reciente reconversión del Mercado de Corros en el cual se realizaba la negociación de viva voz. Si bien históricamente este tipo de negociación supone el origen de la Bolsa, en los últimos años el mercado deorros cada vez ha ido teniendo menos importancia ya que en él se negocian sólo empresas de baja capitalización bursátil y poca liquidez, generalmente de carácter regional. Finalmente en julio de 2009 se decidió que este mercado también debía realizar la negociación de manera electrónica, pasando a estar dentro de la modalidad Fixing.

---

<sup>1</sup> El significado de estas órdenes se verá en el siguiente epígrafe.

### **3.3.2. MERCADO CONTINUO (SIBE)**

El Mercado Continuo comenzó a funcionar en 1989 tras la entrada en vigor de la Ley 24/1.988 del Mercado de Valores, que permitió y estimuló la contratación electrónica. Inicialmente se incorporaron a esta forma de contratación unos pocos valores, los de mayor contratación; posteriormente se han ido incorporando la mayor parte de los valores, a excepción de los contratados en corros, concentrando actualmente el 99% de la contratación total de renta variable de las Bolsas españolas.

La negociación de los valores cotizados en el Mercado Continuo se realiza a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), sistema electrónico desarrollado y administrado por Sociedad de Bolsas S.A., en la cual participan al 25% cada una de las cuatro Bolsas españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). Mediante este sistema, cualquier operador miembro del mercado puede acceder al sistema e introducir sus órdenes a través de una terminal que a su vez, está conectada con un ordenador central que procesa y ordena, de acuerdo con el precio y el tiempo de introducción de la orden, la totalidad de las órdenes existentes en el mercado.

#### **3.3.2.1. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO CONTINUO**

##### **Horario**

El Mercado Continuo funciona todos los días laborables de lunes a viernes de 8:30 h. a 17:35 h. Dicho horario podemos dividirlo en tres fases:

- Subasta de Apertura (8:30h - 9:00 h.)
- Mercado Abierto (9:00 h. - 17:30 h.)
- Subasta de Cierre (17:30 h. - 17:35 h.)

En el caso de Latibex, el horario varía ligeramente: así, la subasta de apertura se desarrolla entre las 8:30 h. y las 11:30 h., mientras que de 11:30 h. a 17:30 h. permanece en situación de Mercado Abierto; finalmente a las 17:30 h. se fijan los precios de cierre de la sesión, calculados como el punto medio de la mejor posición de compra y el de venta, redondeado al alza.

### Tipología de órdenes

Se admiten tres tipos de órdenes durante el mercado abierto y las subastas:

- **Orden de Mercado (*Market Order*):** orden sin precio de oferta/demanda. Como regla general, la orden se negocia “barriendo” a los precios del lado contrario. Si no encuentra contrapartida, queda en el libro posicionada como orden de mercado, es decir, sin precio limitado.
- **Orden Limitada (*Limit Order*):** orden a ejecutar a su precio límite o a un precio mejor.
- **Orden Por Lo Mejor (*Market to Limit Order*):** orden que se limita al mejor precio del lado contrario. La parte no ejecutada se sitúa en el libro como orden limitada a dicho precio. En el caso de que no existiese contrapartida, el sistema no admite la orden. Durante las subastas se comporta como una orden de mercado.

Adicionalmente, durante la fase de Mercado Abierto, podrán especificarse para todas las órdenes las siguientes restricciones de ejecución:

- **Ejecutar o Anular (*E&E Order*):** condición que especifica que la orden debe ejecutarse inmediatamente, anulándose la parte que no se pueda ejecutar.
- **Todo o Nada (*Fill or Kill Order*):** condición que especifica que una orden debe ser ejecutada en su totalidad; en caso contrario, la orden no se negociará.
- **Orden con Volumen Mínimo:** condición por la que se especifica en la orden un volumen mínimo de títulos a ejecutar; de lo contrario, dicha orden no se ejecutará.

Asimismo, el operador dispone de la posibilidad de lanzar al sistema **órdenes con volumen oculto** (también conocidas como órdenes *iceberg*) las cuales permiten a los participantes en el mercado introducir órdenes de gran volumen sin revelar la cantidad completa al mercado, lo cual resulta especialmente interesante para órdenes de gran tamaño pues, de esta manera, se evitan movimientos de precios adversos. Al introducir la orden el operador deberá mostrar una cantidad igual o superior a 250 títulos, independientemente del tamaño de la orden. Una vez que el volumen mostrado es negociado, salta al mercado otra unidad de volumen mostrado del mismo tamaño como orden nueva.

La contratación se realiza en euros, con hasta cuatro decimales. En particular, en la Contratación General, Latibex y Fondos Cotizados los valores podrán cotizar con una variación mínima de precios de 0.1, 0.5, 0.01, 0.05, 0.001, 0.005, 0.0001 y 0.0005 euros.

La variación mínima de precios de cada valor será determinada por la Comisión de Contratación y Supervisión en función del precio unitario y de la liquidez de cada valor, con el fin de facilitar una formación de precios más eficiente, siendo comunicada al mercado mediante Instrucción Operativa.

Al introducir la orden se debe indicar la validez de las órdenes que, por defecto, es de una sesión bursátil si bien se puede señalar una fecha concreta con un plazo máximo de 90 días naturales contados desde su fecha de introducción.

Una modificación de las órdenes conlleva, asimismo, una nueva prioridad de tiempo (esto es, queda por detrás de otras órdenes pues se genera un nuevo número de orden) si se modifica el precio límite o si la modificación tiene un impacto negativo sobre la prioridad de la ejecución de otras órdenes en el libro (por ejemplo, un incremento del número de títulos de una orden existente). Cualquier modificación en las restricciones a la negociación de una orden también genera un nuevo número de orden. Por el contrario, la prioridad de tiempo de una orden se mantiene si el número de títulos de la orden se reduce.

### **Operaciones Especiales**

Asimismo, cabe señalar las siguientes operaciones especiales admitidas por el SIBE:

- **Aplicación:** se trata del procedimiento por el cual, cuando un miembro de mercado recibe una orden de compra y otra de venta sobre el mismo valor, las casa a precio de mercado sin necesidad de buscar contrapartida, debiendo hacer constar públicamente que la operación realizada es una aplicación. Las aplicaciones no pueden efectuarse si en el mercado existe una contrapartida de precio más ventajoso para el comprador o el vendedor.
- **Contratación por Bloques:** se trata de operaciones que implican un gran volumen (ya sean aplicaciones o cruce de operaciones) realizadas durante la fase de Mercado Abierto en el denominado Mercado de Bloques, segmento especial del mercado creado para la negociación de grandes paquetes de acciones.

Las ventajas de la contratación por bloques para los inversores institucionales son obvias: si, por ejemplo, un fondo de inversión diese una orden de compra de acciones por un volumen total superior a 2.000.000 de euros, lo tendría muy difícil para encontrar una contrapartida de la misma cantidad en el mercado, por lo que dicho inversor tendría que comprar pequeños paquetes de acciones, seguramente a diferentes precios, lo que repercutiría en el coste final de la operación. La contratación por bloques elimina este problema, permitiendo la posibilidad de colocar un paquete de gran volumen en el Mercado de Bloques, a un único precio y soportando el coste de una única operación.

