El mercado de valores y los productos de inversión

Manual para universitarios

CNMV
Comisión Nacional del Mercado de Valores

Índice de temas

1 Introducción: fundamentos de la inversión financiera 3
- **1.1** El papel de la inversión y los mercados de valores 3
- **1.2** Los productos de inversión 5
- **1.3** Mercado primario y mercado secundario 5
- **1.4** Binomio rentabilidad-riesgo 6
- **1.5** ¿Invertir o no invertir? 11

2 Principales productos de inversión 13
- **2.1** Productos de renta fija 13
- **2.2** Productos de renta variable: las acciones 36
- **2.3** Productos derivados 45
- **2.4** Los fondos de inversión 51

3 Las decisiones de inversión 71
- **3.1** El perfil del inversor 71
- **3.2** Otros factores para tener en cuenta 74
- **3.3** Los intermediarios financieros 78
- **3.4** La Directiva MiFID 80
- **3.5** Fuentes de información para el inversor 91
- **3.6** El seguimiento de las inversiones 94

4 Estafas y fraudes financieros: los chiringuitos financieros .. 97
- **4.1** ¿Qué es un chiringuito financiero? 97
- **4.2** ¿Cómo actúan los chiringuitos? 98
- **4.3** ¿Cómo convencen a sus víctimas? 99
- **4.4** ¿Cómo protegerte de un chiringuito financiero? 101

5 Psicología de la inversión 103

6 Finanzas sostenibles 106

7 Las *fintech* 109

1 Introducción: fundamentos de la inversión financiera

1.1 El papel de la inversión y los mercados de valores

El sistema financiero de un país es el conjunto de instrumentos, mercados e instituciones cuya función es hacer llegar el flujo de fondos desde los oferentes hasta los demandantes.

Los demandantes de fondos son aquellos agentes económicos (las empresas, el sector público[1] y los hogares) que necesitan financiación para realizar sus proyectos. Los oferentes son aquellos que disponen de un excedente de fondos y buscan rentabilizarlos.

El **mercado de valores** es uno de los mercados que forman parte del sistema financiero[2]. Permite la canalización de capital a medio y largo plazo de los inversores a las empresas y Administraciones públicas que necesitan recursos, con lo que contribuyen al desarrollo económico.

¿Cómo se financian las empresas y Administraciones?

Para conseguir fondos, las empresas y las Administraciones públicas tienen dos opciones:

i) **Endeudarse**. Es decir, utilizar dinero prestado que tendrán que devolver, pagando además un interés. Este endeudamiento puede obtenerse básicamente:

---

1 El sector público: El Estado, las comunidades autónomas y otras Administraciones públicas.

2 Otros mercados financieros incluyen el mercado monetario, el mercado de divisas, el mercado interbancario, el mercado hipotecario, el mercado de productos básicos (petróleo, oro...), etc.

- Mediante préstamos y créditos bancarios.

- Mediante la **emisión de títulos de deuda**. Son títulos que reconocen una deuda por parte del emisor (la empresa u organismo público), a favor de los inversores que los adquieren, quienes se convierten en acreedores del emisor. Tradicionalmente, tanto el plazo para poder recuperar la inversión como el tipo de interés a pagar/cobrar se fijan de antemano. Por eso, **los títulos de deuda se conocen como valores o productos de renta fija**. Los bonos y obligaciones son ejemplos de valores de renta fija.

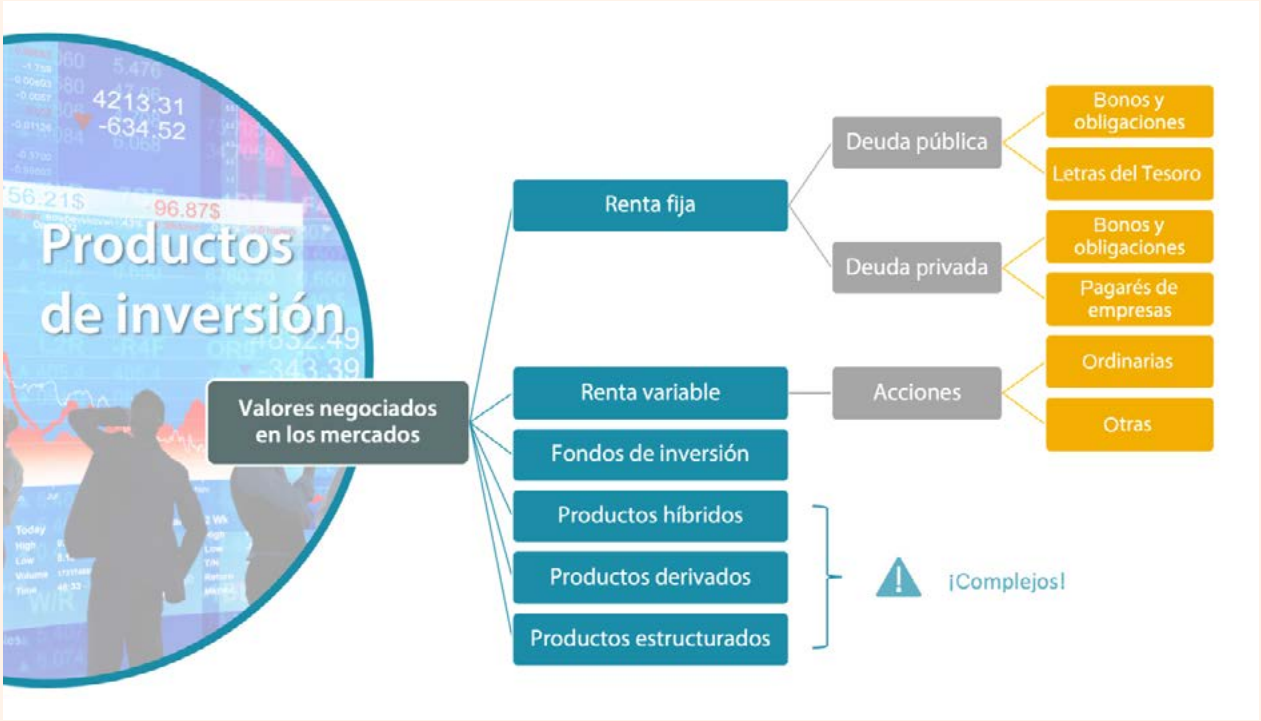
ii) **Constituir o ampliar el capital social** (solo en el caso de las sociedades anónimas):

- Mediante la **emisión de acciones**. El capital social son las aportaciones de los socios propietarios de la empresa. Las acciones son títulos valores que representan una parte proporcional de ese capital social; por tanto, los accionistas son copropietarios de las empresas en proporción a su participación. Los accionistas adquieren ciertos derechos sobre la empresa, incluido el derecho de recibir parte de sus beneficios. Las acciones representativas del capital social pueden transmitirse a los inversores en los mercados de renta variable (bolsa, mercados alternativos...). Como los inversores no saben si la empresa generará un beneficio en el futuro ni cuál será su cuantía, las acciones se consideran valores o productos de **renta variable**.

El **mercado de valores** es el espacio (real o virtual) donde se compran y venden los títulos de renta fija y renta variable, así como otros valores negociables relacionados: fondos de inversión, productos híbridos, productos derivados, etc.

1.2 Los productos de inversión

El conjunto de estos valores negociables son los activos financieros que se denominan, en general, **productos de inversión**. Los veremos en más detalle en el siguiente tema.



1.3 Mercado primario y mercado secundario

Cuando se habla del mercado de valores, hay que distinguir entre el mercado primario y el mercado secundario.

El mercado primario

El mercado primario de valores es en el que se realiza el proceso de emisión inicial de títulos de renta fija o variable (bonos, acciones, etc.), junto con la deuda o los derechos que reconocen. En los mercados primarios, los instrumentos financieros nacen (se ponen a la venta por primera vez) y las empresas y Administraciones obtienen su financiación mediante la captación pública del ahorro de los inversores.

El mercado primario también incluye las ofertas públicas de venta de valores ya en circulación.

El mercado secundario

El mercado secundario es un mercado de negociación entre inversores; los inversores compran y venden valores que ya existen a otros inversores. Por lo tanto, el mercado secundario da liquidez a los títulos ya emitidos, al facilitar su compra y venta. Los precios se establecen en función de la oferta y demanda en ese momento. Las empresas no reciben fondos de estas transacciones, aunque se pueden beneficiar porque el valor de la empresa aumenta si sube el precio de sus acciones. La inmensa mayoría de operaciones se ejecutan en el mercado secundario.

Los mercados regulados en España son los siguientes:

- Las bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, que participan en el capital de la Sociedad de Bolsas, gestora del mercado continuo o Sistema de Interconexión Bursátil (SIB).
- El mercado regulado MEFF de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados.
- El mercado regulado de deuda AIAF.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en ellos.

El objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de estos mercados y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores.

1.4 Binomio rentabilidad-riesgo

Rentabilidad

Se puede **ganar dinero** con una inversión de dos maneras:

i) Si produce ingresos, mediante el pago de intereses o dividendos[3].
ii) Si se compra por un precio y se vende después a un precio mayor (revalorización o plusvalía).

También es posible que ocurran ambas cosas.

Se puede **perder dinero** con una inversión si se compra por un precio y se vende después a un precio menor (minusvalía).

La rentabilidad es la remuneración que recibiremos por invertir, normalmente expresada en porcentaje; por ejemplo, un 2 % anual. La rentabilidad que ofrecen los productos de inversión depende de:

- La situación económica general que atraviese el país. Por ejemplo, el nivel de los tipos de interés, el nivel de consumo (que afectará a los beneficios empresariales), etc.
- La situación financiera del emisor.
- El éxito de los proyectos en los que el emisor emplee los fondos recibidos por la emisión de valores. Este éxito normalmente se entiende como la capacidad de generar beneficios.

Riesgo

El **riesgo financiero** es el conjunto de factores que pueden hacer que la rentabilidad de una inversión sea distinta a la esperada, por encima o por debajo. Riesgo significa incertidumbre y, en términos financieros, se considera que incorpora el mismo riesgo obtener un

Importante

Cuanto mayor sea la rentabilidad que ofrece una inversión, mayor será su nivel de riesgo. **Esta regla no tiene excepción**. Hay que desconfiar siempre de ofertas que prometen inversiones seguras con alta rentabilidad.

[3] El dividendo es la parte del beneficio social que se reparte entre los accionistas. Junto con las posibles plusvalías obtenidas por la revalorización, es la principal fuente de rentabilidad de las acciones y constituye el derecho económico por excelencia de sus titulares. En ocasiones, la junta general de accionistas puede estimar conveniente no proceder al reparto del dividendo.

20 % por encima o por debajo de la rentabilidad prevista. Lógicamente, el riesgo que preocupa al inversor es el segundo, es decir, la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la inicialmente prevista.

Riesgo y rentabilidad siempre van de la mano. Cuanto más alta es la rentabilidad potencial de una inversión, mayor es el riesgo de no alcanzar esa rentabilidad e, incluso, de perder.

- A condiciones iguales de riesgo, los inversores siempre optarán por la inversión con mayor rentabilidad.
- A condiciones iguales de rentabilidad, los inversores siempre optarán por la inversión con menos riesgo.

Existen diversas fuentes de riesgo de los productos de inversión, relacionadas con el plazo, el emisor, la liquidez y las fluctuaciones de precios. Se destacan los siguientes riesgos:

Riesgo de precio o de mercado

La negociación de los productos financieros en mercados regulados —como son las bolsas de valores— proporciona liquidez a los inversores, es decir, la posibilidad de deshacer su inversión vendiendo los productos. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el precio de los valores dependerá de la oferta y demanda en cada momento, por lo que el precio de venta no suele coincidir con el precio al que se realizó la inversión.

Información de interés

La **volatilidad** es la variabilidad de la rentabilidad de un valor respecto a su media en un periodo de tiempo determinado. Es una forma de medir el riesgo de precio.

El riesgo de precio es la posibilidad de que el inversor sufra pérdidas al vender un producto financiero, debido a los cambios en los precios de mercado. Estas variaciones en los precios pueden deberse tanto a factores específicos del título o de su emisor como a factores genéricos que afecten a la evolución de los precios en los mercados de valores (situación económica general, noticias de índole política, etc.).

Por ejemplo, si invertimos en acciones de una determinada empresa, existe el riesgo de que, en el futuro, los clientes dejen de comprar sus productos o que la empresa sufra incidencias que generen gastos extraordinarios. Así, no obtendría los beneficios esperados y, como consecuencia, se produciría un descenso del precio de sus acciones en el mercado.

Riesgo de liquidez

La liquidez es la facilidad de deshacer la inversión y convertirla en dinero líquido. La liquidez depende de que exista un mercado en el que pueda deshacerse la inversión con rapidez y a un precio cierto. Si el mercado no funciona bien, se tardará más tiempo en deshacer la inversión y es posible que haya que aceptar un menor precio. En casos extremos, podría resultar imposible recuperar el dinero en el momento deseado.

Un producto líquido no es igual a un producto sin riesgo. Las acciones que cotizan en bolsa son muy liquidas; una vez que se ordena la venta, se venden de forma inmediata. Pero ¿a qué precio? Al de ese preciso instante. Otros productos son menos líquidos y al tratar de venderlos puede que haya que esperar un tiempo, más o menos largo. Cuando los activos se negocian en mercados menos líquidos que la bolsa, no siempre es fácil encontrar un comprador.

Riesgo de crédito (insolvencia)

Es la posibilidad de que el emisor del instrumento financiero, llegado el momento, deje de cumplir con las obligaciones de pago de intereses o principal que ha contraído. Afecta básicamente a los valores de renta fija.

Riesgo de tipos de interés

Es el riesgo derivado de las fluctuaciones de los tipos de interés. Afecta básicamente a los valores de renta fija, como se explicará en el tema 2.

Riesgo de cambio

Es el riesgo de variación en los tipos de cambio de las divisas. Solo afecta a los activos denominados en monedas distintas del euro.

Riesgo de país

Es el riesgo de inversión debido solo a factores específicos y comunes a un cierto país como, por ejemplo, sus condiciones económicas, sociales, políticas o, incluso, naturales y geográficas. Para títulos de deuda (renta fija), el riesgo de país está relacionado con la eventualidad de que un Estado soberano no pueda o no quiera cumplir con sus obligaciones de pago, lo cual acaba afectando también a la percepción de la probabilidad de repago de las compañías privadas del país en cuestión. Para otras inversiones, como acciones, tiene que ver con incidencias que puedan afectar negativamente al clima empresarial del país: cambios regulatorios o de la política monetaria, inestabilidad política o social, guerras, etc.

Riesgo de inflación

Es el riesgo de perder poder adquisitivo al no obtener un rendimiento superior a la tasa de inflación.

Riesgo de concentración

Es el riesgo de sufrir pérdidas por invertir una proporción demasiado elevada de los fondos disponibles en un solo activo o tipo de activo. Por ejemplo, invertir todo el dinero en acciones de una sola sociedad o en acciones de varias empresas que pertenecen al mismo sector de actividad. Este riesgo se conoce como **falta de diversificación**. Diversificar significa «no poner todos los huevos en la misma cesta», sino mantener una cartera de activos con distintos niveles de riesgo y rentabilidad potencial, de distintos sectores de actividad (industria, servicios, alimentación, nuevas tecnologías, banca, energía, construcción, etc.), distintas zonas geográficas, distintas divisas, distintos plazos, etc. La

diversificación es una estrategia importante para gestionar el riesgo, aunque nunca lo elimina.

Riesgo operativo o de procedimiento

Derivado de la posibilidad de cometer errores al transmitir instrucciones de compra o venta a los intermediarios. Mientras que otros riesgos pueden reducirse mediante una adecuada diversificación o selección de productos, este es el único que el inversor puede anular por completo. Se debe revisar cuidadosamente las órdenes antes de transmitirlas y comprobar posteriormente que las ejecuciones se corresponden con las instrucciones y con la situación del mercado. Además, se debe llevar un adecuado seguimiento periódico de las cuentas de valores.

1.5 ¿Invertir o no invertir?

Mientras que ahorrar significa, simplemente, reservar los ingresos no gastados, invertir implica comprometer parte de esos ahorros adquiriendo ciertos activos, con la esperanza de obtener de ellos un rendimiento en el futuro. Esta decisión conlleva siempre el riesgo de que, por diversas razones, el rendimiento no sea el esperado. **Todos los productos de inversión incorporan cierto nivel de riesgo.**

La razón para asumir los riesgos de un producto de inversión, en vez de dejar los ahorros en un depósito bancario a la vista sin riesgo, es la posibilidad de obtener una rentabilidad más alta. Invertir ofrece mayor potencial de crecimiento. Invertimos en valores con el objetivo de acumular el capital necesario para llevar a cabo nuestros proyectos a medio y largo plazo (comprar una casa, ahorrar para la jubilación, etc.).

La decisión de invertir o no y en qué condiciones no es algo que se deba tomar a la ligera. Adquirir un determinado valor supone comprometer los ahorros y condiciona la capacidad financiera presente y futura. Si se compra un producto defectuoso o que no se ajusta a nuestras necesidades, tenemos la opción de devolverlo, pero las cosas no funcionan de la misma manera con los productos financieros.

Siempre es mejor elegir bien desde el principio. Deshacer una inversión puede llegar a ser complicado y costoso. Por ello, es fundamental informarse bien y seguir los pasos necesarios en la toma de decisiones de inversión.

En otro tema se examinan con detalle los pasos a seguir, así como la relación con los intermediarios. Como anticipo, es destacable la importancia de conocer **el perfil de inversor**, que viene a ser el conjunto de características y condiciones personales que nos ayudarán a tomar las decisiones de inversión que encajen con nuestras necesidades y preferencias. Para conocer nuestro perfil de inversor, es necesario saber las respuestas a las siguientes preguntas:

Importante

La inversión es solo un componente dentro de la planificación financiera personal. En condiciones normales, tienen mayor prioridad el control del endeudamiento, la acumulación de un fondo de emergencia en productos sin riesgo y la cobertura adecuada con productos de seguros contra posibles contingencias graves.

- **¿Cuál es mi situación financiera actual?** Es decir, tus ingresos, gastos, deudas, etc.
- **¿Cuáles son mis objetivos financieros concretos?** Un objetivo concreto incluye el importe, la finalidad y el plazo para lograrse.
- **¿De cuánto tiempo dispongo para alcanzar mi objetivo?**
- **¿Qué nivel de riesgo estoy dispuesto a asumir?** Esta cuestión tiene un componente objetivo (tu capacidad financiera, lo que puedes permitirte perder) y otro subjetivo (tus conocimientos financieros, tu forma de ser y tu disposición psicológica a asumir pérdidas).
- **¿Necesito asesoramiento?** Los productos de inversión y la operativa de los mercados son cada vez más complejos y requieren atención y seguimiento constantes, por lo que podría ser conveniente recurrir a la orientación de profesionales.

2 Principales productos de inversión

Hay una amplia variedad de productos de inversión, con características muy diferentes. La mayoría de los productos de inversión están al alcance de todos, ya que es posible invertir a partir de pequeñas cantidades de dinero. Sin embargo, es imprescindible conocer bien las características de cada producto antes de tomar una decisión, para estar seguros de que realmente se corresponde con nuestras expectativas y necesidades.

Importante

No se debe invertir nunca el dinero en un producto que no se comprende.

2.1 Productos de renta fija

2.1.1 Conceptos básicos de la renta fija

Los activos de renta fija se corresponden con un amplio conjunto de valores negociables que emiten las empresas y las instituciones públicas y que representan préstamos que estas entidades reciben de los inversores. En general, tienen un plazo determinado y una rentabilidad conocida de antemano o derivada de una fórmula. La renta fija no confiere derechos políticos a su tenedor, sino solo derechos económicos, entre los que cabe destacar el derecho a percibir los

Información de interés

Los **inversores en renta fija son acreedores** de la sociedad emisora, mientras que los **accionistas son propietarios** de una parte del capital. En caso de liquidación de la sociedad, los acreedores tienen prioridad frente a los accionistas.

intereses pactados y la devolución de la totalidad del capital invertido[4] en una fecha dada, llamada fecha de vencimiento.