Dentro de la contratación por bloques podemos distinguir dos modalidades:

- Bloques Parametrizados: se trata de operaciones por un importe mínimo de 500.000 € y representar, al menos, el 5% del volumen medio de contratación diaria del valor. La variación máxima permitida es del  $\pm 15\%$  con respecto al precio estático del valor.
  - Bloques Convenidos (sólo valores incluidos en el IBEX 35): se trata de operaciones cuyo volumen mínimo efectivo se calcula en función del volumen medio de contratación diaria de cada valor en el último año natural cerrado; por su parte, la oscilación máxima de precios será del  $\pm 1\%$  con respecto a la media ponderada de la horquilla de precios existente en el mercado abierto.
- **Operaciones Especiales fuera de horario de mercado:** desde las 17:40 h. y hasta las 20:00 h. pueden realizarse operaciones y aplicaciones a precio convenido siempre que se trate de órdenes de un solo inversor cuyo volumen sea superior a los 300.000 € y representen, al menos, el 20% de la media diaria del último trimestre natural cerrado; asimismo, el precio al que se realice la operación no puede producir una desviación superior al  $\pm 5\%$  respecto del precio de cierre. En este mercado, también se introducen las operaciones procedentes del ejercicio o vencimiento de los contratos de opciones y futuros contratados en MEFF RV.



### **Fases del Mercado Continuo**

Una vez conocemos la tipología de órdenes que admite el SIBE, pasamos a analizar en detalle cada una de las tres fases de que se compone una sesión bursátil típica en el mercado de valores español:

#### **Subasta de Apertura (8:30 h. - 9:00 h.)**

La sesión se inicia con una subasta de apertura durante la cual los participantes pueden introducir, modificar o cancelar órdenes, si bien dichas órdenes no se ejecutan hasta el final de la subasta. Durante esta fase se pueden introducir órdenes limitadas, órdenes por lo mejor y órdenes de mercado. Las órdenes pueden llevar la condición de volumen oculto, pero no de ejecución mínima, todo o nada, ni ejecutar o anular. Todas las órdenes de días anteriores que permanecen en el libro de órdenes<sup>2</sup> y las introducidas durante la subasta de apertura participan en la misma.

Las normas de formación de precios en la subasta de apertura (y, en general, en cualquier subasta) son las siguientes:

- Se elige el precio al que se negocien un mayor número de títulos.
- Si hay dos o más precios a los que puede negociarse un mismo número de títulos, el precio elegido será aquel que produzca un menor desequilibrio, entendido como la diferencia entre el volumen ofrecido y el volumen demandado susceptible de negociarse a un mismo precio.
- Si las dos condiciones anteriores coinciden, se escoge el precio del lado que tenga más volumen de títulos, es decir el lado que tenga una mayor presión de mercado.
- Si las tres condiciones anteriores coinciden, se escogerá como precio de la subasta, el más cercano al último negociado. En el caso de que dicho precio esté dentro de la horquilla de los precios potenciales de subasta (mayor y menor límite), se tomará el último negociado. Si no hay último precio, o éste se encuentra fuera de la horquilla de precios del rango estático, se elegirá como precio último el precio estático (consultar apartado Subastas por Volatilidad y Rangos de Precios).

---

<sup>2</sup> El libro de órdenes es un registro electrónico que, en orden cronológico, recoge todas las órdenes de compra o venta introducidas en el SIBE especificando las siguientes características: número de orden, fecha y hora de recepción, código del miembro ordenante, condiciones de cantidad y precio y condiciones especiales de ejecución.

A la hora de asignar los títulos tras la subasta de apertura, debemos tener en cuenta que existen los siguientes criterios:

- Tienen prioridad las órdenes de mercado, órdenes por lo mejor y órdenes con un precio límite mejor que el primer precio.
- A continuación se negocian las órdenes limitadas cuyo precio coincida con el precio de subasta, asignándose los títulos en función de la antigüedad de las órdenes.
- Las órdenes no completadas o aquellas que por precio no hayan participado en la asignación, quedarán colocadas en el Sistema por prioridad de precio y tiempo de introducción.
- Las órdenes de volumen oculto pierden su prioridad temporal en la asignación por la parte no mostrada exclusivamente.

El SIBE muestra en cada momento cuál sería el precio al que se negociarían las ordenes si en ese momento se iniciara la contratación; así mismo, durante la subasta también se calcula y publica el valor del Ibex 35, así como del resto de los Ibex sectoriales.

La asignación de títulos comienza en un momento aleatorio dentro de los 30 segundos siguientes a las 9:00:00 h. Al comenzar la asignación de títulos el libro de órdenes queda congelado por unos segundos mientras se ejecuta un algoritmo que determina en qué segundo se producirá la asignación de títulos. Hasta el momento en el que el proceso de asignación finaliza, no es posible introducir, modificar o cancelar órdenes. Una vez finalizada la asignación de títulos, los miembros reciben información de la ejecución (total o parcial) de sus órdenes, así como del precio de apertura, volumen y hora de cada negociación, si bien durante este periodo no se envía la identidad del miembro contra el que se ha ejecutado la orden, ya que durante las subastas el mercado es anónimo.

#### **Mercado Abierto (sesión operativa de 9:00 h. a 17:30 h.)**

Tras la subasta de apertura comienza la fase de mercado abierto para los valores, pudiéndose introducir, modificar o cancelar órdenes. Todas las órdenes no ejecutadas en la subasta de apertura permanecerán en el libro de órdenes, respetándose su antigüedad en el sistema; asimismo, los valores que no hayan fijado precio en la subasta de apertura, también quedan en situación de mercado abierto. Durante esta fase de la contratación, los miembros reciben información de la ejecución de órdenes y de quienes las ejecutan, último precio negociado, volumen total y posiciones de compra y venta con su respectivo volumen asociado.

Las nuevas órdenes de compra o venta que se vayan produciendo se colocan automáticamente en función de los criterios de mejor precio y antigüedad en el sistema informático. Una vez introducidas, las órdenes pueden ser negociadas en su totalidad (en uno o varios pasos), parcialmente o no ser ejecutadas: ello implica que cada orden entrante nueva puede generar una o varias negociaciones. Las órdenes o partes no negociadas de las mismas se sitúan en el libro de órdenes siguiendo la prioridad precio/tiempo y se ejecutan según el mismo criterio.

Las reglas de negociación que rigen esta fase del mercado son las siguientes:

*Regla nº 1*

Si una orden entrante (limitada o de mercado) se encuentra en el lado contrario una orden limitada, será esta última la que determine el precio de la negociación. La parte no ejecutada se negociará al precio de la siguiente orden limitada.

Ejemplo:

**TEF - Último precio: 14 €**

COMPRA		VENTA
<b>Volumen Compra</b>	<b>Precio</b>	Se introduce una orden de venta de 50 títulos a Precio de Mercado
100	14.01	

Se negociarán 50 títulos a 14.01 € quedando a la compra los 50 títulos de la orden limitada a 14.01 €

*Regla n° 2*

Si se introduce una orden de mercado y en el lado contrario sólo hay órdenes de mercado, se negociarán al precio de la última negociación. Si no hay último precio, o éste se encuentra fuera de la horquilla de precios del rango estático, se elegirá como último precio el precio estático. En el caso de que la orden no se ejecute en su totalidad, la parte no negociada queda posicionada en el libro como orden de mercado.

Ejemplo:

**ACS - Último: 28 €**

COMPRA	VENTA	
	Precio	Volumen Venta
Se introduce una orden de compra de 395 títulos a Precio de Mercado	Precio Mercado	200

Se negocian 200 títulos a 28 € y quedan pendientes de compra 195 títulos.

*Regla n° 3*

Si se introduce una orden de mercado y en el otro lado del libro hay órdenes de mercado y órdenes limitadas, se negociarán al último precio o al mejor de las limitadas. El resto se negociará al siguiente mejor precio.

Ejemplo:

**ZEL - Último precio: 4.75 €**

COMPRA		VENTA
Volumen Compra	Precio	
1.000	Precio Mercado	Se introduce una orden de venta de 1.600 títulos a Precio de Mercado
500	4.79	
200	4.72	

Se negocian 1.000 títulos de la orden de mercado a 4.79 €(mejor precio de las limitadas existentes en el libro) y 500 títulos de la orden limitada también a 4.79 €, finalmente, se negocian 100 títulos a 4.72 €(siguiente mejor orden limitada), quedando 100 títulos pendientes de compra a 4.72 €

Por el contrario, si se introduce una orden limitada y en el otro lado del libro sólo hay órdenes de mercado, se negociará al precio último o al de la orden limitada si es mejor que éste.

Ejemplos:

**A) BBVA - Último precio: 13.05 €**

COMPRA		VENTA
Volumen Compra	Precio	Se introduce una Orden Limitada de 100 títulos a 13 €
1.000	Precio Mercado	

Se negocian 100 títulos a 13.05 € (el precio de la orden limitada no es mejor que el último negociado pues vendería los títulos a 13 €), quedando 900 títulos a la compra a precio de mercado.

**B) ABE - Último precio: 14.99 €**

COMPRA		VENTA
Volumen Compra	Precio	Se introduce una Orden Limitada de 500 títulos a 15.01 €
2.000	Precio Mercado	

Se negocian 500 títulos a 15.01 € (ya que, en este caso, sí es mejor el precio de la orden limitada) quedando 1.500 títulos a la compra a precio de mercado.

Finalmente, si se introduce una orden limitada y en el otro lado del libro hay órdenes de mercado y órdenes limitadas, se negociará al último precio o al mejor de las limitadas. El resto se negociará al siguiente mejor precio.

**Ejemplo**

**SPS - Último precio: 1.61 €**

COMPRA		VENTA
Volumen Compra	Precio	Se introduce una Orden Limitada de venta de 3.600 títulos a 1.60 €
1.200	Precio Mercado	
800	1.62	
250	1.60	

Se negocian 1.200 títulos de la orden de mercado a 1.62 €(mejor precio de las órdenes limitadas) más 800 títulos de la orden limitada a 1.62 €, finalmente, se negocian 250 títulos a 1.60 € (siguiente mejor precio), quedando 1.350 títulos pendientes de venta a 1.60 €

En todos los casos contemplados dentro de la Regla nº 3, si no hay último precio, o éste se encuentra fuera de la horquilla de precios del rango estático, se elegirá como último precio, el precio estático.

#### *Regla nº 4*

Si se introduce una orden por lo mejor y en el lado contrario hay órdenes de mercado y limitadas, asumirá el mejor precio del lado contrario y negociará a este precio tanto con la orden de mercado como con la limitada.

#### **Ejemplo**

**FCC - Último precio: 32.5 €**

COMPRA		VENTA
Volumen Compra	Precio	Se introduce una orden Por Lo Mejor de 1.000 títulos
750	Precio Mercado	
90	32.6	
20	32.4	

Se negocian 750 títulos de la orden de mercado a 32.6 € más 90 títulos a 32.6 € de la orden limitada a 32.6 €, quedando pendientes de compra 20 títulos a 32.4 € y pendientes de venta 160 títulos a 32.6 €

#### **Subasta de Cierre (17:30 h. - 17:35 h.)**

La sesión finaliza con una subasta de 5 minutos, con las mismas características que la subasta de apertura, entre las 17:30h y las 17:35h, con un cierre aleatorio de 30 segundos entre las 17:35:00 y las 17:35:30 h. El precio resultante de esta subasta es el precio de cierre de la sesión. En caso de que no exista precio de subasta, o bien, que se negocien en ésta menos de 500 títulos, el precio de cierre será, de entre los precios correspondientes a las 500 últimas unidades de contratación negociadas, el que resulte más cercano a su precio medio ponderado y, en caso de que los dos precios guarden la misma diferencia con ese precio ponderado, el último de ellos negociado. En el caso de no haberse negociado durante la sesión 500 unidades de contratación, el precio de cierre será el de la sesión anterior.

#### **Extensiones de las Subastas de Apertura y de Cierre**

Tanto la Subasta de Apertura como la de Cierre pueden tener extensiones, las cuales tienen una duración de 2 minutos con un cierre aleatorio de 30 segundos. Dichas extensiones se producen cuando el precio resultante de una Subasta de Apertura o de Cierre se sitúa en el límite del rango estático, o en el límite o fuera del rango dinámico.

Asimismo puede darse una situación en la que, bien por rango estático o dinámico, salta una Subasta por Volatilidad dentro de un periodo de tiempo inferior a 5 minutos antes del inicio de la Subasta de Cierre; en este caso, la Subasta por Volatilidad se solapará con la de Cierre del mercado.

### **Normas de variación de precios. Subastas por volatilidad**

Las normas de variación permitida de los precios de las acciones cotizadas se han modificado en varias ocasiones a lo largo del tiempo. En la actualidad, la variación mínima de precios en el SIBE es de 0.01 € para valores que coticen por debajo de 50 euros y de 0.05 € para aquellos valores cuyo precio de cotización es igual o superior a 50 euros.

Respecto a la variación porcentual máxima permitida en el precio de las acciones, se ha establecido un sistema de gestión de variación de los precios en el que no existe virtualmente límite alguno para las subidas o bajadas de un valor durante la sesión. Dicho sistema se basa en los denominados rangos estáticos y dinámicos de precios:

- Los **rangos estáticos** representan la variación porcentual máxima permitida tanto al alza como a la baja respecto del precio estático, entendiéndose como tal el precio fijado en la última subasta (por tanto, al inicio de la sesión, el precio estático coincide con el precio de cierre de la sesión anterior). Mediante los rangos estáticos se controla el límite máximo de variación de los títulos al comienzo de la sesión.

Existen unas categorías estandarizadas de posibles rangos estáticos y éstas son las siguientes:  $\pm 4\%$ ,  $\pm 5\%$ ,  $\pm 6\%$ ,  $\pm 7\%$  y  $\pm 8\%$ . No obstante en algunos valores volátiles, estos valores pueden llegar hasta el  $\pm 20\%$

Los rangos estáticos funcionan durante toda la sesión, no permitiéndose la ejecución de órdenes limitadas de compra cuyo precio supere el máximo del rango estático ni órdenes limitadas de venta cuyo precio sea inferior al mínimo de ese mismo rango.