La renta fija pública (deuda pública) la constituyen valores emitidos por el Estado, las comunidades autónomas y otros organismos públicos, mientras que la renta fija privada son valores emitidos por empresas del sector privado.

Si inviertes en renta fija, tendrás dos opciones:

i) Mantener el título hasta su vencimiento. En este caso, recuperarás (*a priori*) el 100 % del capital invertido, como mínimo.
ii) Vender el título en el mercado secundario antes del vencimiento. En este caso, el rendimiento será la diferencia entre su precio de venta y su precio de compra. Por tanto, la rentabilidad final obtenida puede diferir de la inicialmente prevista.

Como veremos más adelante, cada opción supone diferentes riesgos.

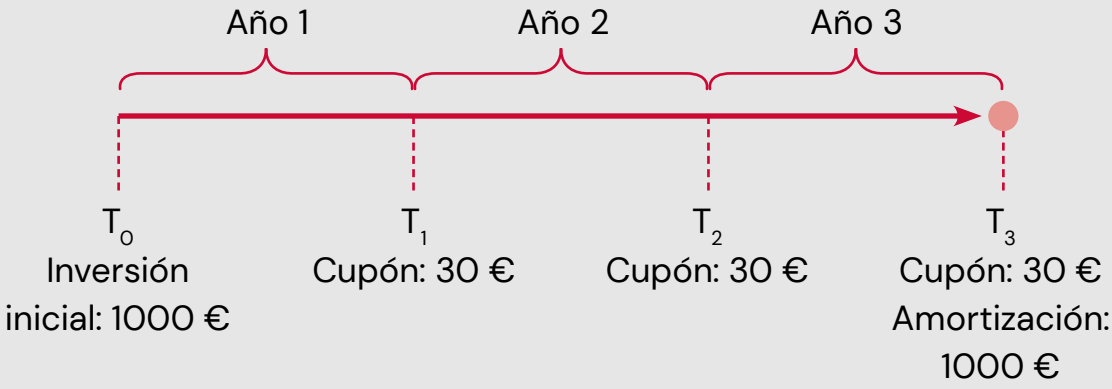
El rendimiento de la renta fija puede ser **explícito**, si el inversor recibe el pago periódico de los intereses, llamado **cupones**, o **implícito**, cuando el precio de adquisición del valor es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento del reembolso (**emisiones al descuento**). Es decir, en las emisiones al descuento, se descuenta al inversor el importe de los intereses en el momento de la compra.

[4] Matizando, el derecho a la devolución de la totalidad o una parte del capital invertido, dependiendo de si se trata de renta fija simple o no.

EJEMPLO 1: **Rendimiento implícito**. Emisión de un pagaré con valor nominal 1000 €

La rentabilidad de este pagaré es del 5,3 % (**50 / 950 = 0,0526**)

EJEMPLO 2: **Rendimiento explícito**. Emisión de un bono a 3 años al 3 % anual, con valor nominal 1000 €



2.1.2 ¿Dónde se puede comprar y vender la renta fija?

La renta fija puede suscribirse en el momento de la emisión —mercado primario— a través de intermediarios financieros que coloquen los valores. También se puede comprar renta fija a otros inversores —mercado secundario— a través de entidades financieras autorizadas.

Aunque en algunos casos los valores no cotizan, lo más habitual es que los valores se admitan a negociación en algún mercado:

- En las **bolsas de valores** (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia) están admitidas a negociación diversas emisiones de renta fija privada y deuda autonómica.
- En el **mercado de renta fija AIAF** se encuentran admitidos a negociación valores de renta fija privada. Dentro del mercado AIAF, el SEND (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda) es una plataforma electrónica destinada específicamente a la negociación de renta fija para minoristas.
- Por otro lado, desde el inicio de 2018 la **deuda pública** ha pasado a registrarse y negociarse también en el Mercado regulado de deuda AIAF.

Tanto las bolsas de valores como el mercado de renta fija AIAF tienen la consideración de mercados regulados.

Hoy en día existen **otros centros de negociación distintos de los mercados regulados**, como son los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los sistemas organizados de contratación (SOC). Un ejemplo de SMN es el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que se dirige principalmente a inversores institucionales. A diferencia de lo que sucede en los mercados regulados, la admisión a negociación en el MARF no requiere la aprobación de un folleto por la CNMV (véase apartado 2.1.4).

2.1.3 Valores de renta fija pública (deuda pública)

Letras del Tesoro

Son activos a corto plazo (3, 6, 9 y 12 meses) emitidos por el Tesoro mediante subasta, en múltiplos de 1000 euros.

Son valores **emitidos al descuento**, por lo que su precio de adquisición es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento del reembolso. La diferencia entre el valor de reembolso de la Letra (o precio de venta, en caso de venderla antes de su vencimiento) y su precio de adquisición será el interés o rendimiento generado (rendimiento implícito).

Al tratarse de valores a corto plazo, las variaciones de su precio en el mercado suelen ser bastante reducidas, por lo que suponen un menor riesgo para el inversor que pueda necesitar venderlos en el mercado antes de su vencimiento.

Bonos y obligaciones del Estado

Son los principales instrumentos de renta fija a medio y largo plazo emitidos por el Estado. Los bonos y obligaciones del Estado son iguales en todas sus características, salvo en el plazo. En la actualidad el Tesoro emite:

- Bonos a 3 años.
- Bonos a 5 años.
- Obligaciones a 10 años.
- Obligaciones a 15 años.
- Obligaciones a 30 años.
- Obligaciones a 50 años.

Se emiten por su valor nominal a un tipo de interés, generalmente fijo, que se paga mediante cupones anuales a lo largo de su vida (rendimiento explícito).

Los bonos y obligaciones del Estado se emiten mediante subasta competitiva por importes múltiplos de 1000 euros.

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

Deuda autonómica y de otros organismos públicos

Las comunidades autónomas, corporaciones locales y diversos entes públicos emiten valores a corto plazo (pagarés) y a largo plazo. Sus características son similares a las de las Letras del Tesoro y los bonos y obligaciones del Estado, respectivamente.

La deuda autonómica y otra deuda pública cotizan en las bolsas de valores o, al igual que la deuda del Estado, en el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), SMN que es una plataforma electrónica de negociación mayorista de Bolsas y Mercados Españoles (BME) para deuda pública española, cuyo funcionamiento está supervisado por la sociedad rectora del mercado regulado de deuda AIAF.

2.1.4 Valores de renta fija privada

La renta fija privada engloba el conjunto de valores de deuda emitidos por las empresas del sector privado. Salvo ciertas excepciones, los emisores tienen la obligación de publicar un **folleto informativo** cuando se ofertan al público o se admiten a cotización valores de este tipo en un mercado regulado de un Estado miembro de la Unión Europea.

En algunos casos, puede existir un folleto aprobado por autoridades competentes de otros Estados miembros de la Unión Europea. Dichas autoridades competentes deberán remitir (pasaportar) a la CNMV ese folleto, junto con la notificación de su aprobación, para que los valores puedan ser ofrecidos al público o se puedan admitir a negociación en un mercado regulado con sede en España. En estos casos, en la página web de la CNMV se puede encontrar un resumen en español.

Pagarés de empresas

Son valores **emitidos al descuento**, por lo que su rentabilidad (positiva o negativa) viene determinada por la diferencia entre su precio de adquisición y el valor nominal que se recibe al vencimiento (o el precio de venta, en caso de venderlo antes de su vencimiento). Por lo tanto, para obtener una rentabilidad positiva, el precio de emisión o compra debería ser más bajo que el obtenido a vencimiento o en el momento de la venta.

Son valores a corto plazo, existiendo vencimientos entre 3 días y 25 meses, aunque los plazos más frecuentes son de 1, 3, 6, 12 y 18 meses.

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

No suelen contar con ningún tipo de garantía específica, salvo la de la propia empresa emisora.

Bonos y obligaciones simples

Los bonos y obligaciones simples son valores a medio y largo plazo, respectivamente, que representan una deuda para su emisor. La sociedad emisora se compromete a retribuir a los inversores con un interés que puede ser fijo o variable y a devolver el capital aportado en la fecha establecida para el vencimiento de los títulos. También puede existir la posibilidad de reembolso por amortización anticipada.

Sus características pueden variar considerablemente de un emisor a otro e, incluso, en distintas emisiones de una misma compañía. Estas diferencias pueden ser la fecha de vencimiento, el tipo de interés, la periodicidad de los cupones, los precios de emisión y amortización, las cláusulas de amortización y otras condiciones de emisión, las opciones de convertibilidad —si las hubiera—, la prelación de derechos en caso de liquidación o las garantías ofrecidas, entre otras.

Bonos y obligaciones subordinados

La deuda subordinada se caracteriza por su situación jurídica en caso de quiebra o procedimiento concursal del emisor: las obligaciones subordinadas se sitúan detrás de los acreedores privilegiados y comunes del emisor. Las entidades de crédito suelen realizar emisiones de este tipo porque, en ciertas condiciones, computan como recursos propios y, por tanto, refuerzan su solvencia. Cabe deducir que, por su mayor riesgo asociado, la deuda subordinada debería tener una rentabilidad mayor que la deuda simple emitida por la misma entidad y al mismo plazo.

Bonos estructurados

Son valores en los que los rendimientos y, en ocasiones, el reembolso del principal, están vinculados a la evolución de uno o varios activos de referencia (también llamados **activos subyacentes**), que pueden ser acciones, índices, materias primas, etc. Si el principal no está protegido, **no hay garantía de que se vaya a recuperar a vencimiento o en una fecha anterior el capital invertido**.

Advertencia

La estructura de rentabilidad de los bonos estructurados es, a veces, compleja y puede resultar **difícil de entender** y de comparar con otras alternativas de inversión. Asimismo, la **relación entre rentabilidad y riesgo** puede ser **difícil de evaluar**.

Los bonos estructurados **incorporan instrumentos derivados**, normalmente opciones (véase apartado 2.3.2), que permiten a la entidad emisora ligar la rentabilidad del producto a los activos de referencia.

Además del riesgo de la evolución de los tipos de interés, que afecta a todos los valores de renta fija, se asume el riesgo de los activos subyacentes.

Cédulas y bonos hipotecarios

Son valores de renta fija emitidos exclusivamente por entidades de crédito y respaldados por la cartera de préstamos hipotecarios del emisor. Suelen ser emisiones a medio plazo y tienen distintas modalidades en cuanto a tipos de interés y condiciones de amortización. En concreto, la entidad emisora se reserva la facultad de amortizar anticipadamente parte o la totalidad de la emisión durante la vida de esta, de acuerdo con lo establecido en la Ley de regulación del mercado hipotecario.

Las **cédulas hipotecarias** están respaldadas de modo global por la cartera de préstamos hipotecarios del emisor que no estén afectos a la emisión de bonos hipotecarios. Sus tenedores tienen el carácter de acreedores singularmente privilegiados frente a cualesquiera otros acreedores en relación con la totalidad de los créditos hipotecarios.

Los **bonos hipotecarios** tienen características similares a las cédulas hipotecarias, pero, a diferencia de estas, no están respaldados de modo global por la cartera de préstamos hipotecarios concedidos por la entidad emisora, sino por un conjunto concreto de préstamos hipotecarios vinculados a los bonos. De esta forma, el principal y los intereses de las emisiones de bonos hipotecarios estarán especialmente garantizados por dichos préstamos, que deben cumplir una serie de requisitos.

Cédulas territoriales

Las cédulas territoriales son valores de renta fija emitidos por entidades de crédito que se encuentran respaldados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las comunidades autónomas, los entes locales y los organismos autónomos dependientes de estos, así como a otras entidades de análoga naturaleza del Espacio Económico Europeo.

Los tenedores de cédulas territoriales tienen el carácter de acreedores singularmente privilegiados frente a cualesquiera otros acreedores en relación con el conjunto de préstamos concedidos a las Administraciones públicas.

Cédulas y bonos de internacionalización

Son valores de renta fija, emitidos exclusivamente por entidades de crédito y respaldados por la cartera de préstamos y créditos concedidos por la entidad emisora, que estén vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios o a la internacionalización de las empresas y que cumplan determinados requisitos.

Bonos de titulización

La titulización es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos (incluso derechos de cobro futuros) a un tercero que, a su vez, financia la compra emitiendo valores, que son los que colocan entre los inversores.

En España, el método de titulización es el siguiente: La entidad que desea financiarse —cedente— vende los activos a un fondo de titulización, que carece de personalidad jurídica y está administrado por una sociedad gestora. Los activos que se incorporan al fondo pueden ser de distinta naturaleza: préstamos hipotecarios a particulares, préstamos a empresas, créditos para la compra de automóviles, etc.

Advertencia

Los bonos de titulización pueden ser de difícil comprensión para el inversor minorista y, por sus características, normalmente se colocan entre inversores cualificados.

A su vez, el fondo emitirá valores, que estarán respaldados por los activos adquiridos.

Entre los aspectos más relevantes de la titulización destacan:

- El fondo de titulización se configura como un patrimonio separado, de forma que la cartera titulizada queda fuera del alcance de los acreedores del cedente.
- Los valores emitidos están respaldados por los activos titulizados y no por la solvencia del cedente. Por ello, con la finalidad de aumentar la seguridad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre los créditos agrupados en el fondo y los valores emitidos con cargo a él y mitigar desfases temporales de flujos, se suelen contratar por cuenta del fondo operaciones financieras denominadas mejoras crediticias.
- El riesgo financiero de los valores emitidos suele ser objeto de evaluación por parte de agencias de calificación.
- Los titulares de los bonos emitidos con cargo al fondo asumen el riesgo de impago de los activos agrupados en él.
- El riesgo de amortización anticipada de los activos del fondo se traspasa a los titulares de los valores. En cada fecha de pago, los titulares de los bonos pueden soportar la amortización parcial de estos.
- Los valores emitidos podrán ser objeto de negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación y podrán diferir entre sí en cuanto al tipo de interés, plazo y forma de

amortización, derecho de prelación en el cobro o cualesquiera otras características (si van dirigidos a inversores cualificados y no van a ser admitidos en un mercado secundario oficial, la transmisión de los valores solo se podrá realizar entre inversores cualificados).

Una categoría especial de titulizaciones son las denominadas titulizaciones STS (*Simple, Transparent and Standard*), que son aquellas que cumplen una serie de requisitos sobre simplicidad, estandarización y transparencia.

Bonos y obligaciones convertibles o canjeables

La convertibilidad supone la posibilidad de transformar un activo financiero en otro. Las obligaciones convertibles o canjeables confieren a su propietario el derecho a cambiarlas por acciones en una fecha determinada. La diferencia entre canje y conversión estriba en que, en el primer caso, la transformación en acciones se realiza mediante la entrega de acciones ya emitidas que forman parte de la autocartera del emisor, mientras que en el segundo se entregan acciones de nueva emisión.

Hasta la fecha de conversión, el tenedor recibe los intereses mediante el cobro de cupones periódicos. El número de acciones que se entregarán por cada bono u obligación y la forma de determinar los precios, así como las fechas de canje o conversión, se especifican en el folleto informativo.

Llegada la fecha del canje, el inversor tiene dos alternativas:

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

Los bonos **contingentes convertibles** —llamados CoCo—son un tipo de bonos convertibles subordinados, emitidos, por lo general, por entidades de crédito. Son instrumentos perpetuos, aunque el emisor se reserva el derecho a rescatarlos transcurrido un plazo (generalmente cinco años) desde su emisión. Por otro lado, el pago del cupón puede ser cancelado por el emisor, sin que sea acumulable.

Si bien los bonos convertibles normales, como se ha señalado anteriormente, suelen dejar el poder de conversión en manos del inversor, en los bonos convertibles contingentes **esta conversión de bonos en acciones está sujeta a que se cumplan algunas condiciones establecidas** en el momento de su emisión.

La condición más común para que se produzca dicha conversión es que el nivel de capital (ratio de capital) de la entidad de crédito emisora se sitúe por debajo de un nivel mínimo previamente determinado. Si esto ocurre, el emisor convertirá de manera irrevocable y obligatoria los bonos convertibles contingentes en acciones a un precio de conversión también establecido con anterioridad. El inversor, por lo tanto, recibirá acciones como resultado de dicha conversión, de manera que pasará a ser accionista de la entidad emisora.

El hecho de que el nivel de capital se sitúe por debajo de un nivel mínimo es indicativo de un deterioro de la solvencia de la entidad, por lo que, si esto sucede, es probable que el precio de la acción esté bajando. Es preciso tener en cuenta que el precio de mercado de dichas acciones en el momento en que el inversor las reciba puede estar por debajo del precio de conversión, por lo que se pueden sufrir pérdidas significativas.

Advertencia

Debido a sus características, se trata de productos complejos que pueden no resultar adecuados para todos los inversores.

EJEMPLO: **Conversión si se produce un evento prefijado**

Supongamos una inversión de 10 000 euros en un bono contingentemente convertible emitido por la entidad X.

Entre otras características, las condiciones de la emisión establecen que, si en cualquier momento la ratio de capital de la entidad se encuentra por debajo del 5,125 %, los bonos se convertirán obligatoria e irrevocablemente en acciones de nueva emisión de la entidad a un precio de conversión que será el mayor de: i) el precio de mercado de referencia, ii) el precio mínimo de 5 euros y ii) el valor nominal de la acción.

Si la ratio de capital de la entidad emisora cae por debajo del 5,125 %, los bonos se convertirán en acciones. **La caída de la ratio de capital es indicativa del deterioro de la solvencia de la entidad, por lo que sus acciones estarán cayendo**. Supongamos que el precio de mercado de las acciones asciende a 1 euro, precio que coincide con el valor nominal de estas. En ese caso, el precio de conversión quedará fijado en 5 euros, por ser el mayor de los tres contemplados. Por lo tanto, el número de acciones que recibiría el titular del bono se calcularía de la siguiente manera:

10 000 € / 5 € por acción = 2000 acciones

Como el precio de mercado de las acciones era de 1 euro, el valor de las acciones recibidas ascendería a 2000 euros (frente a una inversión inicial de 10 000 euros al comprar el bono).

Antes de invertir en valores convertibles, hace falta saber en qué supuestos se puede producir la conversión y si esta puede ser a opción del emisor, del inversor o, por el contrario, se produciría de manera automática si se dieran determinadas circunstancias. Hay que tener en cuenta que, en el caso de los valores contingentemente convertibles, la conversión se producirá de forma obligatoria si tienen lugar determinados eventos, como, por ejemplo, que los recursos propios de la entidad emisora se sitúen por debajo de un umbral determinado.

Participaciones preferentes

Las participaciones preferentes (PPR) son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, por lo general de carácter variable, no está garantizada.

Las participaciones preferentes tienen una estructura similar a la de la deuda subordinada y sus principales características son las siguientes:

- Son valores perpetuos, aunque pueden ser amortizados o rescatados anticipadamente por el emisor.
- Conceden a sus titulares una remuneración predeterminada, no acumulativa, condicionada a la obtención de beneficios distribuibles.
- En el orden de prelación de créditos se sitúan por delante de las acciones ordinarias, en igualdad de condiciones con cualquier otra serie de participaciones preferentes y por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados.
- Cotizan en el mercado regulado de deuda AIAF.
- A diferencia de las acciones, no tienen derechos políticos, salvo en determinados supuestos excepcionales.