- Por su parte, los **rangos dinámicos** representan la variación porcentual máxima permitida tanto al alza como a la baja respecto del precio dinámico, entendiéndose como tal el precio fijado en la última negociación; dicho precio puede ser el resultado de una subasta (coincidiendo, por tanto, con el precio estático) o de una negociación realizada en mercado abierto. Mediante los rangos dinámicos se controla la variación máxima permitida entre dos operaciones de compra-venta consecutivas.



Existen unas categorías estandarizadas sobre posibles rangos dinámicos que son:  $\pm 1\%$ ,  $\pm 1.5\%$ ,  $\pm 2\%$ ,  $\pm 2.5\%$ ,  $\pm 3\%$ ,  $\pm 3.5\%$ ,  $\pm 4\%$  y  $\pm 8\%$ . No obstante en algunos valores volátiles, estos valores pueden llegar hasta el  $\pm 18\%$

Los rangos dinámicos sólo son operativos durante la fase de Mercado Abierto y en la subasta de cierre, no activándose en la subasta de apertura del mercado, en las subastas por volatilidad o en las extensiones de las subastas de apertura o cierre.

Los rangos estáticos y dinámicos son calculados mensualmente y publicados por Sociedad de Bolsas<sup>3</sup>, utilizando para ello la volatilidad histórica reciente, en el caso de los rangos estáticos, y la serie histórica de variaciones de precios durante la sesión, en el caso de los rangos dinámicos, de los títulos cotizados por lo que son únicos para valor.

Cuando un valor trata de negociar un precio que se sitúa fuera de alguno de los dos rangos se inicia lo que se denomina una **Subasta por Volatilidad**. En caso de que la activación de la subasta se produzca por ruptura del rango dinámico, se mantiene a lo largo de la misma el precio estático vigente hasta ese momento. Por el contrario, en caso de activación de una subasta de volatilidad por ruptura del rango estático, el precio causante de la ruptura pasa a ser el nuevo precio estático. La duración de dichas subastas es de 5 minutos, finalizando con un cierre aleatorio de 30 segundos durante los cuales en cualquier momento, y sin previo aviso, se termina la subasta y se produce el proceso de asignación de títulos (cruce de operaciones al precio de equilibrio calculado en la subasta). El precio resultante de estas subastas es el nuevo precio estático y dinámico del correspondiente valor.

La fijación del precio de equilibrio al final de la subasta se realiza utilizando las mismas reglas utilizadas en las Subastas de Apertura y Cierre si bien las Subastas por Volatilidad, al contrario que aquellas, nunca tienen extensiones.

---

<sup>3</sup> Puede consultarse la lista detallada de los rangos estáticos y dinámicos de los valores que cotizan en el SIBE en las Instrucciones Operativas publicadas mensualmente en <http://www.sbolsas.es>.

En el caso de derechos de suscripción, éstos sólo llevan asociado un rango estático el cual variará en función de su precio de referencia, de tal modo que:

- si el precio de referencia del derecho de suscripción es igual o inferior a 0.10 € el rango estático será del 500%.
- si el precio de referencia del derecho de suscripción es superior a 0.10 € el rango estático será del 100%.

Veamos a continuación un ejemplo de cómo funcionan las Subastas por Volatilidad en la práctica:

Supongamos que las acciones de Jazztel cerraron el día anterior a 0.25 € y que sus rangos estático y dinámico son del 18% y del 10% respectivamente.

En la subasta de apertura, las acciones de Jazztel llegan al tope permitido por su rango estático (en este caso, de 0.30 €) y el dinero presiona en 0.30 € sin haber contrapartida en papel; en ese caso el valor no puede abrir en mercado y se inicia una nueva subasta, con un precio de oscilación permitido de  $\pm 18\%$  desde 0.30 €

Una vez terminada la subasta de apertura, supongamos que el valor abre a 0.28 € marcando una subida del 12% respecto del cierre del día anterior. El precio de 0.28 € se convierte en el nuevo precio estático de referencia, desde donde podrá fluctuar libremente un  $\pm 18\%$ .

Posteriormente, durante la fase de Mercado Abierto, puede ocurrir que el valor suba desde el precio estático marcado en la apertura (0.28 €) un 18% hasta 0.33 € el límite permitido por el rango estático establecido para Jazztel. En ese momento la cotización se detendría automáticamente y comenzaría una subasta de volatilidad de 5 minutos. Después de ésta, se produce un cruce que marca el nuevo precio estático y dinámico de referencia desde el cual podrá oscilar otro  $\pm 18\%$ . El precio de cruce tras la subasta de volatilidad, por ejemplo 0.38 € será el nuevo precio de referencia estático y los límites de fluctuación permitidos serán (0.31; 0.45).

El valor continúa cotizando, cruzándose órdenes normalmente; pero en un momento de alta volatilidad, el precio marcado por Jazztel es de 0.32 € y el papel siguiente se encuentra a un precio de 0.39 €. En ese caso, no se podrá cruzar ninguna orden a 0.39 € ya que eso rompería el rango dinámico establecido del 10%. En ese instante, el sistema iniciará una subasta de volatilidad durante la que se mantendrá el mismo precio estático que había (0.38 €) y límite de oscilación del  $\pm 18\%$  sobre éste. Después de esta subasta, obtendremos un nuevo precio de cruce, que pasa a ser el precio estático y dinámico a efectos de nuevos cálculos. El valor sigue cotizando normalmente hasta llegar a la subasta de cierre.

Finalmente, tras el desarrollo normal de la sesión, llegamos a la subasta de cierre. Supongamos que el último precio marcado a las 17:30 h. es de 0.30 €. En ese instante comienza la subasta de cierre, de 5 minutos de duración. Si una vez finalizado el período de subasta, el precio resultante alcanza o supera el rango dinámico, o se encuentra en el límite del rango estático, el sistema no realiza la asignación automática de títulos y el valor pasa a extensión de subasta de cierre. En el caso de Jazztel, si el precio que se marcara en la subasta fuese superior a 0.33 € (límite establecido por el rango dinámico de un 10% sobre el precio de cierre de 0.30 €), se produciría una extensión de la subasta de cierre.

### **3.4. COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES BURSÁTILES**

Inmediatamente después de que las operaciones han sido casadas en el mercado, los miembros del mercado que hayan intervenido en las mismas deben comunicar a Iberclear, a través de los medios técnicos de las Bolsas de Valores, los importes, cambios y la cantidad de valores que se correspondan con dichas operaciones.

El plazo para realizar la comunicación de dichos desgloses comprende desde el momento en el que las operaciones han sido realizadas hasta la tarde del día siguiente a aquél en que ha tenido lugar la contratación (es decir, desde el momento en que se produce la operación en el día D y hasta la tarde del día D+1). Posteriormente Iberclear pone esta información a disposición de las entidades adheridas designadas como liquidadoras con objeto de que acepten o rechacen las operaciones antes de la mañana del día D+2.

El proceso finaliza con la liquidación efectiva de las operaciones de compraventa realizadas en el mercado tres días hábiles después de la fecha de negociación (D+3). La liquidación de efectivo se realiza siempre en el Banco de España, de forma que aquellas entidades que no dispongan de cuenta de tesorería en el mismo deben domiciliar su liquidación en alguna otra entidad que sí disponga de ella, siempre y cuando tal condición sea puesta en conocimiento de Iberclear y del Banco de España.

### **3.5. LA REDIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN BURSÁTIL**

El SIBE dispone de un sistema de difusión de información especializada destinado a difundir en tiempo real información detallada de lo que sucede en el mercado, tanto desde el punto de vista de las negociaciones que se van sucediendo en el mismo como del libro de órdenes del sistema. Así, este flujo de información informa en tiempo real de cada negociación que se produce en el mercado, de cada variación en los índices IBEX y de la evolución que va teniendo el libro de órdenes a lo largo de la sesión. En particular, se ofrecen los siguientes contenidos:

- Negociaciones, informándose del precio, volumen y miembros que han intervenido en la negociación.
- Libro de órdenes, mostrando las 5 mejores posiciones de compra y venta.
- Información en tiempo real de los índices IBEX.

Paralelamente a la información ofrecida por el propio sistema SIBE, los operadores, gestores e inversores en general cuentan con otras fuentes de información, tales como Infobolsa, Reuters, Bloomberg o Visual Chart, que redifunden la información del SIBE, así como de otros mercados, en tiempo real. Esta información puede seguirse tanto numéricamente como a través de gráficos proporcionados por el mismo sistema de información. En la página siguiente presentamos algunos ejemplos de cómo se muestra esta información en pantalla:

IBEX-35 Último 7.886,4 Dif. % 0,55% Rent. del a. -7,94% Hora 17:38:00

Inicio Rentabilidad Riesgos Estructura Fundamentales A. Técnico Analistas

Precio Volumen Max-Min

Descripción	Último	Dif. %	Estrellas VCG
ABENGOA "B"	2,640	-1,23%	
ABERTIS INFR	11,700	0,69%	★★★★★
ACCIONA	47,585	0,52%	★★★★
ACERINOX	8,275	2,92%	★★★★
ACS CONST.	16,425	-0,27%	★★★★★
AMADEUS IT	19,010	-0,47%	★★★★
ARCEL.MITTAL	11,715	2,76%	★★★★
B. SABADELL	1,888	0,53%	★★★★★
B.POPULAR	1,198	-0,42%	★★★★★
BANKIA	1,163	0,26%	★★
BANKINTER	3,066	0,49%	★★★★
BBVA	6,453	0,25%	★★★★
BOLSAS Y MER	16,480	-0,90%	★★★★★
CAIXABANK	2,935	0,51%	★★★★★
DIA	4,786	2,48%	★★★★★
ENAGAS	15,345	0,03%	★★★★★
ENDESA	16,500	0,49%	★★★★★
FCC	10,145	0,64%	★★★★★
FERROVIAL	10,950	0,46%	★★★★
GAMESA	1,580	0,38%	★★★★★
GAS NATURAL	12,080	0,92%	★★★★★
GRIFOLS	26,380	-1,42%	★★★★
IBERDROLA	3,991	0,03%	★★★★★
INDITEX	99,450	1,03%	★★★★★
INDRA A	8,868	0,77%	★★★★
INT.AIRL.GRP	2,029	0,10%	★★★★★
MAPFRE	2,127	-0,51%	★★★★★
MEDIASET ESP	4,219	1,81%	★★★★★
OBR.H.LAIN	20,465	1,39%	★★★★★
RED ELE.CORP	36,390	0,59%	★★★★
REPSOL	15,530	0,71%	★★★★★
SACYR VALLEH	1,520	-0,78%	★★★★★
SANTANDER	5,813	0,41%	★★★★★
TEC.REUNIDAS	38,425	1,41%	★★★★
TELEFONICA	10,265	1,03%	★★★★

Resumen Destacados Alertas Oferta y Demanda

IBEX-35

Último 7.886,4 Dif. % 0,55% Rent. del a. -7,94% Hora 17:38:00

Capitalización de Mercado: 28.101,10



27 8

Suben Se mantienen Bajan

Noticias

- 01/11/2012 17:26 Iberdrola firma un contrato eléctrico en Kenia
- 01/11/2012 13:49 Anulada una cobertura del BBVA a una empresa
- 01/11/2012 11:04 Bankinter reitera comprar para BBVA
- 01/11/2012 10:34 UBS sube Gas de 12 a 12,5 y reitera neutral
- 01/11/2012 8:57 Societe Generale sube Abertis de mantener a comprar y de 10,2 a 13
- 31/10/2012 16:43 Ferrovial vende un 5,72% de aeropuertos británicos
- 31/10/2012 16:34 Indra gestionará la red eléctrica dominicana
- 31/10/2012 10:46 FCC construirá un circuito en Gales
- 31/10/2012 9:40 HSBC reitera neutral para GAMESA
- 31/10/2012 9:08

### 3.6. LA INVERSIÓN A CRÉDITO

Una alternativa a la inversión al contado en acciones la constituye la operativa a crédito, en la que una entidad concede un crédito de efectivo destinado exclusivamente a adquirir títulos, o presta los valores que un inversor ya ha vendido sin tenerlos, a fin de recomprarlos después a un precio mejor para devolverlos al prestamista. Esta forma de invertir posee dos ventajas muy claras: por un lado, la inversión a crédito permite apalancar nuestras decisiones de inversión pues el inversor puede dar órdenes de compra/venta por un importe superior al efectivo/títulos de que dispone, obteniéndose así unos resultados (tanto ganancias como pérdidas) muy superiores a los que se obtendrían si realizara la operación al contado. Por otro lado, la posibilidad de realizar ventas a crédito permite obtener rentabilidades positivas en momentos en los que la Bolsa baja, pudiendo el inversor adquirir posteriormente los títulos que vendió a un precio más bajo a fin de reponerlos.

Si bien todas las Empresas de Servicios de Inversión pueden desarrollar este tipo de operativa, siempre que tengan declarada e inscrita en la CNMV esta actividad, en la práctica es RBC-Dexia Investor Services<sup>4</sup>, banco especializado en materia bursátil el que viene desarrollando la mayor parte de este tipo de operaciones. El modelo de operaciones a crédito (denominado **CrediBolsa**) cuenta siempre con los siguientes participantes:

- **El inversor**, cliente de algún intermediario financiero autorizado que pretende obtener financiación, ya sea de efectivo o de títulos
- **El prestamista (RBC-Dexia)**, responsable de financiar la operación anticipando el efectivo (caso de compra a crédito) o los títulos necesarios (caso de venta a crédito).
- **El administrador de la operación** o intermediario financiero del cual es cliente el inversor. Interviene en la operación poniendo a disposición de RBC-Dexia, por cuenta de su cliente, las garantías suficientes y realizando la liquidación oportuna de títulos ante Iberclear.

---

<sup>4</sup> Esta entidad se denominaba Bancoval hasta que en 2006, como consecuencia de la *joint venture* entre Dexia y Royal Bank of Canada, pasó a denominarse RBC Dexia Investor Services España.