Las participaciones preferentes pueden ser emitidas por compañías no financieras, pero suelen hacerlo entidades de crédito para cubrir sus obligaciones en materia de recursos propios. En el caso de las entidades de crédito, la elegibilidad de las participaciones preferentes para el cómputo de los recursos propios depende de que estas reúnan determinadas características como, por ejemplo, la posibilidad de que la remuneración pueda cancelarse en cualquier momento, incluso a discreción exclusiva del propio emisor o, si se producen determinados acontecimientos, la posibilidad de ajustar a la baja el valor nominal de las participaciones o realizar su conversión en otros valores.

Las **participaciones preferentes contingentemente convertibles** son un tipo de participaciones preferentes emitidas, por lo general, por entidades de crédito con la finalidad de mejorar su solvencia. A las anteriores características se les une la convertibilidad en acciones del emisor, que estará

sujeta a determinadas condiciones fijadas en el momento de su emisión. Al igual que en el caso de los bonos convertibles contingentes, la condición más común para que se produzca dicha conversión es que el nivel de capital de la entidad de crédito emisora se sitúe por debajo de un nivel mínimo previamente determinado.

Si esto ocurre, el emisor convertirá de manera irrevocable y obligatoria las participaciones preferentes contingentemente convertibles en acciones a un precio de conversión también establecido de antemano. El inversor, por lo tanto, recibirá acciones como resultado de dicha conversión, de manera que pasará a ser accionista de la entidad emisora. El hecho de que el nivel de capital se sitúe por debajo de un mínimo es indicativo de un deterioro de la solvencia de la entidad, por lo que, si esto sucede, es probable que el precio de la acción esté bajando. Es preciso tener en cuenta que el precio de mercado de dichas acciones en el momento en que el inversor las reciba puede estar por debajo del precio de conversión, por lo que se pueden sufrir pérdidas significativas. Para ver un ejemplo en relación con la conversión, se puede consultar el incluido en el apartado anterior sobre bonos contingentes convertibles.

2.1.5 Rentabilidad y riesgo de la renta fija

Renta fija no significa rentabilidad fija

Aunque tradicionalmente en la renta fija los intereses del préstamo estaban establecidos de forma exacta desde el momento de la emisión hasta su vencimiento, en la actualidad existen otras posibilidades más sofisticadas. Con frecuencia los intereses son variables y están referenciados a determinados indicadores, generalmente tipos de interés (Euribor, etc.), índices bursátiles o, incluso, a la evolución de una determinada acción, índice, etc., teniendo a veces otras características especiales.

Advertencia

Una de las principales características de la renta fija es la obtención de una rentabilidad periódica predeterminada. Pero renta fija no significa necesariamente rentabilidad total fija ni ausencia de riesgo.

EJEMPLO: **Intereses fijos o variables**

Tipo 1: Bono a 5 años al 3,25 % fijo anual, pagadero trimestralmente.

Tipo 2: Bono a 5 años al Euribor + 50 puntos básicos (Euribor + 0,50 %) anual, pagadero semestralmente.

Tipo 3: Bono a 3 años referenciado a la cotización de la compañía X. Si la cotización al cierre del primer año supera el 100 % del precio inicial, recibe un cupón del 2,5 %. Si la cotización al cierre del segundo año supera el 100 % del precio inicial, recibe un cupón del 2,5 %. Si en la fecha de amortización la cotización supera el 100 % del precio inicial, recibe un cupón del 2,5 %. En cualquier caso, en esta fecha el inversor recupera el 100 % de su inversión.

En el primer caso, sabemos desde el principio los cupones a percibir y, por lo tanto, conocemos la rentabilidad de la inversión. En cambio, en el segundo caso la rentabilidad estará ligada a la evolución del Euribor y en el tercer caso, al precio de las acciones de la compañía X en el mercado. Por lo tanto, no podemos conocer con antelación el importe de los cupones.

Riesgos de la renta fija

Pueden existir diversos factores de riesgo inherentes a un emisor o a un tipo de valor de renta fija. Se explican a continuación los más habituales, pero pueden existir otros adicionales a los aquí descritos. Hay diferencias sustanciales entre los distintos tipos de productos. Los productos de renta fija simple que ofrecen poco riesgo generalmente llevan asociados niveles bajos de rentabilidad.

Advertencia

Una creencia errónea muy extendida en relación con la renta fija es que se trata de una inversión sin riesgo. Hay que aclarar que al adquirir renta fija **sí se asumen riesgos**, en menor o mayor medida.

Estos riesgos siempre deberán venir detallados en el folleto de emisión del producto. Además, en determinadas ocasiones, el folleto puede incorporar advertencias de la CNMV, cuando se considere que las condiciones incorporan riesgos significativos para los inversores minoristas.

Riesgo de crédito o de insolvencia

Es el riesgo de que el emisor del valor no pueda hacer frente a sus pagos (tanto de cupones como de reembolso del principal) o de que se produzca un retraso en ellos.

Conviene consultar las **calificaciones** (*ratings*) que asignan las agencias especializadas sobre la calidad crediticia y fortaleza financiera de los emisores: sociedades, Estados y Administraciones públicas. El criterio fundamental empleado para evaluar la solvencia de un emisor suele ser su capacidad para generar beneficios en el futuro y, en consecuencia, para afrontar sus compromisos de pago. Cuanto menor es el riesgo de impago estimado, más alta es la calificación crediticia del emisor y, por lo tanto, más segura la inversión.

Asignaciones de las principales agencias de calificación[5]	Fitch S&P DBRS	Moody's	
GRADO DE INVERSIÓN	AAA AA A BBB	AAa Aa A Baa	Menor riesgo
GRADO DE ESPECULACIÓN También llamados **bonos de alto rendimiento** (***high yield***) o **bonos basura**	BB B CCC CC C	Ba B Caa Ca C	Mayor riesgo

[5] Puede haber calificaciones intermedias como, por ejemplo, AA+, BB–, Ba2, etc.

Lógicamente, cuanto mayor es el riesgo de impago del emisor, más alta tendrá que ser la rentabilidad de sus emisiones para atraer a los inversores. En el caso de la renta fija privada, se hacen calificaciones, además de sobre el emisor, sobre cada una de sus emisiones. Otras veces se califica la solvencia para que una emisión concreta pueda ofrecer garantías adicionales (como en el caso de las titulizaciones). Hay que tener en cuenta que las calificaciones son solo una indicación y pueden ser revisadas, suspendidas o retiradas en cualquier momento por parte de la agencia calificadora.

Hay otros riesgos que tienen que ver con el **horizonte temporal de la inversión**, que es el periodo en el que el inversor prevé mantener invertido el capital, sin poder utilizarlo para otros fines. Una característica de la renta fija es que los productos tienen una fecha de vencimiento para la recuperación del capital. **Si tu horizonte temporal no coincide con el vencimiento** (por ejemplo, si necesitas el dinero antes y tienes que vender el valor, o si quieres que tu dinero siga invertido después del vencimiento), asumes el riesgo de tipos de interés o el riesgo de reinversión.

Importante: a mayor plazo, más riesgo

Cuanto mayor es el plazo de la renta fija, **más incertidumbre existe sobre la evolución futura**, tanto de la solvencia del emisor como del comportamiento de los tipos de interés y otras condiciones del mercado. Por lo tanto, si el resto de las condiciones son las mismas, los bonos a 5 años tendrán que ofrecer más rentabilidad que los de 3 años.

Riesgo de tipos de interés/riesgo de precios

Cuando los tipos de interés de las nuevas emisiones aumentan, los precios de las ya existentes bajan, pues los inversores solo están dispuestos a comprarlas si su precio se reduce, de modo que garantice al comprador una rentabilidad

Importante

Los tipos de interés afectan a los precios de la renta fija en el mercado secundario: cuando suben los tipos de interés, el precio de la renta fija baja y cuando bajan los tipos de interés, el precio de la renta fija aumenta.

equivalente a la de las nuevas emisiones. Por el contrario, cuando los tipos de interés disminuyen, el precio de las emisiones antiguas en el mercado secundario sube. En ambos casos, son los movimientos en la tasa interna de rentabilidad (TIR) los que ajustan el precio. La TIR permite homogeneizar la rentabilidad de cada emisión para compararla con los tipos de mercado.

EJEMPLO: **Riesgo de tipos de interés**

Adquieres una obligación a 10 años con valor nominal y precio de adquisición de 1000 euros y un rendimiento fijo anual del 3 %. En el momento de la suscripción, queda fijado el rendimiento que obtendrás cada año, a lo largo de esos 10 años (el 3 %, es decir 30 euros).

Si los intereses suben, las nuevas emisiones con las mismas características ofrecerán una rentabilidad superior (digamos el 3,5 %), mientras que tu obligación seguirá pagando el 3 %. Para compensar, solo podrás venderla si aceptas un precio de venta inferior al que pagaste (minusvalía).

Por el contrario, si los tipos bajan, las nuevas emisiones ofrecerán un rendimiento menor que tu obligación (digamos un 2,5 % fijo anual). En ese caso, los inversores estarían dispuestos a comprar la tuya a un precio superior al que pagaste (plusvalía).

A continuación se incluye un ejemplo de cómo variará el precio de un bono de renta fija simple ante cambios en el tipo de interés.

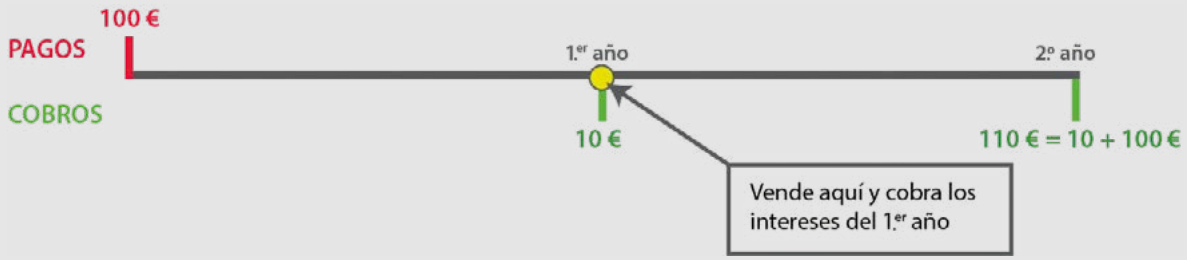
EJEMPLO: **Variación del precio de la renta fija por cambios del tipo de interés**

Un inversor adquiere un bono simple de 100 euros, emitido hoy, con vencimiento al cabo de 2 años y que paga intereses del 10 % anuales al final de cada año. En adelante, **Im** es el interés de mercado, que en ese momento es igual al tipo de interés al que se emite el bono (10 %).

Supongamos que el suscriptor del bono, transcurrido 1 año y cobrados los intereses de ese año (10 euros), decide venderlo.

¿Qué sucederá con el precio del bono y con su rentabilidad si los tipos de interés de mercado se han alterado?

(Supongamos que pasa a ser **Im** = 15 % y que no existen costes de transacción de compra y venta).



Si el tipo de interés de mercado **Im** pasa a ser del 15 %, indudablemente ningún inversor querrá dar 100 euros por un título que le va a proporcionar un rendimiento del 10 %, si tiene la posibilidad de adquirir otro en el mercado que le proporciona el 15 %.

¿Qué cantidad estarán dispuestos a pagar por ese título?

Deberá ser una cantidad X que, invertida al 15 % durante 1 año (tiempo que queda hasta el vencimiento), proporcione al comprador 110 euros.

$$X \times 1{,}15 = 110$$

Luego, X = 110/1,15 = 95,65 € = lo que le darán al inversor por el bono.

100 – 95,65 = 4,35 € es la variación en el precio del bono.

¿Cuál será la variación en la rentabilidad total?

El inversor invierte 100 euros, recibe 10 euros de intereses durante el primer año y le pagan por el bono 95,65 euros. Ha recibido en 1 año: 10 + 95,65 = 105,65 €. Luego, la rentabilidad ha sido del 5,65 %.

Por tanto, los aumentos del tipo de **Im** (entre otros factores) proporcionarán disminuciones de rentabilidad de la renta fija y viceversa.

La sensibilidad del precio frente a variaciones en los tipos de interés depende del número de cupones pendientes, de su distribución y cuantía y del resto de los ingresos a percibir en el tiempo.

Los valores a medio y largo plazo con rentabilidad ligada a un tipo de interés de referencia (como el Euribor) también tienen riesgo de tipos, aunque se mantengan hasta su vencimiento.

Riesgo de liquidez

Es el riesgo de no encontrar contrapartida para vender los valores o sufrir una posible penalización en el precio de la inversión si se necesita recuperar el dinero con rapidez. En casos extremos, podría resultar imposible recuperar el dinero en el momento deseado. La falta de liquidez es un coste que siempre asume el inversor.

Las posibles limitaciones a la liquidez pueden derivar, por un lado, de la existencia de comisiones o penalizaciones en caso de reembolso anticipado (en aquellos productos en los que esta se permite, el coste de deshacer las coberturas de la opción asociada es elevado, existiendo la posibilidad de perder parte del principal invertido). Por otro lado, hay productos que no permiten la amortización anticipada.

En el caso de la renta fija cotizada, será el mercado el que determine la liquidez y el precio de nuestra inversión. Sin embargo, aun cuando los productos se negocien en algún mercado, es necesario considerar que

existen diferencias notables en su funcionamiento, así como en la liquidez de los distintos productos que en ellos se negocian. Si los valores gozan de poca liquidez, podría ser difícil encontrar contrapartida en caso de desear venderlos.

Riesgo de reinversión

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

Relacionado con el riesgo de reinversión, está **el riesgo de amortización anticipada**. En aquellos casos en los que se establezca la posibilidad de amortización anticipada de los valores por parte del emisor y este proceda a realizarla, podría suceder que el inversor no pueda reinvertir el importe de dicha amortización en valores comparables y al mismo tipo de interés.

Riesgo de subordinación y prelación de los inversores ante situaciones concursales

En caso de producirse una situación concursal del emisor, la posición que ocupe el inversor como acreedor y, por tanto, la probabilidad de recuperar su inversión —totalmente o en parte— dependerá de si es tenedor de valores simples o subordinados, así como de si los valores están o no garantizados.

Riesgo derivado del alcance de las medidas que podrían adoptarse en el marco de la reestructuración y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión

Existe una serie de herramientas para resolver entidades de crédito con problemas de solvencia o inviabilidad, entre los que se encuentra el denominado instrumento de recapitalización interna (o *bail in*). Esta

herramienta permite amortizar o convertir en acciones u otros instrumentos de capital los denominados pasivos admisibles para la recapitalización interna. Este es el denominado **riesgo de absorción de pérdidas.** Por lo tanto, en el caso de que el emisor sea una entidad de crédito, los tenedores de los valores podrían verse sujetos a una reducción del valor de estos o a su conversión en instrumentos de capital, lo que podría conllevar que los tenedores de los valores perdiesen parte o, incluso, la totalidad de su inversión.

2.1.6 Puntos clave a tener en cuenta

Antes de invertir en renta fija, conviene:

- Confirmar el tipo de interés que se recibirá y qué periodicidad tienen los pagos, ya que este aspecto afecta a la rentabilidad. Si el interés es variable, conviene conocer cuál es la referencia y el diferencial que se le aplica. También es importante saber cómo se calcula el rendimiento (por ejemplo, mediante observaciones mensuales durante un determinado periodo) o si existe un agente de cálculo. Algunos tipos de interés aumentan o disminuyen con el transcurso del tiempo, según una programación establecida en las condiciones de emisión.
- Informarse de las previsiones de los distintos especialistas sobre la evolución de los tipos de interés.
- Confirmar el precio de emisión y el de reembolso. Este extremo es muy importante, pues en productos referenciados a la evolución de índices o de otros activos subyacentes o cestas de estos, el precio de reembolso puede ser inferior al nominal del valor, y la evolución desfavorable de dichas referencias podría ocasionar pérdidas.
- Confirmar la fecha y las condiciones de amortización. No es lo mismo comprometer el capital a 3, 5 o 10 años.
- Saber de antemano si existen opciones de amortización anticipada, parcial o total, a opción del emisor. En algunos casos, el emisor se reserva la opción de amortizar anticipadamente la totalidad de la emisión en un periodo preestablecido. Si los tipos de interés bajan, el emisor ejercitará la opción de amortización anticipada, y el inversor tendrá que buscar antes de lo previsto una nueva inversión a un tipo de interés inferior. En cambio, si los tipos suben, el emisor no ejercitará la

opción y la inversión se mantendrá hasta el vencimiento final, devengando intereses inferiores a los de mercado.
Otra forma de amortización anticipada es la amortización parcial por reducción del nominal. En este caso no es opcional, sino que es una de las condiciones de la emisión. Es necesario evaluar si una inversión de estas características se ajusta a sus necesidades, pues en unas fechas determinadas recibirá un porcentaje de su inversión inicial.

- Confirmar qué posición otorgarían los valores como acreedor de la entidad en caso de concurso o quiebra de esta, o si los valores pueden estar sujetos a los mecanismos de resolución previstos para las entidades de crédito; podrían llegar a sufrir ajustes a la baja en el valor nominal, conversiones u otras modificaciones.
- Leer atentamente las posibles advertencias que puedan figurar en la información que se entregue con carácter previo a la adquisición, en particular si se destaca que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su especial complejidad.

En cualquier caso, las entidades están obligadas a informar a los potenciales inversores de que está a su disposición el **folleto informativo de la emisión**. Además, deben proporcionar un resumen explicativo del producto. Esta información incluye las características y los riesgos, tanto de la emisión como del emisor.

2.2 Productos de renta variable: las acciones

Invertir en acciones supone convertirse en copropietario de una sociedad, en proporción a la participación adquirida. El rendimiento de la inversión irá ligado a la evolución de la cotización de las acciones y al reparto de beneficios de la sociedad. A diferencia de lo que ocurre con los productos clásicos de renta fija, la rentabilidad periódica de una acción no está fijada de antemano.

2.2.1 Derechos de los accionistas

En una sociedad se pueden encontrar dos grandes grupos de accionistas:

i) **Accionistas de referencia:** son los que cuentan con un porcentaje de participación que les permite intervenir o influir en la gestión de la compañía.
ii) **Accionistas minoritarios:** tienen escasa o nula capacidad de influir en la compañía, salvo que actúen de manera agrupada.

Ambos grupos de accionistas gozan de los mismos derechos, aunque sus intereses no siempre tienen que ser coincidentes. Por un lado, están los derechos **políticos** y, por otro, los **económicos**.

Derechos económicos

- **Derecho al dividendo**
  Es la parte del beneficio que la junta general de accionistas decide repartir a propuesta del consejo de administración.
  Las compañías cotizadas suelen hacer pública la política de dividendos.
- **Derecho de suscripción preferente**
  Cuando una sociedad lleva a cabo una ampliación de capital o emite obligaciones convertibles en acciones, los accionistas gozan de preferencia en la suscripción de las nuevas acciones. Este derecho se negocia en la bolsa o el mercado en el que coticen las acciones. No obstante, la junta general de accionistas puede decidir su exclusión.
- **Derecho a la cuota de liquidación**
  Si la sociedad llegara a liquidarse, los accionistas tendrían derecho a recibir la parte proporcional a su participación, después de que la compañía haya satisfecho sus obligaciones frente a los acreedores.

Derechos políticos

- **Derecho de información**
  El ejercicio de este derecho es fundamental para un adecuado seguimiento de las inversiones. Difícilmente podrá un accionista defender de forma responsable sus derechos si previamente no se ha informado.
- **Derecho de asistencia y voto en las juntas generales de accionistas**
  La participación en las juntas generales es un derecho y una responsabilidad del accionista.
- **Derecho a impugnar los acuerdos** adoptados por la junta general de accionistas o por el consejo de administración, así como a ejercitar la acción de responsabilidad contra los administradores en las condiciones previstas legalmente.

2.2.2 Las sociedades cotizadas

Las compañías cuyas acciones se negocian en una o más bolsas de valores se denominan sociedades cotizadas.

Invertir en acciones de una sociedad cotizada ofrece ventajas frente a la inversión en acciones no cotizadas:

- **Liquidez.** Puesto que se negocian en un mercado regulado, para comprar o vender acciones basta con transmitir a un intermediario autorizado la orden correspondiente. Esta operativa conlleva ciertos gastos: comisiones por tramitación, corretajes y cánones de bolsa, etc. En cambio, si la compañía no cotiza, es el propio inversor quien debe buscar una contraparte para su operación, lo que complica y puede encarecer notablemente la operación.
  Conviene destacar que no todas las sociedades cotizadas tienen la misma liquidez. Esta dependerá fundamentalmente del tamaño de la compañía y de su **capital flotante** (*free float*). El capital flotante es la parte del capital social que se encuentra en manos de los pequeños inversores. En principio, las empresas de mayor tamaño y con mayor capital flotante ofrecen más liquidez.
- **Valoración de la compañía.** El mercado asigna de forma continua un valor a las sociedades cotizadas, que se recoge en el precio de las acciones (cotización). Por el contrario, la valoración de una compañía no cotizada no está determinada por el mercado, por lo que es más difícil para el inversor estimar el precio de la acción.
- **Transparencia.** Las sociedades cotizadas están obligadas a difundir al mercado toda la información que pueda afectar al precio de la acción a través de su página web y las comunicaciones que deben remitir a la CNMV. La CNMV vigila de forma permanente el cumplimiento de estas obligaciones.

2.2.3 Rentabilidad de la acción: la cotización y el dividendo

El rendimiento de las acciones puede provenir de dos vías:

i) Reparto de dividendos entre los accionistas o entrega de acciones gratuitas.
ii) Plusvalías o minusvalías generadas por la evolución de la cotización en el mercado. **Estas plusvalías o minusvalías solo se hacen efectivas en el momento en que se vende la acción**.

EJEMPLO: **Rentabilidad de acciones**

El señor Sánchez compra 500 acciones de la compañía X, que cotiza en la Bolsa de Madrid a un precio de 15 euros por acción. Los costes asociados a la operación le suponen un 0,75 % sobre el efectivo.

- **¿Cuánto desembolsa el señor Sánchez por su inversión?**
  $(500 \times 15) \times (1 + 0{,}0075) = 7556{,}25$ €
- **¿Cuánto ha pagado por cada acción adquirida?**
  $(7556{,}25) / 500 = 15{,}11$ €

Al año siguiente, la compañía aprueba un reparto de dividendos de 0,34 euros por acción (descontada la comisión por cobro de dividendos).

- **¿Qué rentabilidad le supone al señor Sánchez el reparto de dividendos?**
  $0{,}34 / 15{,}11 = 2{,}25$ % de rentabilidad

Tras el cobro del dividendo, el señor Sánchez se plantea vender sus acciones de la compañía X.

- **¿Qué rentabilidad obtendría el señor Sánchez en cada uno de los siguientes casos, considerando unas comisiones por venta del 0,75 % sobre efectivo?** El precio de compra fue de 15,11 euros.

  Caso A) En el momento de la venta, la sociedad cotiza a 17 euros por acción.
  $17 \times (1 - 0{,}0075) = 16{,}87$ € por acción
  $(16{,}87 - 15{,}11) / 15{,}11 = 11{,}65$ % de rentabilidad vía venta de acciones

  Caso B) En el momento de la venta, la sociedad cotiza a 14 euros por acción.
  $14 \times (1 - 0{,}0075) = 13{,}90$ € por acción
  $(13{,}90 - 15{,}11) / 15{,}11 = -8{,}01$ % de rentabilidad vía venta de acciones

2.2.4 Riesgos de la inversión en acciones

Los principales riesgos de la renta variable están vinculados a la **incertidumbre sobre sus rendimientos**.

- Las acciones no tienen una rentabilidad conocida, ni tan siquiera predecible.
- El comportamiento de una acción en el pasado no garantiza su evolución futura.
- La evolución de la acción no depende solo de la propia compañía, sino de factores ajenos, como la situación de la economía, la evolución de otros mercados, de los tipos de interés, de la inflación, etc. Por eso puede ocurrir que algunas compañías con buenos resultados en sus negocios no vean aumentar su valor en bolsa.
- No tienen plazo de vencimiento, por lo que la inversión solo puede deshacerse mediante la venta de las acciones.

2.2.5 Operaciones con acciones

Ampliaciones de capital

Las ampliaciones de capital son operaciones en las que la sociedad obtiene financiación aumentando sus fondos propios, mediante el incremento del valor nominal de las acciones ya existentes o mediante la emisión de nuevas acciones (lo habitual en las sociedades cotizadas).

En las ampliaciones de capital mediante la emisión de nuevas acciones, el precio podrá ser **a la par** (igual al valor nominal de las acciones) o con **prima de emisión** (superior al valor nominal).

- Un supuesto especial de ampliación de capital es aquel que se efectúa con **aportaciones no dinerarias**. En estos casos, al convocar la junta, debe ponerse a disposición de los accionistas un informe de los administradores, en el que se describirán con detalle las aportaciones

proyectadas, su valoración y las personas que las efectúen, así como el número y valor nominal de las acciones que reciben a cambio.
- Otro caso particular son las **ampliaciones de capital liberadas**, en las que el aumento del capital se hace a costa de las reservas de la sociedad. Por tanto, no hay aumento de los fondos propios sino una simple reclasificación.

Las ampliaciones de capital son acordadas por la junta general. Suelen requerir la elaboración de un folleto informativo que recoge las características de la operación, con un apartado de especial relevancia para los inversores en el que se detallan los **factores de riesgo**.

Derechos de suscripción preferente (DSP)

En las ampliaciones de capital, los accionistas suelen tener el derecho preferente de suscribir nuevos títulos, en una proporción tal que les permita mantener su porcentaje anterior de participación en el capital social. De esta forma se evita la dilución de sus derechos económicos y políticos, que se produciría como consecuencia del incremento en el número de acciones.

Los DSP son valores que cotizan en bolsa, por lo que el accionista puede:

- Acudir a la ampliación de capital ejerciendo los DSP asignados.
- Vender los derechos, en su totalidad o en parte.
- Adquirir en bolsa más derechos de los asignados para posteriormente acudir a la ampliación e incrementar su participación en el capital.

Los DSP que no se hayan ejercido durante el periodo de negociación se extinguen, por lo que el titular debe estar atento al plazo durante el cual puede venderlos o ejercerlos.

En caso de ampliaciones de capital liberadas con cargo a reservas, los accionistas reciben derechos de asignación gratuita, que funcionan igual que los DSP.

Ofertas públicas de adquisición (opas)

Una oferta pública de adquisición (opa) es una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los **accionistas de una compañía cotizada** la compra de sus acciones —o de otros valores que permitan adquirirlas— a cambio de un precio. Aunque suele ofrecerse en efectivo, este precio también puede ser en acciones o mixto (dinero y acciones).

Los accionistas de una sociedad objeto de una opa disponen de varias opciones:

- No acudir a la opa y mantener las acciones en cartera. Esta opción no requiere actuación alguna por parte del accionista.
- Aceptar la oferta. En este caso debes transmitir a tu intermediario financiero tu intención de acudir a la opa.
- No aceptar la oferta y vender las acciones en el mercado, para lo que debes transmitir a tu intermediario financiero la correspondiente orden de venta.

Por las importantes consecuencias que pueden tener, conviene prestar especial atención a las **opas de exclusión**, cuya finalidad es que una sociedad deje de cotizar en bolsa. En estos casos, no acudir a la opa y mantener las acciones implica convertirse en accionista de una compañía no cotizada, lo que supone una pérdida de liquidez del valor, escasa transparencia de la compañía por las menores obligaciones de difusión de información, etc.

El ***squeeze-out*** y el ***sell-out*** son dos operaciones estrechamente ligadas al mundo de las opas, en las que, mediante el cumplimiento de determinados requisitos, el oferente puede exigir a los accionistas la venta de sus acciones, o los accionistas exigir al oferente la compra de estas, al precio de la opa.

Fusiones

Una fusión es una operación en la que una sociedad absorbe a otra(s) o en la que dos o más sociedades se integran para constituir una nueva. Es más habitual la primera alternativa (fusión por absorción), con el objetivo de lograr economías de escala o una mayor presencia en los mercados.

Las fusiones deben ser aprobadas por las juntas generales de todas las sociedades participantes, por lo que son los accionistas los que, en última instancia, determinan si les interesa o no la operación.

Para que los accionistas puedan votar con conocimiento de causa, desde la convocatoria de la junta tienen a su disposición, entre otros documentos, el proyecto de fusión elaborado por los administradores de las sociedades que intervienen y los informes de un experto independiente y de los administradores de cada una de las sociedades.

Como accionista tienes derecho a votar en contra de la propuesta de fusión, pero si resulta aprobada por la junta general de accionistas, la operación se llevará a cabo. En este caso, pasarás a ser accionista de la sociedad resultante, a través de un cambio automático de las acciones de la sociedad absorbida o fusionada por acciones de la sociedad absorbente o resultante.

Desdoblamiento (*split*) de acciones

El *split* o desdoblamiento consiste en dividir el valor nominal de las acciones en una proporción determinada y, de forma simultánea, multiplicar el número de acciones.

El objetivo de esta operación es aumentar la liquidez de la acción mediante el incremento del número de acciones en circulación y de la disminución de su valor nominal. Normalmente no requiere la participación del accionista.

Aunque no es frecuente, puede darse la operación contraria, que se conoce como *reverse split* y supone la agrupación de acciones de forma que aumente su precio unitario. A diferencia del *split*, el accionista deberá cuadrar sus acciones en paquetes exactos para alcanzar el nuevo valor nominal.

2.3 Productos derivados

2.3.1 ¿Qué son los derivados?

Los productos derivados son instrumentos financieros cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otro activo denominado **activo subyacente.** El activo subyacente puede ser muy variado: una acción, una cesta de acciones, un valor de renta fija, una divisa, un tipo de interés, un índice bursátil, una materia prima y productos más sofisticados o incluso la inflación o los riesgos de crédito.

Un derivado es una **contratación a plazo** en la que se establecen todos los detalles en el momento del acuerdo, mientras que el intercambio efectivo se produce en un momento futuro.

En otras palabras: imaginemos que vamos a comprar al supermercado un kilo de naranjas. Lo normal es que el acuerdo y la transacción se realicen en el mismo momento, es decir, a la entrega del kilo de naranjas se paga el precio pactado.

Supongamos ahora que acordamos con el frutero que para la semana que viene nos venda un kilo de naranjas al precio al que están hoy. Este acuerdo podría considerarse un derivado o contrato a plazo: hemos fijado los detalles del acuerdo, la cantidad y el precio en el momento actual, si bien el intercambio efectivo se hará en una fecha futura.

Esta idea de acordar una compraventa que se materializará al cabo de un cierto tiempo tiene tanta antigüedad como el comercio mismo; en los mercados financieros holandeses del siglo XVII ya se negociaban contratos derivados cuyo activo eran los bulbos de los tulipanes. Paralelamente, en Japón se desarrollaban los primeros mercados organizados en los que se concertaban contratos que conllevaban la entrega futura de arroz. El hecho de poder conocer cuál sería el precio a cobrar o pagar por una cosecha permitía afrontar el futuro con mayor tranquilidad tanto al productor como al comprador. En estos ejemplos, los bulbos y el arroz son el activo subyacente.

No es hasta el siglo XIX cuando nace en Chicago el primer mercado de derivados moderno, en el que aún hoy en día se negocian contratos sobre productos agrícolas y otras materias primas. En 1973, también en Chicago, se creó el primer contrato que permitía asegurar un tipo de cambio para una fecha futura; fue, pues, el nacimiento del **derivado financiero**. A este lo siguieron otros derivados que permiten la compraventa de activos financieros como acciones, bonos, índices, tipos de interés, etc., en un momento posterior a la fecha del acuerdo.

¿Para qué sirven los productos derivados?

La ventaja de este tipo de contrato es que el comprador y vendedor conocen con certeza la cantidad que se pagará y recibirá por el producto en la fecha acordada. Por tanto, en general, los productos derivados sirven para trasladar el riesgo de unos agentes (que desean venderlo) a otros (que quieren adquirirlo), lo que permite usarlos con finalidades opuestas.

Todo inversor asume el llamado **riesgo de precio** (la incertidumbre sobre cómo se moverá el precio del activo):

- Cuando posee ya ese activo y una caída de su valor le produce pérdidas.
- Cuando, en lugar de realizar su compra hoy, prefiere esperar un tiempo creyendo que el precio va a caer; finalmente, si el precio evoluciona al alza, el inversor tendrá que pagar más que si lo hubiera adquirido al principio.

Este riesgo se observa muy bien en el mercado de acciones. Si te decides a comprar acciones de la empresa X para venderlas más caras en un futuro, existe el riesgo de que su precio baje y tengas pérdidas. Por otro lado, si lo que quieres es esperar a que el precio de unas acciones baje, para poder comprarlas, existe el riesgo de que los precios sigan subiendo y tengas que desembolsar más dinero en el futuro.

Los contratos de derivados permiten manejar este riesgo de precio principalmente de dos maneras:

i) Ayudando a reducirlo en las llamadas **operaciones de cobertura**, en las que el inversor ya posee el activo y desea una protección frente a los movimientos adversos de los precios.
ii) Como una inversión más, en la que el inversor apuesta por la dirección y amplitud del recorrido que va a tomar el precio de un activo durante un periodo determinado.

Advertencia

Los derivados son productos sofisticados que, cuando no se utilizan como cobertura, conllevan un riesgo de pérdida total de la inversión. La inversión en estos productos requiere no solo buenos conocimientos de su funcionamiento y de los sistemas de negociación, sino, en su caso, una predisposición a asumir riesgos elevados, así como la capacidad de afrontar pérdidas.

2.3.2 Tipos de derivados

Los productos derivados más conocidos son los futuros y las opciones, pero existen muchos otros. En el siguiente cuadro se muestran algunos de los de mayor difusión indicando las entidades autorizadas a tramitar su contratación, así como, en su caso, el organismo en el que recae la competencia de autorización y supervisión de este.

Tipo	Categoría	Entidades a través de las que se puede contratar	Supervisor
Productos derivados	Negociados en mercados regulados: – Futuros y opciones financieras (MEFF[6]) – *Warrants*	– Sociedades y agencias de valores – ESI[7] extranjeras autorizadas – Entidades de crédito nacionales – Entidades de crédito extranjeras autorizadas	CNMV
Productos derivados OTC	Productos negociados OTC[8]: – Contratos a plazo (*forward*) – FRA[9] – Permutas financieras (*swaps*) – Opciones …	– Sociedades y agencias de valores – ESI extranjeras autorizadas – Entidades de crédito nacionales – Entidades de crédito extranjeras autorizadas	CNMV
Productos estructurados	Negociados en mercados regulados: – Certificados – *Turbowarrants* …	– Sociedades y agencias de valores – ESI extranjeras autorizadas – Entidades de crédito nacionales – Entidades de crédito extranjeras autorizadas	CNMV
Otros productos no negociables	– De naturaleza mixta – Contratos financieros atípicos (CFA)	– Entidades de crédito nacionales – Entidades de crédito extranjeras autorizadas	CNMV

6 MEFF, Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados.

7 Empresas de servicios de inversión.

8 *Over the Counter*.

9 *Forward rate agreement*.

Futuros

Un futuro es un contrato a plazo negociado en un mercado organizado, por el que las partes acuerdan la compraventa de una cantidad concreta de un valor (activo subyacente) en una fecha futura predeterminada (fecha de liquidación), a un precio convenido de antemano (precio de futuro).

Es decir, se trata de contratos a plazo cuyo objeto son instrumentos de naturaleza financiera (valores, índices, préstamos o depósitos, etc.) o *commodities* (es decir, mercancías como productos agrícolas, materias primas, etc.).

Las características operativas que definen e identifican los futuros son:

- Las condiciones de los **contratos están estandarizadas** por lo que se refiere a su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento.
- Se negocian en mercados organizados, por tanto, pueden comprarse o venderse en cualquier momento de la sesión de negociación sin necesidad de esperar a la fecha de vencimiento.
- Tanto para comprar como para vender futuros, los intervinientes han de aportar garantías, es decir, un importe determinado en función de las posiciones abiertas que mantengan como señal del cumplimiento de su compromiso, de forma que se mitigue el riesgo de contrapartida.

El inversor en futuros debe tener en cuenta que es posible realizar la venta de un futuro sin haberlo comprado antes, ya que lo que se vende es la posición en el contrato por el que el vendedor asume una obligación. Esto es lo que en el mercado se llama **abrir posiciones cortas** o **ponerse corto**.

Opciones

Una opción es un contrato que otorga a su comprador **el derecho**, **pero no la obligación**, a comprar o vender una determinada cuantía del activo subyacente, a un precio determinado llamado precio de ejercicio, en un periodo de tiempo estipulado o vencimiento.

Las opciones pueden otorgar un derecho de compra o un derecho de venta:

- La opción de compra se denomina **opción *call***.
- La opción de venta se denomina **opción *put***.

El comprador de una opción tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender (según el tipo) al vencimiento; por el contrario, el vendedor de la opción está obligado a comprar o vender si el comprador decide ejercer su derecho.

Llegada la fecha de vencimiento, el comprador decidirá si le interesa o no ejercitar su derecho, en función de la diferencia entre el precio fijado para la operación (precio de ejercicio o *strike*) y el precio que en ese momento tenga el subyacente en el mercado de contado (en el caso de acciones, su cotización).

El precio de la opción es lo que el comprador paga por obtener ese derecho y se denomina prima. La prima es realmente el objeto de negociación. El comprador de opciones solo tiene derechos y ninguna obligación, por tanto, sus pérdidas están limitadas a la prima pagada —con esta posición ha vendido el riesgo a un tercero—. Por el contrario, el vendedor de opciones cobra la prima, pero solo tiene obligaciones y asume la posibilidad de tener que soportar unas pérdidas ilimitadas. Por tanto, el vendedor de la opción siempre se queda con la prima, se ejerza o no la opción y con independencia de las pérdidas finales que le pueda ocasionar el haber comprado el riesgo a otro agente.

Conceptualmente, una opción se parece a la operación de pagar a una agencia de viajes una señal o reserva para un crucero que quieres hacer el próximo verano. Con la señal, te reservas el derecho de comprar el crucero a un precio determinado, en una fecha futura. Llegada esa fecha, la agencia de viajes tiene la obligación de venderte el crucero al precio acordado. Pero si tú cambias de idea, no tienes la obligación de pagar el resto del importe; simplemente pierdes la señal.

2.4 Los fondos de inversión

2.4.1 Conceptos básicos

Los fondos de inversión son instituciones de inversión colectiva (IIC); los resultados individuales se determinan en función de los rendimientos obtenidos por un colectivo de inversores.

En realidad, un fondo de inversión es un patrimonio sin personalidad jurídica, formado por la agregación de los capitales aportados por un número variable de personas, llamadas **partícipes**.

Puesto que carece de personalidad jurídica, el fondo de inversión se *relaciona* con el entorno (partícipes, intermediarios o mercados) a través de una sociedad gestora y una entidad depositaria. Las funciones de ambas están claramente definidas:

- La **sociedad gestora** toma las decisiones de inversión y ejerce todas las funciones de administración y representación del fondo. Por tanto, es la sociedad gestora quien invierte el capital aportado por los ahorradores (partícipes) en los distintos activos financieros que constituyen la cartera del fondo: renta fija, acciones, derivados, depósitos bancarios... Entre otras obligaciones, la gestora debe elaborar un folleto y el

documento de datos fundamentales para el Inversor (DFI), en el que se recogen las características del fondo.