### **3.6.1. CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL CRÉDITO AL MERCADO**

Cualquier persona tanto física como jurídica puede operar a crédito en el mercado bursátil español. El inversor únicamente tendrá que cumplimentar un contrato con la entidad prestamista a través de su intermediario habitual. Una vez formalizado este contrato, el inversor podrá comprar o vender a crédito con total normalidad, siempre que advierta de ello a su intermediario en el momento de la operación.

Las comisiones que se cargan en las operaciones a crédito son:

- La comisión de apertura, un 0.10% (con un mínimo de 6 euros y un máximo de 150 euros).
- La comisión habitual que carga el intermediario financiero por compra-venta de valores.

#### **Valores sobre los que se puede operar a crédito**

Se puede operar a crédito sobre los 35 valores que conforman el IBEX 35 por un importe mínimo de 1.202,02 € siendo el importe máximo del crédito el establecido en el contrato de cada inversor.

#### **Crédito concedido**

RBC-Dexia concede automáticamente un crédito por importe del 75% del efectivo de la operación, aportando el inversor una garantía inicial fijada en el 25% del total.

#### **Plazos de las operaciones a crédito**

Las compras y ventas con crédito al mercado no tienen un plazo mínimo de duración, pudiendo realizarse en cualquier momento. Por el contrario, si tienen un plazo máximo de duración el cual dependerá de la fecha de contratación.

En particular, para las compras o ventas realizadas durante la primera quincena del mes, el vencimiento inicial es el último día hábil del mismo mes, con la posibilidad de ampliar este plazo por dos prorrogas mensuales, de tal forma que la duración máxima estará entre los dos meses y medio y los tres meses.

En el caso de las compras y ventas realizadas durante la segunda quincena del mes, el vencimiento inicial será el último día hábil del mes siguiente, teniendo también derecho de prorrogar el crédito por dos veces, llegando en el caso extremo a durar el crédito hasta tres meses y medio.



### **Cancelación de Operaciones a Crédito**

El inversor, tanto comprador como vendedor, puede en cualquier momento, antes de la fecha de su vencimiento inicial o del vencimiento de su prórroga, cancelar la operación de crédito, mediante la realización de la operación de signo contrario a la que tiene a crédito (en el caso de la compra a crédito mediante la venta de los títulos y posterior devolución de efectivo, y en el caso de la venta a crédito mediante la compra de los títulos prestados para su posterior devolución). La cancelación deberá ser notificada al intermediario para que aplique su resultado a la cancelación de la operación de crédito y la distinga de una operación normal de Bolsa. Asimismo, es posible realizar cancelaciones parciales del crédito.

Independientemente de lo que acabamos de comentar, RBC-Dexia se reserva el derecho de cancelar anticipadamente las operaciones en caso de incumplimiento de obligaciones económicas por parte del cliente o llegado el vencimiento de la segunda prórroga.

### **3.6.2. COMPRAS A CRÉDITO**

En el momento que el cliente decide realizar una compra a crédito, RBC-Dexia concede automáticamente un crédito por el 75% del efectivo de la operación, obligándose el inversor a aportar una garantía inicial equivalente al 25% del valor de la compra. Asimismo, el inversor deberá aportar garantías complementarias en la fecha en que se produzca un descenso en la cotización de los títulos comprados igual o superior al 10%, en relación al último precio de cálculo de las mismas.

Al finalizar el plazo del primer vencimiento y, en su caso, al término de la primera y segunda prórroga o en el momento de la cancelación, el inversor deberá abonar los intereses devengados por el crédito. Los intereses del crédito se devengan diariamente y se calculan a partir del momento de la compra, aplicándose el tipo de interés vigente para este tipo de operaciones en el momento de la formalización del contrato y que actualmente está fijado en el 6% anual.

Todos los derechos económicos emanados por las acciones adquiridas a crédito son propiedad del inversor; es decir, los dividendos, las primas de asistencia a junta, los derechos de ampliación y cualquier otro derecho de valor económico serán abonados al inversor, agregándose siempre a las garantías entregadas y se integran en la liquidación final de la operación. En el caso de ampliaciones de capital, el inversor podrá tanto suscribir los derechos que le correspondan, como vender en el mercado estos derechos, quedando su importe en todo caso siempre afecto al crédito, hasta su cancelación.

Tanto los valores adquiridos como el total de las garantías adicionales quedarán depositados en RBC-Dexia, hasta la total cancelación del crédito, pasando a estar los títulos o el efectivo resultante de la liquidación bajo la custodia de RBC-Dexia (las relaciones administrativas se producen exclusivamente entre RBC-Dexia y la Sociedad de Valores). Al término de la operación, ya sea al vencimiento o por cancelación anticipada, RBC-Dexia retorna a la Sociedad de valores los títulos y el efectivo resultante de la operación, con su correspondiente liquidación.

### **Ejemplo de Compra a Crédito**

Con fecha 28 de Enero, un inversor decide comprar con crédito al mercado 1.000 acciones de Sacyr Vallehermoso. Las acciones poseen un valor unitario en el momento de la compra de 12.27 € El inversor aporta el 25% del valor efectivo de la operación (3.067,5 €) y recibe automáticamente un préstamo por parte de RBC-Dexia del 75% restante a un interés anual del 6%. Además paga las comisiones habituales derivadas de una operación de compra de acciones (comisión del intermediario, liquidación y cánones de la Sociedad Rectora).

Como la compra se produjo en la segunda quincena del mes de Enero, el día 27 de Febrero, último día hábil del mes siguiente a la compra, se produce el primer vencimiento y la correspondiente liquidación de intereses (en el caso de que la compra se hubiera realizado en la primera quincena del mes, el primer vencimiento hubiera sido el 31 de Enero).

El 3 de Marzo, Sacyr Vallehermoso abona dividendos por valor de 0,15 € por acción (esto es, en total 150 €) lo que hace necesario aumentar las garantías aportadas en un primer momento por la misma cuantía. El 16 de Marzo las acciones de Sacyr Vallehermoso caen hasta 10,54 € lo que supone una caída del 14,1% sobre el precio de compra, por lo que el inversor debe aportar 1147.5 € en concepto de garantías complementarias (el 25% del nuevo valor de las acciones más la pérdida derivada de la bajada de valor de las acciones respecto al precio inicial, menos la garantía inicial aportada y los dividendos que se abonaron el día 3) al haberse superado el porcentaje de caída máximo (10%) establecido legalmente.

El 31 de Marzo se produce el segundo vencimiento y la correspondiente liquidación de intereses sobre el préstamo concedido. El día 6 de Abril se produce una ampliación de capital a la par (1x1), por la que el inversor recibe 1.000 derechos de suscripción. Los vende en el mercado a un precio unitario de 1 €

El 19 de abril, con la acción cotizando a 13,68 €, el inversor decide cancelar la operación. Tras vender las acciones, pagar las comisiones habituales y liquidar intereses y garantías, obtiene una plusvalía de 2310.03 € con lo que, en aproximadamente dos meses y medio, ha obtenido una rentabilidad del 75.31% sobre las garantías aportadas inicialmente.