– La **entidad depositaria** custodia el patrimonio del fondo (valores o efectivo) y asume ciertas funciones de control sobre la actividad de la gestora, en beneficio de los partícipes.

La unidad de inversión es la **participación**. Su precio o valor de mercado es el **valor liquidativo**, que se calcula dividiendo el patrimonio total del fondo por el número de participaciones en circulación en cada momento.

EJEMPLO 1: **Fondos de inversión.** El 1 de enero comienza a funcionar el fondo de inversión XXX, con cuatro partícipes: el señor A, el señor B, la señora C y la señora D. Cada uno aporta 100 euros, con lo cual el fondo inicia su andadura con un patrimonio inicial de 400 euros. En este caso, cada uno de los inversores es titular de una participación que vale 100 euros. El fondo tiene 4 participaciones en circulación.

La gestora YYY, encargada de la representación y administración del fondo, invierte esos 400 euros en los mercados de valores, de manera que la cartera presenta la siguiente composición:

Valor de renta fija 1	50 euros
Valor de renta fija 2	100 euros
Valor de renta variable 3	125 euros
Valor de renta variable 4	100 euros
Liquidez	25 euros
Total cartera	**400 euros**

Estos valores son administrados por el depositario ZZZ.

El patrimonio del fondo puede aumentar o disminuir por dos motivos:

i) Entradas o salidas de partícipes: los fondos de inversión son instituciones de carácter abierto; en general, cualquier inversor puede entrar o salir del fondo según su conveniencia, comprando o vendiendo participaciones. La compra de participaciones se denomina **suscripción**, y la venta supone un **reembolso**, parcial o total, de la cantidad invertida. Por tanto, el número de participaciones en circulación varía constantemente, a medida que los inversores entran o salen del fondo.
ii) Variaciones en el valor de mercado de los activos que componen la cartera del fondo. Estas fluctuaciones en la valoración de la cartera son las que determinan la rentabilidad del fondo y, en consecuencia, para cada uno de los partícipes.

A cambio de contar con una gestión profesional de sus inversiones, el partícipe paga ciertas **comisiones**, que varían según los fondos (y que se detallan en su folleto explicativo), dentro de unos límites máximos fijados por la ley.

Comisiones

Las comisiones que cargan los fondos de inversión pueden tener una incidencia significativa en la rentabilidad. Su cuantía y condiciones de aplicación se detallan de forma exhaustiva en el folleto del fondo. Hay distintos tipos de comisiones:

- Comisiones de gestión y depósito: son las que cobran la gestora y el depositario, respectivamente. Estas comisiones son implícitas, es decir, ya están deducidas del valor liquidativo del fondo que se publica (puesto que se cargan directamente al fondo).
- Comisiones de suscripción y reembolso: pueden ser a favor de la gestora o del propio fondo (en este caso se denomina descuento a favor del fondo). Son explícitas, es decir, se cargan al partícipe en el momento en que se realiza la suscripción o el reembolso, como un porcentaje del importe suscrito o reembolsado (con un máximo del 5 %) y deduciéndose de este.

Asimismo, es posible que se cobren comisiones por cambiar la inversión de un compartimento a otro, dentro del mismo fondo.

Un fondo de inversión aplica distintas comisiones a las diferentes clases de participaciones que emite, en función de criterios como las políticas de comercialización (diferentes comisiones si el fondo se suscribe por Internet, por teléfono o en una sucursal), el volumen de inversión (en general, a mayores volúmenes de inversión, menores comisiones), la divisa de denominación del fondo u otros parámetros.

Por ejemplo, puede ocurrir que en un mismo fondo una clase de participaciones (A) tenga una comisión de gestión alta y esté exenta de comisiones de suscripción y reembolso, mientras que para otra clase (B) la comisión de gestión sea más reducida, pero se apliquen comisiones de suscripción y reembolso. Dependiendo del plazo durante el que se espera mantener la inversión o de la intención de realizar reembolsos o suscripciones periódicas, será más interesante la inversión en una clase de participaciones o en otra. Los inversores deben tener en cuenta este aspecto para elegir la clase de participaciones con la estructura de comisiones más conveniente.

Por una parte, las comisiones de gestión y depositaría se cargan al fondo de forma directa (por la sociedad gestora y por el depositario, respectivamente), por lo que deben restarse del patrimonio del fondo para calcular la rentabilidad que obtiene el inversor. Además, para algunos fondos, la gestora puede cobrar directamente al partícipe comisiones por la suscripción o el reembolso de las participaciones.

Importante

Una característica muy importante de los fondos es que los resultados, ya sean beneficios o pérdidas, no son percibidos de manera efectiva por el inversor mientras no se produzca el reembolso de las participaciones. El tratamiento fiscal de las participaciones en fondos de inversión resulta ventajoso porque hasta el momento del reembolso no se tributa por las plusvalías.

EJEMPLO 2: **Fondos de inversión:** un mes después de comenzar a funcionar el fondo XXX, la cartera tiene los siguientes valores de mercado:

	Mes anterior	Mes actual
Valor de renta fija 1	50 euros	55 euros
Valor de renta fija 2	100 euros	100 euros
Valor de renta variable 3	125 euros	117 euros
Valor de renta variable 4	100 euros	115 euros
Liquidez	25 euros	24 euros
Total cartera	**400 euros**	**411 euros**

Aunque unos valores han evolucionado mejor que otros, el conjunto de la cartera se ha revalorizado hasta los 411 euros. Para calcular el patrimonio hay que restar los 2 euros de comisión de gestión cargados por la gestora YYY más 1 euro que percibe el banco depositario ZZZ por sus servicios de administración de los valores.

Por tanto, el patrimonio del fondo asciende a 408 euros y el valor liquidativo es ahora de 102 euros. Hasta el momento, cada partícipe registra una plusvalía de 2 euros.

2.4.2 ¿Cómo se calcula la rentabilidad de un fondo?

Como ya se ha explicado, la unidad de inversión en un fondo es la participación, y el valor liquidativo es el precio de cada participación en un momento dado.

$$Valor\ liquidativo = \frac{Patrimonio\ del\ fondo}{Número\ de\ participaciones\ en\ circulación}$$

En los fondos tradicionales, este cálculo lo realiza la gestora diariamente[10]. La difusión del valor liquidativo es obligatoria a través de la página web de la entidad según se indique en el folleto del fondo; también suele realizarse a través de la prensa o de difusores de información económica como Bloomberg, Reuters, etc.

La rentabilidad se calcula como el porcentaje de variación del valor liquidativo entre la fecha de suscripción y la fecha de reembolso[11].

$$Rentabilidad = \frac{Valor\ liquidativo\ final\ -\ Valor\ liquidativo\ inicial}{Valor\ liquidativo\ inicial} \times 100$$

EJEMPLO: **Rentabilidad de un fondo de inversión**

La familia Gómez suscribió hace 2 años 50 participaciones del fondo AAA, a un precio de 1000 euros cada participación. En este momento, el valor liquidativo es de 1025 euros. Los señores Gómez deciden recuperar la mitad de su inversión y reembolsan 25 participaciones.

Aplicando la fórmula anterior, se concluye que la rentabilidad de esta inversión ha sido del 2,50 %: invirtieron 25 000 euros y han recibido 25 625.

Dos meses después, para hacer frente a un pago inesperado, reembolsan el resto de sus participaciones. Sin embargo, los mercados han evolucionado a la baja y el valor liquidativo es de 985 euros.

En este caso, se ha producido una rentabilidad negativa del –1,50 %: invirtieron 25 000 euros y han recuperado solo 24 625.

---

10 Determinados tipos de IIC, debido a la naturaleza y características de los activos en los que invierten, pueden calcular el valor liquidativo con una periodicidad superior: mensual, trimestral, etc.

11 De forma excepcional, algunos fondos pueden distribuir parte del beneficio entre los partícipes, en lugar de acumularlo al patrimonio del fondo. En estos casos, para calcular la rentabilidad obtenida habría que sumar el beneficio distribuido al valor liquidativo final.

El ejemplo muestra cómo la rentabilidad puede ser tanto positiva como negativa, según la evolución del valor liquidativo. Ten en cuenta que esta manera de calcular la rentabilidad nos indica la variación del valor liquidativo en un periodo de tiempo que no tiene por qué coincidir con el año. Es decir, en el primer caso, el inversor ha obtenido una rentabilidad del 2,50 % en un periodo de 2 años. Para poder comparar estos rendimientos con los de otros productos que suelen expresarse en términos de interés anual, sería necesario anualizar la rentabilidad (el ejemplo correspondería a un rendimiento anual del 1,24 %).

Asimismo, es importante considerar que la existencia de comisiones de suscripción o de reembolso reducirá la rentabilidad final de la inversión.

2.4.3 Operativa de suscripciones, reembolsos y traspasos

Suscripción de participaciones

La inversión en un fondo se hace mediante la suscripción de participaciones: las gestoras emiten las participaciones necesarias para hacer frente a las solicitudes de suscripción. Cada inversor obtiene un número de participaciones que es el resultado de dividir el importe invertido entre el valor liquidativo aplicable a la operación.

El valor liquidativo aplicable puede ser el del mismo día de la solicitud (que se publicará al día siguiente) o el del día siguiente a la solicitud (publicado dos días después), según se prevea en el folleto del fondo.

Algunos fondos están sujetos a comisiones de suscripción que pueden llegar hasta el 5 % del importe invertido.

EJEMPLO: **Suscripción de participaciones**

La señora Gómez decide invertir 1000 euros en el fondo AAA. El folleto de este fondo indica que se aplicará el valor liquidativo del día siguiente a la solicitud. Existe una comisión de suscripción del 5 %.

La señora Gómez formaliza la solicitud de suscripción en su entidad financiera el día 3 de octubre. Por tanto, en este caso, según lo establecido en el folleto, la operación se realizará al valor liquidativo del día 4 de octubre, que se hará público el día 5.

Tras los cálculos realizados por la gestora, el valor liquidativo del 4 de octubre es de 10 euros: cada participación adquirida ese día cuesta 10 euros. Así, la señora Gómez podría obtener 100 participaciones.

$$Número\ de\ participaciones = \frac{Importe\ invertido}{Valor\ liquidativo}$$

Sin embargo, la comisión de suscripción (1000 × 5 % = 50 €) reduce la cantidad disponible para invertir a 950 euros, por lo que la inversión de la señora Gómez le proporciona en realidad 95 participaciones (950 / 10).

Para suscribir un fondo de inversión hay que seguir estos pasos:

i) **Elegir a un intermediario**. Puedes adquirir participaciones de fondos de inversión a través de intermediarios financieros como sociedades y agencias de valores o entidades de crédito nacionales o extranjeras. En principio, las sociedades gestoras también pueden comercializar sus fondos, bien de forma directa o bien a través de agentes o apoderados; sin embargo, es más frecuente que lo hagan a través de los intermediarios mencionados. A su vez, es fácil encontrar entidades que venden fondos de distintas gestoras, además de los pertenecientes a su grupo financiero.
ii) **Abrir una cuenta corriente**. Las entidades financieras suelen exigir la apertura de una cuenta corriente (nunca una cuenta de valores, que no

es necesaria cuando se trata de fondos de inversión) para canalizar los movimientos derivados de la suscripción y el reembolso de participaciones. El objetivo es mejorar la eficacia operativa, pero no se trata de una obligación legal, por lo que en ningún caso estas cuentas corrientes pueden llevar aparejadas comisiones de apertura, mantenimiento o cancelación para el cliente, salvo que también se utilicen para operativa ajena al fondo de inversión.

iii) **Transmitir la orden al intermediario** (suscripción, reembolso o traspaso). Existen diversas vías para transmitir las órdenes. Pueden realizarse en las oficinas de la entidad que comercializa los fondos, aunque cada vez es más frecuente contratar fondos de inversión a través de Internet. Aunque la contratación se realice por Internet, el inversor tiene derecho a recibir la misma información que si hubiese comprado el fondo por vías tradicionales. En la orden debe quedar claro no solo el fondo del que se trate, sino también el día y la hora en que se efectúa la operación.

Importante

Algunos fondos tienen una **inversión mínima** de entrada; no admiten inversiones por debajo de una determinada cantidad (que viene establecida en el folleto).

iv) **Documentación para entregar.** Las entidades comercializadoras están obligadas a entregar de forma gratuita a los clientes el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) del fondo y el último informe semestral publicado, antes de la suscripción y con independencia del canal utilizado para la venta (presencial, teléfono, Internet...).

La importancia de consultar el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI)

Las entidades comercializadoras están obligadas a entregarlo a sus clientes antes de la suscripción de las participaciones, cualquiera que sea el canal que se emplee para la venta (presencial, telefónico, Internet, etc.). Asimismo, el inversor siempre podrá obtener los folletos de los fondos de los que sea partícipe en las propias entidades financieras, en sus páginas web y en la CNMV.

Aunque a primera vista algunos apartados del folleto puedan parecer complejos, no es difícil localizar aquellas informaciones esenciales para el futuro partícipe. En caso de dudas sobre su contenido o alcance, debe consultar siempre al intermediario o a la CNMV. Como resumen de los capítulos anteriores, es necesario comprobar en el folleto los siguientes datos:

- **Características generales del fondo**
  - Perfil de riesgo
  - Inversión mínima inicial
  - Inversión mínima a mantener
  - Duración mínima recomendada de la inversión
  - Periodo de comercialización (garantizados)

- **Suscripciones y reembolsos**
  - Valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos
  - Hora de corte
  - Preavisos (para el reembolso)
  - Frecuencia de cálculo del valor liquidativo
  - Lugares de publicación del valor liquidativo

- **Política de inversión**
  - Categoría del fondo, tipos de activos en los que se piensa invertir
  - Objetivo de gestión (garantía, objetivo de rentabilidad no garantizado…)
  - En fondos garantizados, características principales de la garantía

- **Garantía de rentabilidad (solo para fondos garantizados)**
  - Alcance y circunstancias condicionantes de la garantía
  - Fecha de vencimiento de la garantía
  - Fórmulas de cálculo de la posible revalorización
  - TAE garantizada, si es posible su cálculo

- **Comisiones**
  - Comisiones aplicadas
  - Base para el cálculo de las comisiones (patrimonio, resultados…)
  - Otras condiciones para la aplicación de comisiones (tramos de permanencia, ventanas de liquidez…)
  - Límite máximo de las comisiones (para cada compartimento y clase de participación)

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

Los contenidos del folleto deben estar actualizados en todo momento. Cuando las modificaciones introducidas suponen una variación sustancial en las características del fondo, la gestora ha de otorgar a los partícipes el **derecho de separación** (posibilidad de abandonar el fondo sin pagar comisión de reembolso). Entre los supuestos que obligan a otorgar al partícipe el derecho de separación se encuentran: la modificación de la política de inversión, el establecimiento o la elevación de comisiones, las modificaciones en las condiciones de la garantía, etc. Si los cambios solo afectan a uno o varios de los compartimentos, el derecho de separación solo se reconoce a los partícipes de los compartimentos afectados.

Reembolso de participaciones

Para deshacer la inversión en un fondo es necesario reembolsar las participaciones a un determinado valor liquidativo (el que corresponda en la fecha en que se solicita el reembolso).

La determinación del valor liquidativo aplicable a los reembolsos se realiza de la misma manera que para las suscripciones: será el del día de la solicitud o el del día siguiente (según lo que establezca el folleto).

Asimismo, es habitual que los folletos recojan lo que se denomina **hora de corte**: las solicitudes recibidas a partir de esa hora se consideran realizadas el día hábil siguiente, a efectos del valor liquidativo aplicable.

Con carácter general, el depositario hará efectivo el pago del reembolso al partícipe en un plazo máximo de tres días hábiles, contados desde la fecha del valor liquidativo que resulte aplicable. Excepcionalmente este plazo se podrá ampliar hasta cinco días hábiles.

Si existe comisión de reembolso, se calculará sobre el importe total de la operación y se detraerá de este.

EJEMPLO: **Reembolso de participaciones**

Continuando con el ejemplo anterior, al cabo de 6 meses, el día 3 de abril a las 13:15 h, la señora Gómez reembolsa sus 950 participaciones. El folleto del fondo fijaba como hora de corte las 12:00 h. Puesto que la solicitud de reembolso se ha realizado después de la hora de corte, a efectos de valor liquidativo aplicable la solicitud se considera presentada el día siguiente, el 4 de abril.

El valor liquidativo aplicable resulta ser de 11, por lo que en principio el importe a reembolsar sería de 1045 euros (950 × 11).

$$Número\ de\ participaciones \times Valor\ liquidativo = Importe\ reembolsado$$

Sin embargo, el folleto del Fondo AAA establece que si el partícipe reembolsa durante el primer año de permanencia en el fondo, se aplicará una comisión de reembolso del 5 % (en este caso 52,25 euros = 1045 × 5 %).

Por tanto, la cantidad que en realidad obtiene la señora Gómez, antes de aplicar la retención fiscal, es de 992,75 euros en lugar de 1045.

Es importante tener en cuenta los siguientes aspectos relacionados con el reembolso de participaciones:

- **Inversión mínima que mantener**. En ocasiones los fondos exigen el mantenimiento de una inversión mínima para poder conservar la condición de partícipe. Este dato, que también se encuentra en el folleto, es muy relevante para el inversor, porque, si en un momento dado deseara efectuar un reembolso o traspaso parcial y, como consecuencia, el valor de la inversión o el número de participaciones que se mantienen en el fondo quedaran por debajo del mínimo a mantener, la gestora podrá llevar a cabo el reembolso total de sus participaciones.
- **Preavisos**. Las gestoras podrán exigir preavisos de hasta 10 días para aquellas solicitudes de reembolso superiores a 300 000 euros.

Traspasos

Un traspaso no es más que el reembolso de un fondo de inversión y la inmediata suscripción de otro, conservando la antigüedad de la primera inversión a efectos fiscales. Esto significa que las plusvalías no tributan mientras no se produzca el reembolso definitivo.

Los traspasos pueden producirse entre fondos bien de la misma gestora o bien de distintas gestoras.

El primer caso es el más sencillo, ya que la entidad de destino y la de origen son la misma, lo que simplifica los trámites de comprobación. El partícipe tiene que dirigirse a la entidad y solicitar el traspaso entre los dos fondos de inversión, indicando el importe o número de participaciones que desea traspasar. En un máximo de tres días hábiles debería estar materializada la inversión en el fondo de destino.

Cuando los fondos son de gestoras diferentes, el procedimiento es algo más complejo y, en circunstancias normales, podría durar **en torno a ocho días hábiles**.

No existen comisiones por traspaso de un fondo a otro. Sin embargo, el traspaso implica un reembolso y una suscripción, por lo que el inversor podría tener que hacer frente a las correspondientes comisiones, si así lo prevén los folletos de los fondos implicados.

Aunque los traspasos más frecuentes se dan entre fondos de inversión mobiliaria, también pueden realizarse traspasos desde y hacia otro tipo de IIC: fondos extranjeros sujetos a la normativa europea (la mayoría de los registrados en la CNMV para su comercialización en España), fondos de inversión inmobiliaria, sociedades de inversión de capital variable (SICAV), etc. Las características específicas de las instituciones implicadas pueden afectar a los costes y a los plazos del traspaso.

2.4.4 Tipos de fondos

Aunque hay varios criterios para clasificar la amplia gama de fondos de inversión (por ejemplo, por la zona geográfica de las inversiones), la clasificación más habitual se establece según la **vocación inversora** del fondo, es decir, según el tipo de activos financieros en los que el gestor invierte las aportaciones de los partícipes. Esta vocación inversora (o política de inversión) determina el nivel de riesgo que asumen los partícipes. Conocer la política de inversión (definida en el folleto de cada fondo) permite que el inversor elija el que mejor se adapte a sus expectativas, situación económica y perfil de riesgo.

De acuerdo con este criterio, se puede hablar de los siguientes tipos de fondos:

- **Fondos monetarios**: no invierten en renta variable, materias primas o divisas. La duración media de su cartera es igual o inferior a 6 meses y solo pueden invertir en activos de elevada calidad crediticia. Los **monetarios a corto plazo** se caracterizan por que la duración media de la cartera es igual o inferior a 60 días.
- **Fondos de renta fija**: no invierten en renta variable.
- **Fondos de renta variable**: invierten más del 75 % en renta variable.
- **Fondos mixtos**: en este grupo se podrán encontrar **fondos de renta fija mixta**, que invierten el 30 % como máximo en renta variable, o **fondos de renta variable mixta**, que invierten en renta variable entre el 30 % y el 75 %.
  Tanto los **fondos de renta fija** como los **fondos de renta variable** y los **fondos mixtos** pueden ser, a su vez, **euro o internacionales**, dependiendo de si invierten en divisas.
- **Fondos total o parcialmente garantizados**: en función de si aseguran o no la totalidad de la inversión inicial. A su vez, dentro de los fondos totalmente garantizados puede haber:
  - **Fondos garantizados de rendimiento fijo**, que aseguran la inversión más un rendimiento fijo con la garantía de un tercero.
  - **Fondos garantizados de rendimiento variable**, que aseguran la recuperación de la inversión inicial con la garantía de un tercero y ofrecen la posibilidad de obtener un rendimiento vinculado a la

evolución de un instrumento de renta variable, divisa o cualquier otro activo.

- **Fondos de gestión pasiva**: su política de inversión consiste en replicar o reproducir un índice bursátil o financiero. En esta categoría se incluyen los fondos con un objetivo concreto de rentabilidad no garantizado y los fondos cotizados (ETF, *Exchange Traded Funds*).
- **Fondos de retorno absoluto**: persiguen obtener a medio plazo rentabilidades positivas, con independencia de la evolución del mercado y con una volatilidad controlada. Los fondos de inversión libre (también conocidos como *hedge funds*) suelen pertenecer a esta categoría.
- **Fondos globales**: son fondos cuya política de inversión no encaja en ninguna de las vocaciones anteriores.

2.4.5 Fondos garantizados

Son fondos garantizados los que aseguran que, como mínimo, en una determinada fecha futura se conservará la totalidad o parte de la inversión inicial. En algunos casos, se ofrece también una cierta rentabilidad asegurada.

No son garantizados, aunque puedan parecerlo y en ocasiones induzcan a confusión, otros tipos de fondos que tienen como objetivo de inversión o de rentabilidad la obtención de un determinado rendimiento fijo o vinculado a alguna referencia (Euribor...). Precisamente, la diferencia es que ese rendimiento es un objetivo y no una garantía, por lo que no es exigible por parte del inversor. Es, por tanto, un **objetivo no garantizado**.

Los fondos garantizados presentan ciertas características que deben ser bien conocidas antes de la suscripción. Pese a la relativa seguridad que ofrecen, pueden no resultar adecuados para todos los inversores.

Restricciones de liquidez

Los fondos garantizados tienen **una fecha de vencimiento de la garantía** que es la fecha futura en la que se asegura que las participaciones alcanzarán un

determinado valor liquidativo (valor liquidativo garantizado). **Solo tienen derecho a la garantía los partícipes que mantengan su inversión hasta la fecha de vencimiento.**

Las participaciones reembolsadas antes de ese momento no están garantizadas. Si por algún motivo el partícipe necesita reembolsar antes del vencimiento de la garantía, recibirá por sus participaciones el valor liquidativo que corresponda en la fecha de reembolso, que podrá ser superior o inferior al inicial. Además, en general, también tendrá que hacer frente a la comisión de reembolso (hasta un 5 % del importe reembolsado).

Existen algunos fondos garantizados que cuentan con las llamadas **ventanas de liquidez**. Estas ventanas de liquidez son fechas predeterminadas en las que el partícipe puede reembolsar total o parcialmente sin pagar comisión de reembolso, siempre que se respeten los plazos de preaviso[12]. Se trata de una apreciable ventaja para el inversor, porque suaviza la iliquidez de este tipo de productos. Sin embargo, el partícipe deberá tener en cuenta que estos reembolsos se realizan al valor liquidativo de esa fecha, por lo que no se beneficiará de la garantía y podrá registrar pérdidas.

Importante

No es aconsejable invertir en un fondo garantizado si crees que puedes necesitar el capital antes de la fecha de vencimiento de la garantía (que suele fijarse entre 1 y 6 años).

¿Qué sucede al vencimiento de la garantía?

Con carácter general, llegado el vencimiento de la garantía, estos fondos establecen o inician un nuevo periodo garantizado que incluye cambios significativos en su naturaleza, características e incluso, a veces, en su

[12] El plazo de preaviso suele oscilar entre tres días y una semana. Se suele expresar en días hábiles (generalmente, sin contar sábados, domingos y festivos). En el folleto se detallan las fechas de las ventanas de liquidez y los plazos de preaviso, con indicación, en su caso, de lo que se entiende por día hábil a estos efectos.

denominación. En otros casos, los fondos pueden dejar de ser garantizados y seguir funcionando normalmente, con otra política de inversión.

A medida que se aproxime la fecha de vencimiento de la garantía, la gestora enviará a los inversores una carta informándolos sobre los cambios que se producirán en el fondo. Los inversores disponen de las siguientes opciones:

- **No aceptar las nuevas condiciones**: en tal caso, el partícipe debe ejercer el **derecho de separación**, que le permite recuperar su inversión o traspasarla a otro fondo sin soportar comisiones de reembolso durante un periodo de tiempo limitado (un mes, como mínimo). Este plazo viene indicado en la carta remitida por la entidad.
- **Permanecer como partícipe en el fondo**: esta opción no exige actuación alguna, ya que si el inversor no ordena el reembolso durante el plazo del que dispone para separarse, se sobreentiende que está conforme con las nuevas características y desea mantener su inversión en el fondo. A partir de ese momento, el partícipe queda sujeto a las nuevas condiciones (entre las que puede incluirse la aplicación de comisiones por reembolso, por ejemplo).

El partícipe debe ser consciente de que, tras el vencimiento de una garantía y una vez transcurrido el periodo durante el cual se puede ejercer el derecho de separación gratuito, los reembolsos se realizarán a precio de mercado y existe la posibilidad de que este sea inferior al que se alcanzó en el momento del vencimiento de la garantía.

2.4.6 Otros tipos de instituciones de inversión colectiva

Existen distintos criterios para clasificar la gama de instituciones de inversión colectiva recogida en nuestra legislación: según la forma jurídica (se distingue entre fondos y sociedades), la naturaleza de las inversiones (determina que una institución sea financiera o no financiera), etc.

Hasta ahora se ha hecho referencia exclusiva a los fondos de inversión (FI) mobiliaria, por ser el producto más extendido entre los inversores particulares en España. Sin embargo, existen otros tipos de instituciones de inversión

colectiva que presentan ciertas peculiaridades en relación con el régimen general descrito anteriormente.

Sociedades de inversión mobiliaria (SICAV)

Se diferencian de los fondos de inversión en que los primeros son simplemente un patrimonio en el cual cada ahorrador se convierte en un **partícipe** de dicho fondo. En cambio, las SICAV son sociedades anónimas y los ahorradores que aportan su dinero se convierten en accionistas. Las SICAV pueden autogestionarse o encargar su gestión a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).

Al igual que los fondos de inversión, las SICAV también pueden tener compartimentos con distintas políticas de inversión y emitir diferentes series de acciones con su propio régimen de comisiones. Las acciones de las SICAV pueden negociarse en bolsas de valores o sistemas multilaterales de negociación o se puede invertir en ellas mediante un procedimiento similar a la suscripción y reembolso de fondos de inversión.

Fondos cotizados

Los **fondos cotizados** o **ETF** (***Exchange Traded Funds***) son aquellos cuyas participaciones se negocian en bolsas de valores. Su política de inversión suele consistir en reproducir la evolución de índices bursátiles o de renta fija.

La negociación bursátil de las participaciones permite al inversor conocer en todo momento cuál es el valor liquidativo. Se podría, por tanto, comprar y vender varias veces al día, a precios diferentes según la evolución del índice o de la acción. En definitiva, la operativa sería similar a la compra y venta de acciones en bolsa, con las consiguientes ventajas de liquidez, transparencia e inmediatez.

Fondos de inversión libre y fondos de fondos de inversión libre

Los **fondos de inversión libre (FIL)** y **los fondos de fondos de inversión libre (IICIICIL)** son fondos de inversión que se gestionan mediante estrategias y

técnicas en general sofisticadas y presentan características y riesgos difíciles de comprender para el inversor particular.

Los **fondos de fondos de inversión libre** se conciben, en principio, como un producto accesible para el inversor particular, mientras que los **fondos de inversión libre** se comercializan a clientes profesionales y clientes que inviertan al menos 100 000 euros.

Los **fondos de inversión libre** también se conocen como fondos de inversión alternativa o *hedge funds*. No están sujetos a las restricciones de inversión establecidas para la mayor parte de los fondos: pueden invertir en cualquier tipo de activo, seguir la estrategia de inversión que consideren más apropiada y endeudarse en mayor medida que el resto de los fondos (hasta varias veces su patrimonio). En general son productos poco líquidos, ya que suelen tener la posibilidad de permitir los reembolsos solo cada cierto tiempo, como tres o seis meses.

Importante

Los fondos de inversión libre (*hedge funds*) tienen altos niveles de riesgo. Por sus características especiales, se dirigen a clientes profesionales (bancos, aseguradoras, fondos de pensiones...) o a clientes no profesionales pero con una inversión mínima de 100 000 euros y que dejan constancia por escrito de que conocen los riesgos de la inversión.

Los **fondos de fondos de inversión libre** son instituciones de inversión colectiva concebidas para que los inversores particulares puedan acceder a los productos de inversión alternativa. No invierten directamente en valores, sino en otros fondos de inversión, que han de ser, en su mayoría, fondos de inversión libre.

La libertad de que gozan para decidir sus estrategias les permite acceder a nuevas oportunidades de inversión, pero también suele implicar mayores niveles de riesgo. El valor de la inversión puede variar de forma significativa a lo largo del tiempo, y el rendimiento no tiene por qué estar ligado a la

evolución de los mercados de valores. En general, son menos líquidos que los fondos tradicionales.

Antes de contratar un fondo de fondos de inversión libre, el inversor debe firmar un documento en el que declara haber sido informado de todos los riesgos inherentes al producto. La entidad está obligada a entregar una copia firmada al partícipe. Es aconsejable conservarla junto con el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) y la orden de suscripción mientras se mantenga la condición de partícipe.

Instituciones de inversión colectiva extranjeras

En España también se comercializan fondos y sociedades de inversión extranjeros entre inversores minoristas. Estas instituciones extranjeras pueden estar sometidas a la normativa UCITS de la Unión Europea —Directiva 2009/65/CE— (instituciones armonizadas) o no estarlo (no armonizadas).

Los intermediarios financieros autorizados pueden vender libremente en España las armonizadas (siempre que tanto la institución como la entidad comercializadora estén inscritas en los registros de la CNMV), por lo que también son una alternativa de inversión colectiva para el inversor español.

También es posible comercializar instituciones no armonizadas en España, previa autorización expresa de la CNMV y tras la inscripción en los registros públicos de este organismo, pero son un tipo de institución con menor presencia en el mercado español.

Muchas instituciones extranjeras calculan su valor liquidativo con periodicidad quincenal, mensual o superior. En estos casos, el valor liquidativo aplicable a las suscripciones y los reembolsos será el primero que se calcule con posterioridad a la solicitud de la operación.

3 Las decisiones de inversión

3.1 El perfil del inversor

Ya se ha comentado la importancia de determinar el perfil del inversor antes de tomar decisiones de inversión. Después de conocer las características principales de los diferentes productos de inversión —riesgo, rentabilidad, liquidez y plazo, así como las comisiones y el tratamiento fiscal—, será más fácil apreciar cómo la determinación del perfil puede ayudar a encontrar los productos financieros que mejor encajen con las necesidades y preferencias del inversor.

Las entidades que comercializan productos de inversión no saben, *a priori*, sin haber hecho un análisis, qué productos son los más adecuados para ti. Para saberlo, tendrán que realizar una serie de evaluaciones[13].

Con el tiempo, los cambios en la situación financiera y otras circunstancias personales, incluidas las experiencias acumuladas, pueden modificar el perfil inversor.

3.1.1 Punto de partida: situación financiera y personal

El primer paso es determinar el ahorro disponible y en qué condiciones se puede invertir. El examen de la situación personal y financiera supone establecer cuáles son nuestros ingresos, gastos, bienes y deudas:

$$Ingresos - Gastos = Ahorro$$

Puedes mantener este ahorro en dinero (liquidez) o invertirlo en otros activos:

$$Activos - Deudas = Patrimonio$$

[13] Este análisis es obligatorio cuando la entidad presta un servicio denominado **asesoramiento de inversión**, por el cual se recomienda una entre varias alternativas posibles. La entidad debe analizar tu situación financiera, tus objetivos de inversión y tus conocimientos y experiencia como inversor en relación con cada producto. En otras ocasiones la entidad no asesora, sino que comercializa (vende directamente) sus productos, sin realizar recomendación alguna; en este caso, no es necesario que realice un análisis tan completo.

Un análisis correcto de la situación financiera permite poner nuestra economía en orden. ¿Cuáles son nuestros gastos e ingresos? ¿Qué tenemos pendiente de pago? Se debe hacer este análisis con cierta perspectiva y no considerando solo el momento presente. Así, hay que valorar la seguridad de los ingresos y la estabilidad o variabilidad de los gastos en un horizonte de varios años. Es decir, en la medida de lo posible, hay que intentar anticipar la situación futura.

3.1.2 Objetivos y plazo

Según cuáles sean nuestras necesidades y el ahorro con el que contemos, se podrán fijar unos **objetivos de inversión**: independizarse, comprar una casa, constituir un negocio, estudiar en el extranjero, acumular capital para la jubilación, etc. Los objetivos deberían ser concretos, con finalidad, importe y fecha determinados. Así conoceremos el horizonte temporal de la inversión (plazo) y la rentabilidad necesaria para alcanzar el objetivo.

3.1.3 Aversión y tolerancia al riesgo

Determinar el plazo e importe necesarios para lograr un objetivo indica qué rendimiento vamos a necesitar para la inversión. Por desgracia, no siempre es posible encontrar un producto que brinde la rentabilidad deseada. Evidentemente, todos quisiéramos obtener la máxima rentabilidad posible, pero, como ya se ha visto, la única forma de aspirar a rentabilidades altas es asumiendo niveles de riesgo elevados.

Se debe evaluar la aversión y tolerancia al riesgo desde dos perspectivas:

i) Una objetiva, que es la **capacidad financiera** de asumir pérdidas derivadas de la inversión. Esta capacidad vendrá determinada por la situación económica (ingresos, gastos, deudas, etc.), los objetivos, las necesidades y el horizonte temporal. Es decir,

Información de interés

Sin ser una clasificación exacta, se suele hablar de inversores **conservadores, moderados y arriesgados**, en función del nivel de riesgo que están dispuestos a asumir y los rendimientos que esperan obtener.

¿cuánto dinero se podría perder sin comprometer en exceso la situación financiera?

ii) La otra perspectiva es completamente subjetiva; se trata de la **disposición psicológica** a asumir las pérdidas. No todo el mundo se siente cómodo con la posibilidad de perder parte de sus ahorros, aunque tengan capacidad financiera para soportar las pérdidas. Los inversores con mucha aversión al riesgo pueden sentir pánico durante los reveses momentáneos del mercado y vender cuando no es el momento adecuado.

EJEMPLO: **Rentabilidad y riesgo**

Supón que dispones de 25 000 euros y quieres que se conviertan en 35 000 euros en 5 años, para poder pagar la entrada de una vivienda. ¿Qué rentabilidad debe darte la inversión para alcanzar este objetivo? Un sencillo cálculo nos dice que necesitas un 8 % anual[14].

Un bono al 8 % fijo anual supone un cupón anual de 2000 euros (25 000 × 0,08).

Total al vencimiento: (2000 × 5 cupones) + 25 000 amortización = 35 000 €.

Sin embargo, sería difícil lograr ese tipo de interés en las condiciones de mercado actuales sin asumir riesgo. El rendimiento de los valores con muy bajo riesgo, como los bonos del Estado, suele ser mucho menor. Los bonos de renta fija privada con calificación de grado de inversión podrían ofrecer algo más de rentabilidad, pero quizá no la suficiente.

Habría que sopesar la rentabilidad y los riesgos de otros productos, como acciones, un fondo de inversión de renta variable, un bono de alto rendimiento, etc. Pero el retorno de estos productos no está garantizado y, en función de la evolución del mercado, podríamos no obtener la rentabilidad esperada e incluso tener pérdidas.

[14] El cálculo se ha realizado utilizando el tipo de interés simple, suponiendo que no se reinvierten los cupones y sin tener en cuenta el efecto fiscal.

¿Cuál sería la mejor elección? ¿O sería preferible replantear el importe y plazo del objetivo? No hay una respuesta única a estas preguntas. Por eso es importante que cada inversor reflexione para cerciorarse de que el riesgo que está asumiendo sea compatible con su situación financiera y con su disposición a aceptar pérdidas si estas se producen.

Obviamente, el inversor debe ser especialmente prudente cuando su capacidad para asumir pérdidas esté fuertemente limitada por su situación financiera, aunque se considere dispuesto a tolerar elevados niveles de riesgo. No obstante, tampoco debería rechazarse un producto por el mero hecho de que implique algún riesgo, ya que tal vez sea recomendable en el marco de una cartera bien diversificada. De hecho, una cartera equilibrada por lo general incluirá productos con diferentes niveles de riesgo.

3.2 Otros factores para tener en cuenta

Antes de elegir un producto, hay que plantearse las siguientes preguntas:

Hemos hecho hincapié en los primeros tres aspectos: riesgo, horizonte temporal y liquidez. Conviene mencionar los dos últimos: los gastos y comisiones de los productos y su tratamiento fiscal.

3.2.1 Gastos y comisiones

Las entidades cobran comisiones por los servicios que prestan, ya que son una parte importante de su negocio. Por ejemplo, si compras acciones o bonos no solo tendrás que pagar comisiones por la operación realizada, sino también por los servicios asociados al mantenimiento de los títulos. Estas comisiones, y cualquier otra que la entidad cobre por los servicios de inversión que preste, deben comunicarse al inversor.

Información de interés

Hay que conocer las comisiones, cánones y demás gastos asociados a cualquier operación, ya que influyen en su rentabilidad final.
No todas las entidades ni todos los productos tienen los mismos gastos; conviene compararlos entre sí.

Las tarifas más habituales se refieren a los principales servicios de inversión y auxiliares:

- **Operaciones de intermediación en mercados**. Recepción, transmisión, ejecución y liquidación de órdenes (renta variable, renta fija, derivados…), compras en ofertas públicas de venta y ventas en ofertas públicas de adquisición (opas).
- **Servicio de custodia y administración de instrumentos financieros**. Aplicables por la guarda y conservación de los valores que el cliente encomienda a la entidad. Quedan incluidos en este servicio tanto el mantenimiento de la cuenta de valores como el mantenimiento de la cuenta instrumental de efectivo en el caso de que esta esté exclusivamente vinculada a la cuenta de valores.
- **Actos correspondientes a la administración de valores**, tales como el cobro de dividendos, cupones, prima de asistencia, pago de dividendos pasivos, etc.
- **Traspaso de valores de un cliente de una entidad a otra**.