A continuación se resume en el siguiente cuadro las operaciones realizadas por el inversor así como la liquidación correspondiente a la cancelación del crédito:

FASE	CONCEPTO	FECHA	IMPORTE
Liquidación Compra a Crédito	Crédito recibido (75%): $0.75 \cdot 12.270 \text{ €} = 9202.5 \text{ €}$ Garantía inicial aportada por el inversor (25%): $0.25 \cdot 12.270 \text{ €} = 3067.5 \text{ €}$	28/01	-3067.50
	Comisión intermediario (0.25% sobre valor total de adquisición de las acciones)	28/01	-30.68
	Comisión liquidación (0.1% sobre valor total de adquisición de las acciones)	28/01	-12.27
	Cánones Sociedad Rectora (4.65 €+0.012% s/efect.)	28/01	-6.12
	<b>TOTAL APORTADO POR EL CLIENTE</b>	<b>28/01</b>	<b>-3116.07</b>
Final 1 <sup>er</sup> Venc.	Liquidación intereses 1 <sup>er</sup> período: $9202.5 \text{ €} \cdot (31 \text{ días}/360) \cdot 6\% = 47.54 \text{ €}$	27/02	-47.54
Dividendo	Importe liquidado por acción	03/03	150.00
	Incremento de garantías por cobro	03/03	-150.00
Garantía Complementaria	Aportación de Garantías Adicionales: 25% sobre el valor de las acciones a 16 de Marzo: $10.54 \text{ €} \cdot 1000 \cdot 0.25 = 2635 \text{ €}$ Pérdida potencial en caso de cerrar la operación: $(12.27 - 10.54) \cdot 1000 \text{ acciones} = 1730 \text{ €}$ Garantía inicial ya desembolsada: 3067.5 € Dividendos recibidos: 150 € Garantía complementaria a desembolsar: $2635 + 1730 - 3067.5 - 150 = 1147.5 \text{ €}$	16/03	-1147.50
Final 1 <sup>a</sup> prorroga	Liquidación intereses 2 <sup>o</sup> período: $9202.5 \text{ €} \cdot (32 \text{ días}/360) \cdot 6\% = 49.08 \text{ €}$	31/03	-49.08
Ampliación	Venta de derechos: $1000 \text{ dchos.} \cdot 1 \text{ €} = 1000 \text{ €}$	07/04	1000
Cancelación Voluntaria	Efectivo Venta: $1000 \cdot 13.68 \text{ €} = 13680 \text{ €}$	19/04	13680
	Comisión intermediario (0.25% sobre valor total de venta de las acciones)	19/04	-34.20
	Comisión liquidación (0.1% sobre valor total de venta de las acciones)	19/04	-13.68
	Cánones Sociedad Rectora (4.65 €+0.012% s/efect.)	19/04	-6.29
	Liquidación intereses crédito: $9202.5 \text{ €} \cdot (19 \text{ días}/360) \cdot 6\% = 29.14 \text{ €}$	19/04	-29.14
	Devolución Garantías Aportadas: $3067.5 + 150 + 1147.5 = 4365 \text{ €}$	19/04	4365
	Cancelación Compra Crédito	19/04	-12270
<b>RESULTADO (Rdo. + Vta. Dchos. – Gastos – Intereses)</b>			<b>2330.63</b>
<b>RENTABILIDAD (s/ garantías iniciales)</b>			<b>75.98%</b>

### **3.6.3. VENTAS A CRÉDITO**

De igual modo que en el caso de las compras a crédito, una vez formalizado el contrato, el inversor podrá ordenar a su intermediario la venta de alguno de los valores acogidos al sistema de crédito, indicando en ese momento que se trata de una venta a crédito. El intermediario que ejecuta la operación comprobará previamente la existencia y disponibilidad en RBC-Dexia de esos títulos y, en caso afirmativo, realizará una reserva de los mismos, manteniéndose ésta durante toda la jornada bursátil. Al cierre de la jornada podemos encontrarnos con dos situaciones: que la operación se haya ejecutado, en cuyo caso RBC-Dexia entregará, a través del intermediario, los títulos prestados a Iberclear para su liquidación bursátil. O, por el contrario, que el inversor no haya conseguido vender los títulos (debido a un precio de venta elevado, falta de liquidez en el valor, etc.); en este caso, la reserva queda sin efecto, teniendo que realizar una nueva reserva de títulos al día siguiente.

La garantía inicial aportada por el inversor (25% del importe efectivo del valor de venta) depositada en RBC-Dexia es remunerada a tipos del mercado monetario (actualmente fijado en el 1% anual), abonándose los correspondientes intereses al finalizar el plazo de vencimiento. El inversor, al igual que en las operaciones de compra, tiene que aportar garantías adicionales en caso de que el valor de cotización de los valores vendidos suban un 10% o más respecto a la última valoración.

Asimismo, y al contrario de lo que sucedía en el caso de una compra a crédito, los vendedores a crédito no tienen derechos económicos derivados de los valores vendidos a crédito (dividendos, primas de asistencia a junta, derechos de suscripción, etc.), ya que éstos son propiedad del prestamista.

#### **Ejemplo de Venta a Crédito**

El 28 de Enero un inversor, ante la expectativa de que baje el precio de las acciones de ACS, decide vender con crédito al mercado 1.000 acciones de dicho valor. Las acciones poseen un valor unitario en ese momento de 28,84 €

El inversor aporta como garantía inicial el 25% del valor efectivo de la operación (7210 €) y recibe de RBC-Dexia el total de las acciones solicitadas, para que pueda venderlas en el mercado. Sobre la cantidad depositada en concepto de garantía, percibirá el 2% anual. Además, paga las comisiones habituales derivadas de una operación de venta de acciones (comisión del intermediario, liquidación y cánones de la Rectora).

El día 27 de Febrero, último día hábil del mes siguiente a la compra, se produce el primer vencimiento y la correspondiente liquidación de intereses.

El 3 de Marzo, ACS reparte un dividendo de 0,30 € por acción, por lo que el inversor debe abonar al prestamista de los títulos 300 € correspondientes al importe bruto de los dividendos. Este abono se verá compensado por la variación de la cotización inherente a la liquidación de dividendos.

El día 16 de Marzo, la acción sube hasta 31,99 € un 10.92% sobre el precio inicial de venta, por lo que el inversor debe aportar 3937.5 € en concepto de garantías complementarias (el 25% del nuevo valor de la acciones más la pérdida derivada de la subida de valor de las acciones respecto al precio inicial menos la garantía inicial).

El 31 de Marzo se produce el segundo vencimiento y la correspondiente liquidación de intereses a favor del inversor.

El día 7 de Abril se produce una ampliación de capital, por lo que el inversor debe comprar los derechos correspondientes en el mercado y entregárselos al prestamista de los títulos. Este desembolso se verá compensado por una disminución en el valor de la acción equivalente al valor teórico de los derechos. El valor de mercado de los derechos es de 2.35 € y la ampliación se realiza a la par (1x1).