- **Gestión de carteras**. Gestión discrecional e individualizada de las carteras de inversión, con arreglo a los mandatos del cliente.
- **Asesoramiento financiero**. Recomendación personalizada de productos de inversión.

Las comisiones por la prestación de servicios de inversión, en general, suelen establecerse como un porcentaje que se aplica bien sobre el efectivo de la operación, bien sobre el valor nominal de los títulos. Además suelen tener importes mínimos o máximos. Otras veces se establecen importes fijos por la operación realizada o el servicio prestado. El periodo de devengo de las comisiones también varía según la entidad y el tipo de operación (semestral, trimestral...). Toda esta diversidad deriva del principio de libertad que rige la fijación de las tarifas.

EJEMPLO: **Comisiones y gastos**

Un inversor da una orden de compra de 120 acciones de la sociedad B, negociadas en bolsa. La operación se ejecuta a un precio de 15 euros por acción.

Las comisiones cobradas por la entidad por el servicio prestado son:

Compraventa de valores de renta variable:

Recepción de órdenes, transmisión y liquidación: 0,375 % sobre el efectivo, mínimo por operación 6,01 euros.

Ejecución de las órdenes derivada de la intervención como miembro del mercado (corretaje): 0,250 %, mínimo por operación 3 euros.

Asimismo, se indica que en las operaciones que se refieran a valores negociados en mercados nacionales o extranjeros, se repercutirán al cliente los gastos de ejecución del miembro de mercado cuando no sea la entidad que interviene la operación, así como los derivados de la sociedad rectora de dicho mercado y de los servicios de compensación y liquidación u órganos similares que cumplan estas funciones en el extranjero.

En este caso, suponemos que los títulos se negocian en la bolsa española y que la entidad X es miembro de dicha bolsa.

El coste total de esta operación sería:

Comisión de la entidad X por la recepción, transmisión y liquidación de la orden	15 € × 120 acciones × 0,375 % = 6,75 €
Comisión de la entidad X por la ejecución de la orden (corretaje)	15 € × 120 acciones × 0,25 % = 4,5 €
Canon de bolsa (sociedad rectora de la bolsa)	1,10 €
Gastos de liquidación (Iberclear)	0,05 €
Total	**6,75 + 4,5 + 1,10 + 0,05 = 12,40 €**

3.2.2 Fiscalidad de los productos de inversión

Hay que pagar impuestos sobre los ingresos obtenidos por la rentabilidad de una inversión. Conviene considerar, por tanto, el efecto de la fiscalidad en la rentabilidad, pues lo relevante para el inversor es el rendimiento neto después de impuestos. Ten en cuenta que:

i) La fiscalidad de un producto puede cambiar por modificaciones legislativas y que estas modificaciones pueden producirse mientras se mantiene la inversión.
ii) El impacto fiscal puede variar según las circunstancias personales del contribuyente.

En todo caso, hay que recordar siempre que en algún momento habrá que pagar impuestos y que el nivel de renta y patrimonio de cada inversor puede determinar el mayor atractivo fiscal de unos productos frente a otros.

Tributan como **rendimientos de capital mobiliario**:

- Los dividendos percibidos de los valores de renta variable.
- Los rendimientos derivados de los títulos de renta fija pública y privada. Esto incluye tanto los rendimientos explícitos (intereses obtenidos por cupones) como los rendimientos implícitos obtenidos por la transmisión, el reembolso o la amortización de estos títulos.

Todos los rendimientos de capital mobiliario tributan en el ejercicio en que se perciben. Es decir, cada año tendrás que declarar los intereses y dividendos recibidos durante ese año.

Tributan como **ganancias y pérdidas patrimoniales**:

- Las transmisiones y reembolsos de acciones y fondos de inversión.
  Se considera ganancia o pérdida patrimonial la diferencia entre el precio de adquisición (más sus gastos asociados) de un activo y su precio de transmisión o reembolso (menos sus gastos asociados).
  Las ganancias y pérdidas patrimoniales (plusvalías y minusvalías) no existen hasta el momento de la venta o reembolso, así que hasta ese ejercicio no hay que pagar impuestos.
  Recuerda que los traspasos entre **fondos de inversión**[15] no están sujetos al pago de impuestos.

3.3 Los intermediarios financieros

Los inversores no pueden comprar y vender por sí mismos valores que cotizan en mercados organizados. Para invertir en valores, puedes dirigirte a las **empresas de servicios de inversión (ESI)**, cuya actividad se desarrolla

[15] El régimen fiscal de los fondos cotizados (ETF) es el de las acciones, no el de los fondos. No admiten traspasos.

específicamente en los mercados de valores. También puedes contactar con una entidad de crédito (banco, caja de ahorros o cooperativa de crédito).

La compraventa de valores y la suscripción y el reembolso de participaciones de fondos son los servicios más solicitados por los inversores. Estos son los pasos que conllevan:

- Para operar con valores:
  i) **Elegir un intermediario**: entidad de crédito o empresa de servicios de inversión (ESI).
  ii) **Abrir una cuenta de valores** con un intermediario —que puede ser el mismo— a través del que das órdenes de compra y venta u otras.
  iii) **Transmitir las órdenes de compra y venta al intermediario**: los inversores disponen de varias alternativas para comunicar sus órdenes (teléfono, Internet...).

- Para realizar suscripciones, reembolsos y traspasos de fondos de inversión:
  i) **Elegir un intermediario**: entidad de crédito o empresa de servicios de inversión (ESI). Las sociedades gestoras también pueden comercializar sus fondos directamente o a través de agentes.
  ii) **Abrir o vincular una cuenta corriente** para canalizar los movimientos de suscripción y reembolso. No es necesario abrir una cuenta de valores.
  iii) **Transmitir las órdenes de suscripción, reembolso y traspaso** al intermediario. Pueden realizarse en las oficinas de la entidad que comercializa los fondos, aunque cada vez es más frecuente contratar fondos de inversión a través de Internet.

Importante

Solo las entidades autorizadas pueden prestar servicios de inversión. Para evitar fraudes, no hay que contratar ningún servicio de inversión con entidades no autorizadas. Se debe consultar si la entidad que te ofrece un servicio está autorizada para ello en los registros oficiales de la CNMV.

3.4 La Directiva MiFID

La **Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros**, conocida como MiFID[16], aparece en el ámbito normativo europeo como una de las principales consecuencias del Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP) aprobado por la Comisión Europea en mayo de 1999.

La MiFID establece las reglas del juego para inversores, entidades y mercados y uno de sus principales objetivos es mejorar los mecanismos de protección al inversor minorista.

Apenas transcurridos tres años de vigencia de la MiFID, la Comisión Europea comienza a hablar de la necesidad de reforma. La propia Comisión pone de manifiesto cómo la MiFID ha contribuido a crear un mercado más competitivo e integrado, pero al mismo tiempo entiende que han surgido debilidades en algunas áreas o la necesidad de reforzamiento en otras. La Comisión Europea considera que la adopción de nuevas medidas es necesaria para restaurar la confianza del inversor y conseguir los objetivos iniciales de la MiFID.

El fortalecimiento del marco regulatorio, por otro lado, serviría para afrontar en mejores condiciones la realidad del mercado en una situación muy diferente y mucho más compleja que en el momento en que la MiFID fue diseñada y puesta en marcha, habiéndose ampliado la diversidad de productos financieros y métodos de negociación.

Comienza así el proceso de revisión de la MiFID y el calado de las novedades es de tal magnitud que pasa a denominarse MiFID II.

La nueva regulación, tras un largo proceso de negociación, se plasma en dos normas:

i) Por un lado, un reglamento con los nuevos requisitos en relación con la provisión de transparencia al público, información sobre transacciones a las autoridades competentes, requisitos para autorización y

[16] Directiva 2004/39/UE del Parlamento y del Consejo, traspuesta en España mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de modificación de la Ley del Mercado de Valores.

funcionamiento a los proveedores de *data services*, la obligada negociación de derivados en mercados organizados y actuaciones específicas de su supervisión: el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros, conocido como MiFIR y que no es objeto de esta guía.

ii) Por otro lado, una directiva que será la que modifique, entre otros, los requisitos para la prestación de servicios de inversión, los requisitos organizativos y las normas de conducta para entidades que presten servicios de inversión: la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros, conocida como **MiFID II**.

El 3 de enero de 2018 comenzó la aplicación del nuevo marco normativo sobre mercados e instrumentos financieros, basado en la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR mencionados. Este nuevo paquete regulatorio tiene como objetivo asegurar unos elevados niveles de protección de los inversores y mejorar la estructura organizativa y el gobierno corporativo de las empresas de servicios de inversión, así como aumentar la seguridad, la eficiencia, el buen funcionamiento y la estabilidad de los mercados de valores.

Por un lado, MiFID II y MiFIR refuerzan la protección al inversor, al modificar las previsiones existentes en materia de autorización, normas de conducta y requisitos organizativos de los proveedores de servicios de inversión e introducir nuevas obligaciones y medidas de supervisión preventiva.

En esta guía nos centraremos en las llamadas **normas de conducta** o normas que las entidades tienen que cumplir en sus relaciones con los clientes en el ejercicio de la prestación de servicios de inversión.

3.4.1 Clasificación de clientes

Con el fin de establecer medidas de protección adecuadas al nivel de conocimientos que tengan los inversores sobre los mercados de valores, las entidades deben clasificar a sus clientes como **profesionales** o **minoristas**.

Profesionales	Mayor conocimiento y experiencia. Se considera que pueden valorar correctamente los riesgos que asumen cuando actúan en los mercados de valores.
Minoristas (pequeños inversores)	Se les aplica el mayor nivel de protección, ya que obviamente no disponen de los conocimientos de un profesional. Esta protección se articula mediante las obligaciones impuestas a las entidades (suministro de información al inversor, mantenimiento de registros para conservar todos los pormenores de su relación con los clientes, etc.).

La normativa considera profesionales a los siguientes clientes:

- Entidades que precisan autorización o regulación para actuar en los mercados (entidades financieras, fondos de inversión, fondos de pensiones, inversores institucionales, etc.).
- Grandes empresas que acrediten determinadas dimensiones en cuanto al volumen de negocio, total del balance y recursos propios.
- Gobiernos y organismos nacionales e internacionales relacionados con la gestión de deuda pública o el análisis de las políticas económicas y monetarias.
- Clientes particulares y organismos públicos que soliciten la consideración de profesionales Para obtenerla deben acreditar el cumplimiento de dos de los siguientes requisitos:
  - Realización de un volumen mínimo de operaciones en los mercados durante los cuatro trimestres anteriores.
  - Tener una cartera de instrumentos financieros de un importe superior a 500 000 euros.
  - Haber ocupado durante al menos un año algún cargo en el sector financiero que requiera conocimientos sobre los instrumentos con los que se desee operar.

La inmensa mayoría de los inversores individuales son minoristas. Ser cliente minorista implica disfrutar del más alto nivel de protección previsto por la MiFID, por lo que resulta aconsejable conservar esta calificación.

3.4.2 Clasificación de los productos financieros

Las obligaciones de evaluación de la adecuación del producto al cliente por parte de los intermediarios financieros varían, con carácter general, en función del tipo de producto sobre el que se preste el servicio en cuestión.

Los productos de inversión se clasifican en dos tipos: **productos complejos y productos no complejos.**

PRODUCTOS NO COMPLEJOS	PRODUCTOS COMPLEJOS
– Acciones cotizadas en mercados regulados – Letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado – Pagarés, bonos y obligaciones emitidas por Administraciones públicas, empresas o fondos de titulización – Fondos de inversión ordinarios	– Derivados: futuros, opciones, *warrants, turbowarrants*, etc. – Contratos por diferencias (CFD) – Fondos de inversión libre (*hedge funds*) – *Swaps*

Los productos **no complejos** deben cumplir todas y cada una de las siguientes características:

i) Se pueden reembolsar de forma frecuente a precios conocidos por el público. En general, siempre es fácil conocer su valor en cualquier momento y hacerlos efectivos.
ii) El inversor no puede perder un importe superior a su coste de adquisición, es decir, a lo que invirtió inicialmente.
iii) Existe información pública, completa y comprensible para el inversor minorista sobre las características del producto.
iv) No son productos derivados.

v) No incorporan cláusulas o condiciones que podrían alterar el riesgo de la inversión o el perfil de pagos (por ejemplo, los bonos convertibles o los bonos emitidos por bancos que pueden ser convertidos en acciones en caso de necesidades de capital del banco).
vi) No incluyen ningún coste de salida que provoque que al inversor no vaya a compensarle vender el producto.

Los **productos complejos** son los que no cumplen con todas estas características o alguna de ellas. Pueden suponer mayor riesgo para el inversor, suelen tener menor liquidez (en ocasiones no es posible conocer su valor en un momento determinado) y, en definitiva, **es más difícil entender tanto sus características como el riesgo que llevan asociado**.

¿Por qué la distinción entre productos complejos y NO complejos?

La normativa plantea esta distinción con el objetivo de mejorar los mecanismos de protección al inversor, centrando el esfuerzo en los productos en los que, en principio, parece más necesario. Se entiende que cuando se adquiere un **producto NO complejo** resultará más fácil comprender sus características y riesgos (aunque puedan ser incluso mayores que los de uno complejo), por lo que el inversor —o potencial inversor— será capaz de tomar una decisión razonada sin necesidad de que las entidades comercializadoras adopten medidas específicas de actuación.

Una correcta clasificación de los instrumentos financieros por parte de las entidades es fundamental para una adecuada protección de los clientes.

> Por ejemplo, aunque las acciones cotizadas tienen riesgo de mercado (la cotización puede subir un día y bajar al siguiente) son productos **NO complejos**, porque se considera que todos los inversores pueden comprender sus características, así como los riesgos inherentes.

Sin embargo, al invertir en un **producto complejo** puede resultar más complicado encontrar la información y comprender sus características, por lo que se establecen mecanismos adicionales que aporten transparencia.

3.4.3 ¿Qué información tiene que recabar el intermediario financiero?

La entidad solicitará al cliente o potencial cliente numerosa información. Este debe contestar de modo veraz y con la mayor precisión para que la entidad pueda prestar el servicio de la mejor manera posible.

Hay que recordar que los clientes o potenciales clientes pueden contratar con la entidad, entre otros, algunos de los siguientes servicios de inversión:

- Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros. Es la compraventa de productos financieros, en la que la entidad tramita las órdenes.
- Asesoramiento en materia de inversión: el asesoramiento de inversiones es la realización de recomendaciones personalizadas, ya sea de forma puntual o continuada con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. Este servicio es recomendable para los inversores que quieren tomar sus propias decisiones de inversión pero con el apoyo y asesoramiento experto de asesores financieros.
- Gestión de carteras: con la firma de un contrato de gestión de carteras se otorga a la entidad un mandato para que, con carácter profesional, gestione su cartera de forma discrecional e individualizada.

3.4.4 El test de conveniencia y el test de idoneidad

En el caso de compra y venta de productos de inversión

La entidad debe ofrecer al cliente los productos que considere que son adecuados para él. Para ello, le pedirá información sobre sus conocimientos y experiencia previa en los mercados financieros, con el fin de asegurarse de que es capaz de comprender la naturaleza y los riesgos de los productos que le ofrece.

El conjunto de preguntas que le hacen al cliente y que determinará si un producto o servicio de inversión es adecuado para él se denomina **evaluación de la conveniencia**, que habitualmente se realiza a través del **test de conveniencia.**

Test de conveniencia

El test de conveniencia trata de valorar los **conocimientos** y **experiencia** en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado. Para ello, la entidad formulará preguntas sobre:

- Los tipos de servicios, operaciones e instrumentos financieros con los que se está familiarizado.
- La naturaleza, la frecuencia, el volumen y el periodo en el que se haya operado previamente.
- El nivel de educación y la profesión actual o anterior.

Puede ocurrir que la entidad ya disponga de toda esa información y no precise pedirla de nuevo al cliente o potencial cliente.

La entidad debe informar del resultado del test de conveniencia y entregar una copia del documento que recoja la evaluación realizada.

En el caso de asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras

Al asesorar o gestionar la cartera, la entidad debe recomendar productos que mejor se ajusten a la situación personal del cliente, por lo que deberá analizar sus conocimientos y experiencia previa, así como sus objetivos de inversión y situación financiera.

El conjunto de preguntas que hace la entidad para obtener esta información se denomina **evaluación de la idoneidad**, que habitualmente se realiza a través del denominado **test de idoneidad.**

Test de idoneidad

El **test de idoneidad** pretende asegurar que las recomendaciones personalizadas o la gestión de la cartera que haga la entidad sean las más adecuadas para el cliente teniendo en cuenta su situación particular. Para ello, la entidad formulará preguntas sobre:

- Los conocimientos y la experiencia previos (test de conveniencia).
- La situación financiera, que podrá ser analizada con información sobre:
  - La situación laboral, la fuente y el nivel de los ingresos regulares.
  - El patrimonio, incluidos activos y pasivos financieros, inversiones, inmuebles, liquidez, etc.
  - Los gastos y pagos periódicos, las necesidades de liquidez, etc.
- Los objetivos de inversión, que podrán ser determinados con preguntas sobre:
  - El tiempo en el que se desea o se está dispuesto a mantener la inversión propuesta.
  - El perfil y apetito por el riesgo.

Si no se proporciona la información necesaria para que la entidad pueda evaluar la idoneidad, esta no podrá recomendar servicios o actividades de inversión o instrumentos financieros ni prestar el servicio de gestión de cartera.

Adicionalmente, el inversor deberá ser informado de forma previa sobre si la entidad va a prestarle un **servicio de asesoramiento independiente** o **no independiente**. Las entidades que le presten asesoramiento independiente, a la hora de hacer recomendaciones, no podrán considerar únicamente instrumentos financieros emitidos por la propia entidad, una entidad de su grupo u otras con las que tengan participación en el capital, relaciones de control o relaciones jurídicas, económicas o contractuales. En conclusión, la entidad deberá evaluar una gama suficientemente diversificada de instrumentos financieros disponibles en el mercado antes de emitir una recomendación.

Por otro lado, cuando una entidad preste asesoramiento no independiente, deberá informar al inversor de este hecho. La entidad tendrá en cuenta un rango restringido de productos a la hora de asesorarle.

Veamos cómo se aplicarían estos mecanismos de protección de la MiFID en los tres casos más habituales y en función del tipo de producto de inversión (complejo o no complejo):

CASO 1: El inversor acude al intermediario y solicita un producto de inversión concreto

Por ejemplo, el inversor ha investigado por su cuenta y ha decidido que quiere invertir 5000 euros comprando acciones de la empresa ABC. Acude a su sucursal para que le tramiten la orden de compra.

En este caso, la iniciativa parte del inversor. Hay que distinguir si el producto que quiere adquirir es un producto complejo o NO complejo.

- Si es **NO complejo** (como es este caso de las acciones), la entidad supone que puede valorar las características y los riesgos del producto. Es el caso más simple: la entidad advertirá de que **no tiene obligación de valorar si el producto es adecuado o no** para él y ejecutará tu orden. En este caso la entidad presta el servicio de **solo ejecución**.
- Si es un producto **complejo** (por ejemplo, si en vez de acciones se tratara de un *warrant*), aunque la iniciativa sea suya, la entidad debe valorar, previa realización de la evaluación de **la conveniencia**, si es capaz de comprender las características y los riesgos del producto, de acuerdo con sus conocimientos y su experiencia previa[17].

[17] Si la entidad ya dispone de esa información, porque la haya pedido con anterioridad o la haya compilado a partir de tu experiencia inversora, no será necesario que vuelva a plantear la evaluación.