El 19 de Abril, con la acción cotizando a 22.68 € el inversor decide cancelar la operación. Tras comprar las acciones, pagar las comisiones habituales, y liquidar intereses y garantías, obtiene una plusvalía de 3647.05 € con lo que, en aproximadamente dos meses y medio, ha obtenido una rentabilidad del 46.42% sobre las garantías iniciales aportadas.

A continuación se resume en el siguiente cuadro las operaciones realizadas por el inversor así como la liquidación correspondiente a la cancelación del crédito:

FASE	CONCEPTO	FECHA	IMPORTE
Liquidación Venta a Crédito	Crédito recibido (75%): $0.75 \cdot 28840 \text{ €} = 21630 \text{ €}$ Garantía inicial aportada por el inversor (25%): $0.25 \cdot 28840 \text{ €} = 7210 \text{ €}$	28/01	-7210
	Comisión intermediario (0.25% sobre valor total de venta de las acciones)	28/01	-72.10
	Comisión liquidación (0.1% sobre valor total de venta de las acciones)	28/01	-28.84
	Cánones Sociedad Rectora (4.65 €+0.012% s/efect.)	28/01	-8.11
	<b>TOTAL APORTADO POR EL CLIENTE</b>	<b>28/01</b>	<b>-7319.05</b>
Final 1 <sup>er</sup> venc.	Remuneración garantía inicial 1 <sup>er</sup> periodo: $7210 \text{ €} \cdot (31 \text{ días}/360) \cdot 1\% = 12.42 \text{ €}$	27/02	6.21
Dividendo	Importe bruto por acción	03/03	-300
Garantía Complementaria	Aportación de Garantías Adicionales: 25% sobre el valor de las acciones a 16 de Marzo: $31.99 \text{ €} \cdot 1000 \cdot 0.25 = 7997.5 \text{ €}$ Pérdida potencial en acciones en caso de cerrar la operación: $(31.99 - 28.84) \cdot 1000 \text{ acciones} = 3150 \text{ €}$ Garantía inicial ya desembolsada: 7210 € Garantía complementaria a desembolsar: $7997.5 + 3150 - 7210 = 3937.5 \text{ €}$	16/03	-3937.5
Final 1 <sup>a</sup> prorroga	Remuneración garantía inicial 2 <sup>o</sup> periodo: $7210 \text{ €} \cdot (32 \text{ días}/360) \cdot 1\% = 12.82 \text{ €}$	31/03	6.41
Ampliación Capital	Compra 1000 derechos para entregar al titular: $2.35 \text{ €} \cdot 1000 = 2350 \text{ €}$	07/04	-2350
Cancelación Voluntaria	Efectivo Compra	19/04	-22680
	Comisión intermediario (0.25% sobre valor total de adquisición de las acciones)	19/04	-56.70
	Comisión liquidación (0.1% sobre valor total de adquisición de las acciones)	19/04	-22.68
	Cánones Sociedad Rectora (4.65 €+0.012% s/efect.)	19/04	-7.37
	Remuneración garantía inicial 3 <sup>er</sup> periodo: $7210 \text{ €} \cdot (19 \text{ días}/360) \cdot 1\% = 7.61 \text{ €}$	19/04	3.81
	Devolución Garantías Aportadas: $7210 + 3937.5 = 11147.5 \text{ €}$	19/04	11147.50
	Cancelación Venta Crédito	19/04	28840
<b>RESULTADO (Rdo. – Compra Dchos. – Gastos + Intereses)</b>			<b>3330.62</b>
<b>RENTABILIDAD (s/ garantías iniciales)</b>			<b>46.19%</b>

Aunque las ventajas de la operación a crédito son las mismas tanto para el caso de la compra como el de la venta, los inversores se decantan por las operaciones de compra de acciones, debido en parte a un factor psicológico que nos permite ver claramente las ventajas de comprar barato hoy y vender caro mañana, pero que nos impide entender bien que se obtiene el mismo resultado si se vende caro hoy y se compra barato mañana.

Pero además existe otro factor que juega en contra de las ventas a crédito y es que, mientras en las compras es muy fácil obtener los títulos en el mercado, resulta algo más complicado conseguir las acciones que se prestan para la venta, ya que RBC-Dexia las obtiene solicitándolas en préstamo a inversores con carteras grandes y estables, principalmente Instituciones de Inversión Colectiva. Es posible que, en momentos puntuales en los que exista una demanda importante de títulos de un determinado valor, no sea posible conseguir suficientes títulos para su préstamo.

#### **3.6.4. PRÉSTAMO DE VALORES**

Para hacer posible la modalidad de ventas a crédito es imprescindible la existencia de otro inversor que previamente ceda los títulos para su aplicación en operaciones de venta con crédito al mercado. Es lo que se conoce como préstamo de valores, operación mediante la cual aquellos inversores particulares e institucionales que mantienen carteras de valores estables y de volumen considerable pueden prestar sus títulos a terceros, con objeto de maximizar la rentabilidad de sus carteras de renta variable a medio y largo plazo y eliminar las comisiones de custodia de sus títulos.

El préstamo de valores se formaliza mediante un contrato estandarizado entre RBC-Dexia y el prestamista, en el que se identifican los títulos prestados y el plazo por el que se prestan. Puede prestar valores cualquier persona física o jurídica que mantenga una cartera estable de títulos de empresas incluidas en el IBEX 35, al ser éstos los únicos títulos sobre los que se permite realizar operaciones de crédito, siempre a través de un intermediario autorizado.

A cambio del préstamo, RBC-Dexia remunera el préstamo de los títulos que efectivamente hayan sido prestados a otro inversor (y no sobre los disponibles para el préstamo). La retribución de los préstamos de títulos se realiza al 1% sobre el importe efectivo de la venta a crédito a la que se dedicaron los valores. El importe de la retribución se abona al término de cada uno de los préstamos. Asimismo existe un beneficio adicional derivado para el prestamista de valores: durante el tiempo que dure el contrato de cesión de valores, dichos títulos no generarán gastos de custodia.



Los préstamos de valores a RBC-Dexia se realizan por un plazo de 6 meses, el cual es automáticamente prorrogado por un periodo idéntico salvo que, diez días antes de la fecha de vencimiento del contrato, se comunique a RBC-Dexia el finiquito de la cesión de títulos. No obstante, en caso de que los títulos cedidos para el préstamo estén efectivamente prestados, el prestamista se ve en la obligación de esperar al vencimiento del contrato.

Los derechos económicos derivados de los títulos prestados (dividendos, primas de asistencia a juntas, etc.) son siempre propiedad del titular que los cede en préstamo, abonando RBC-Dexia la totalidad de su importe en la fecha del devengo en el supuesto de que estén en situación de disponibles para préstamo; sólo en el caso de que los títulos estén efectivamente prestados, RBC-Dexia atrasará la fecha del abono hasta la fecha en que finalice el préstamo. En el caso de los derechos políticos podemos encontrar dos situaciones: si los títulos están efectivamente prestados, los derechos políticos son propiedad del inversor comprador a crédito. Por el contrario, en el caso de que los títulos estén en disposición de ser prestados, pero no lo estén efectivamente, RBC-Dexia facilita a sus titulares el total ejercicio de sus derechos políticos (asistencia a juntas, derecho a voto, etc.).