CASO 2: El inversor pide información sobre algún producto o productos / la entidad le ofrece algún producto concreto de la gama de productos disponibles

Por ejemplo, el inversor visto un anuncio en prensa sobre una compañía que sale a bolsa y acude a su sucursal **para informarse**.

A diferencia del caso anterior, el cliente o potencial cliente **acude a la entidad a preguntar, sin una decisión tomada**. Puede ser que se acuda por iniciativa propia a la entidad para solicitar información o que se acuda como consecuencia de una llamada de la entidad ofreciendo algún producto (complejo o no).

En este caso, con independencia de que el producto sea o no complejo, la entidad **debe evaluar siempre la conveniencia**. La entidad manifestará su opinión, de forma expresa, sobre si considera que el producto es adecuado o no. El inversor debe valorar esa opinión antes de tomar la decisión.

Siempre que se realiza el test o la evaluación de conveniencia (tanto en el caso 1 como en el caso 2), la entidad deberá informar del resultado de su análisis, es decir, si considera que el producto es adecuado o no para el cliente. Aunque la entidad considere que el producto es demasiado arriesgado para sus conocimientos o experiencia, el inversor lo puede adquirir, pero bajo su exclusiva responsabilidad. La entidad incluirá una observación al respecto en la orden de compra que firme.

CASO 3: El inversor pide consejo o asesoramiento de inversión

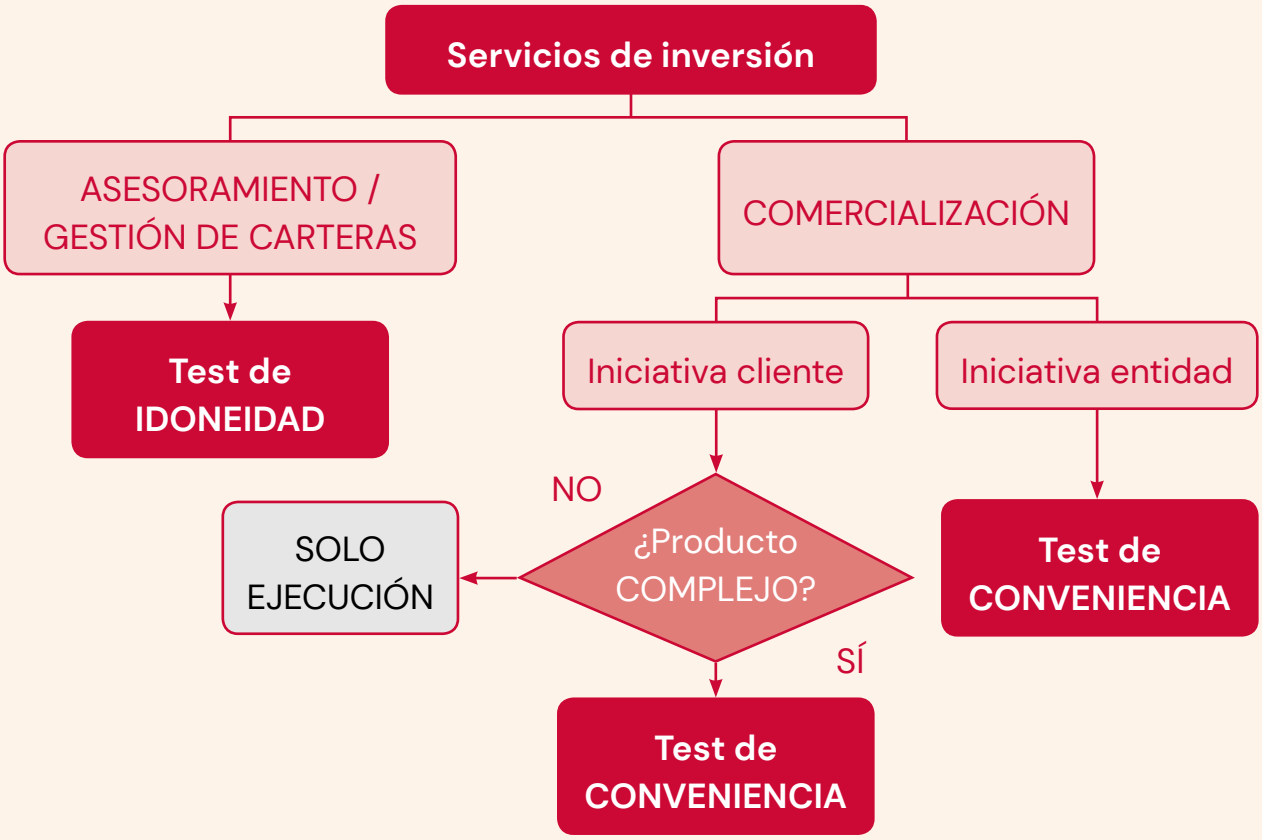
El cliente se dirige a la entidad porque quiere recibir recomendaciones personalizadas sobre productos concretos.

Para poder prestar este servicio, el asesor necesitará realizar la evaluación o el test de **idoneidad**. Además de recabar información sobre los conocimientos y la experiencia inversora (al igual que en el test de conveniencia), tendrá que conocer los objetivos (con qué fin se invierte) y la situación financiera (fuente y nivel de ingresos regulares, gastos periódicos, deudas, patrimonio, etc.).

A diferencia de lo que ocurre con la evaluación o el test de conveniencia, en este caso la entidad no puede prestar el servicio si no se le proporciona toda la información precisa para el asesoramiento. Es lógico: no es posible hacer una recomendación personalizada si no se dispone de información personal.

Importante

- Si el **inversor no proporciona la información** necesaria para realizar la evaluación de la conveniencia, el intermediario deberá **advertirle** de que la deficiencia de información le impide determinar si el servicio de inversión o el producto son adecuados para él.
- Si una vez realizada la evaluación de la conveniencia, el intermediario considera que **el servicio o producto no son adecuados** para el cliente, **deberá advertírselo**.
- Si el **inversor no proporciona la información** necesaria para realizar la evaluación de la idoneidad, la entidad **no podrá realizar las recomendaciones personalizadas ni prestar el servicio de gestión de carteras**.



3.5 Fuentes de información para el inversor

3.5.1 Información proporcionada por los intermediarios

Las entidades financieras están obligadas a proporcionar toda la información necesaria para ayudar a los inversores a tomar decisiones de inversión razonadas. Deben facilitar esta información con **suficiente antelación**, es decir, deben dar tiempo suficiente para poder reflexionar y tomar una decisión. Antes de contratar un producto o servicio, las entidades deben informar sobre:

- La propia empresa que vende o emite el producto financiero.
- La naturaleza y los riesgos del producto (descripción apropiada a cada caso).
- Los mecanismos de custodia de los instrumentos y del efectivo.
- Los gastos y costes que soportará el cliente, tanto directos como indirectos.

– Los términos del contrato que regula los derechos y las obligaciones de las partes.

Esta información se puede solicitar por escrito. Los folletos de los productos (y DFI en el caso de los fondos), así como demás documentación legal (informes periódicos, advertencias...) están a disposición del público en las oficinas de las entidades intermediarias y en la página web de la CNMV.

Toda la información proporcionada a los clientes o potenciales clientes debe ser imparcial, clara y no engañosa.

3.5.2 Publicidad y mensajes comerciales

El primer contacto con los productos y servicios financieros suele ser la publicidad. La creciente variedad de productos, su mayor complejidad y el aumento de la competencia entre entidades hacen que el contenido de la información publicitaria se convierta en un elemento importante en la toma de decisiones de inversión.

Hay que tener en cuenta que a través de la publicidad las empresas intentan presentar sus productos de la forma más atractiva posible. Este planteamiento hace que, en ocasiones, las posibles desventajas o limitaciones no se mencionen o se incluyan de manera tal que pasen prácticamente desapercibidas. Además, algunos de los elementos habitualmente utilizados en la publicidad, si no van acompañados por las advertencias precisas, pueden generar expectativas poco realistas en los inversores.

Nunca se debe tomar una decisión de inversión basándose solo en la información publicitaria. En todo caso, la MiFID reconoce que esta información es importante y establece un conjunto de normas encaminadas a conseguir que la publicidad sea lo más clara e imparcial posible, para evitar que se induzca a confusión a los inversores o se les creen expectativas poco realistas.

La información publicitaria de productos financieros debe ser:

- Clara y no engañosa.
- Comprensible.
- Exacta.
- Imparcial y equilibrada: no se podrán destacar los posibles beneficios sin indicar los riesgos asociados.
- No debe ocultar o minimizar información relevante.

3.5.3 El papel de la CNMV

El objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores. La CNMV, en el ejercicio de sus competencias, recibe un importante volumen de información de y sobre los intervinientes en los mercados, gran parte de la cual está contenida en sus Registros Oficiales y tiene carácter público.

La acción de la Comisión se proyecta principalmente sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, los mercados secundarios de valores y demás infraestructuras de mercado y las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Sobre estas últimas, así como sobre los gestores de las infraestructuras de mercado, la CNMV ejerce una supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema.

3.5.4 Rentabilidades históricas

La rentabilidad histórica de acciones y fondos de inversión es una información que se maneja mucho entre los inversores y está disponible a través de numerosas fuentes (la publicidad del producto y de los intermediarios, periódicos y revistas económicas, páginas web de entidades financieras y de la CNMV, publicaciones estadísticas, etc.).

Importante

No persigas los éxitos de ayer. Las rentabilidades históricas no son ninguna garantía de rentabilidad futura. Nadie sabe lo que harán los mercados.

El comportamiento de una acción o un fondo en el pasado es un elemento más que considerar a la hora de decidir, siempre que se tenga en cuenta que las rentabilidades obtenidas con anterioridad no aseguran una evolución similar en el futuro.

Para utilizar de forma adecuada esta información, ten en cuenta:

- Las rentabilidades deben ir siempre referidas a un determinado periodo (trimestre; semestre; uno, tres o cinco años...). Al comparar distintos fondos o acciones, se deben contrastar las rentabilidades correspondientes a los mismos periodos.
- Es relativamente habitual que los fondos modifiquen su política de inversión y que, por tanto, cambien de categoría y nivel de riesgo. Al consultar los rendimientos pasados de un fondo, debes tener en cuenta que las rentabilidades obtenidas con una política de inversión distinta de la actual pueden resultar poco significativas. Así pues, es importante conocer la antigüedad de la vocación inversora (el tiempo durante el que se lleva aplicando la actual política de inversión) y considerar solo las rentabilidades registradas a partir de ese momento.

3.6 El seguimiento de las inversiones

Hay que dedicar el mismo cuidado e interés a vigilar nuestras inversiones que a elegirlas, aunque no todas las inversiones requieren el mismo grado de seguimiento. Como regla general, cuanto mayor sea el capital invertido y el riesgo asumido, mayor vigilancia tendrás que ejercer.

¿Con qué frecuencia hay que vigilar?

Hay quien mira las cotizaciones en bolsa todos los días para controlar si el valor de sus inversiones ha subido o bajado. Esto no es necesariamente recomendable. El inversor a largo plazo no debe obsesionarse por las fluctuaciones diarias de precios ni tomar decisiones precipitadas basadas en emociones.

En el otro extremo, hay quienes se olvidan de sus inversiones una vez realizadas. Conviene hacer una revisión periódica —como mínimo cada año, pero mejor cada seis meses— y siempre que ocurra alguna de las situaciones descritas a continuación.

¿Qué situaciones hay que vigilar?

Siempre se deben vigilar las inversiones para detectar situaciones que pudieran justificar la realización de ajustes en la cartera:

Rendimiento e intermediario

Naturalmente, querrás saber si tus inversiones evolucionan de manera satisfactoria, con una rentabilidad acorde con tus expectativas, y si tu intermediario está cumpliendo con sus obligaciones. Los intermediarios tienen la obligación de enviarte información periódica detallando cada valor o producto financiero del que eres titular y la rentabilidad durante el periodo, así como todos los gastos, comisiones y retenciones aplicados, para que puedas saber con exactitud cuánto has ganado o perdido. Esta información es muy importante —se trata de tu dinero— y debes asegurarte de leerla y entenderla. Solo así sabrás si conviene seguir con la inversión o tomar otras decisiones.

Por supuesto, cada vez que realices una operación de compra o venta, debes comprobar que la operación se haya efectuado según tus instrucciones y al precio acordado.

Posibles fechas de vencimiento

Algunos productos tienen una fecha de vencimiento en la que el inversor debe tomar decisiones. Por ejemplo, llegada la fecha de vencimiento de un fondo garantizado, se suele establecer un nuevo periodo de garantía, pero con condiciones diferentes. En otras ocasiones, el fondo empieza a funcionar como un fondo no garantizado a partir de la fecha de vencimiento. El partícipe ha de decidir si quiere permanecer en el fondo

con las nuevas condiciones o si quiere reembolsar sus participaciones y recuperar su dinero o traspasarlo a otro fondo.

Cambios en tu perfil de inversor

Los cambios en tu situación personal y financiera pueden significar cambios en tus objetivos de inversión o en tu horizonte temporal que hagan necesario reevaluar tu cartera y realizar ajustes.

Cambios en los mercados

Los mercados financieros están en constante movimiento. Hay ciclos alcistas y ciclos bajistas. Aunque los movimientos normales no justifican necesariamente una modificación de tus inversiones, pueden darse situaciones que sí aconsejen un reajuste; por ejemplo, cambios en los tipos de interés, una recesión económica, cambios políticos y económicos, etc.

Desequilibrio de tu cartera

Por último, ten en cuenta que los distintos productos financieros que componen tu cartera tendrán rendimientos diferentes. Unos se revalorizarán más que otros y, en algunos casos, podrás tener pérdidas. Por lo tanto, el porcentaje que representa cada tipo de activo en relación con tu cartera total variará con el tiempo.

4 Estafas y fraudes de inversión: los chiringuitos financieros

4.1 ¿Qué es un chiringuito financiero?

El término **chiringuito financiero** define de manera informal a aquellas entidades que ofrecen y prestan servicios de inversión sin estar autorizadas para hacerlo.

Son peligrosos porque en la mayoría de los casos se trata, sencillamente, de estafadores. La aparente prestación de tales servicios es solo una tapadera para apropiarse del capital de sus víctimas, haciéndolas creer que están realizando una inversión de alta rentabilidad.

Ten en cuenta que los elevados rendimientos que ofrecen no son posibles: solo son el cebo con el que consiguen que los inversores menos informados o más confiados les entreguen sus ahorros. Cuando no pueden justificar las pérdidas, simplemente desaparecen o cambian de nombre.

Mientras que las empresas autorizadas para prestar servicios de inversión (sociedades y agencias de valores, entidades de crédito, etc.) están sometidas a las normas que regulan los mercados de valores y a estrictos controles por parte de los organismos supervisores (CNMV y Banco de España), los chiringuitos financieros actúan al margen de la legalidad. Esto supone que:

Advertencia

Confiar en un chiringuito es una forma segura de perder tu dinero. Como no son entidades autorizadas, no es posible recurrir a ninguno de los mecanismos de protección del inversor previstos en las disposiciones legales.

- No están registrados en la CNMV ni en el Banco de España. Solo las empresas registradas han obtenido del supervisor competente una

autorización para prestar servicios de inversión, tras acreditar el cumplimiento de ciertos requisitos (capital suficiente, organización y medios adecuados, etc.).
- Las víctimas no tienen la cobertura de los Fondos de Garantía de Inversiones o de Depósitos, ya que estos solo protegen al inversor en caso de insolvencia de entidades debidamente autorizadas (que son las que contribuyen a estos Fondos con sus aportaciones).

No existe un tipo concreto de víctima, ya que a menudo se trata de estafas muy elaboradas y con apariencia de credibilidad, en las que puede caer cualquiera: pequeños empresarios, particulares con cierto nivel de ahorro, profesionales liberales, etc. Es fácil resultar vulnerable ante las promesas de enriquecimiento rápido y sin riesgo, que, por muy bien construidas que estén, siempre son falsas.

En definitiva, confiar en un chiringuito es una forma segura de perder el capital. Como no son verdaderos profesionales de los mercados financieros, no es posible recurrir a ninguno de los mecanismos de protección del inversor previstos en las disposiciones legales.

4.2 ¿Cómo actúan los chiringuitos?

Los canales que utilizan los chiringuitos financieros para contactar con sus potenciales víctimas no son distintos de los que puede emplear cualquier entidad legalmente autorizada para difundir sus propuestas comerciales entre clientes o posibles clientes: teléfono, cartas, correo electrónico, páginas web, etc.

La diferencia reside en la manera en que utilizan tales canales, en el tipo de mensajes que transmiten y en la actitud general que muestran para lograr sus objetivos.

- Para obtener los contactos recurren a bases de datos (a menudo obtenidas de forma fraudulenta), de las que extraen direcciones de personas que, por ejemplo, han suscrito un determinado producto financiero, reciben periódicamente una publicación económica o en

alguna ocasión contestaron ciertas encuestas en las que reflejaron sus gustos, aficiones y situación económica familiar. Si no consiguen una base de datos, la guía telefónica también puede servirles en su propósito.

- El uso del teléfono como método de acercamiento a potenciales víctimas es uno de los preferidos por los chiringuitos financieros, ya que el contacto directo permite ejercer ciertas técnicas de presión psicológica.
- Las cartas y los materiales publicitarios que en ocasiones constituyen su tarjeta de visita suelen ser escrupulosos e intachables desde el punto de vista del marketing. Mediante lujosos folletos, presentan inversiones sofisticadas y excepcionalmente prometedoras y solicitan a los destinatarios que contacten con ellos rellenando un cupón, llamándolos por teléfono o visitando su página en Internet.
- El gran éxito de Internet como herramienta de marketing directo se basa en que permite a los anunciantes acceder a una amplia masa de receptores a un coste muy inferior al de los medios tradicionales (teléfono, buzoneo...). Este hecho, unido a la posibilidad del anonimato, ha dado lugar a utilizaciones abusivas del medio, como por ejemplo el *spam* o envío indiscriminado por correo electrónico de ofertas comerciales no solicitadas de productos o servicios dudosos, inexistentes o que rozan la ilegalidad. Es, por tanto, un mecanismo idóneo para la difusión de ofertas de chiringuitos financieros.

4.3 ¿Cómo convencen a sus víctimas?

4.3.1 Técnicas de persuasión

- **Predicciones acertadas**. Una técnica bastante simple pero muy efectiva consiste en realizar un número elevado de llamadas. En ellas la entidad se limita a presentarse, sin solicitar dinero ni compromiso alguno. Para demostrar su conocimiento de los mercados financieros, en la mitad de las llamadas afirman estar seguros de la subida de un determinado valor. En otro grupo de llamadas *predicen* la bajada del mismo valor. En los días siguientes repiten el procedimiento, pero solo con el grupo con el que se acertó en la predicción. Al cabo de varios días quedarán unos cuantos clientes convencidos de la infalibilidad de

una empresa que ha acertado todos sus pronósticos y, por tanto, dispuestos a entregarles sus ahorros.

- **Apariencia de respetabilidad y éxito**. Los responsables de los chiringuitos financieros saben que parecer respetables y expertos en los mercados es un requisito primordial para conseguir clientes. Visten con elegancia y alquilan oficinas de lujo que abren al público como si se tratara de una prestigiosa empresa de inversión.
  Prometen beneficios muy superiores a los que en cada momento puedan obtenerse de una inversión convencional, con un riesgo mínimo en comparación con las potenciales ganancias.

- **Explicaciones incomprensibles y uso de tecnicismos**. Todos los que ofrecen inversiones fraudulentas tienen en común su habilidad para hablar de mercados lejanos y exóticos, con una seguridad y dominio de los tecnicismos que los hacen parecer expertos conocedores de la materia. En realidad, el objetivo es confundirte y hacerte sentir ignorante, para que optes por confiar en quienes sí parecen conocer tan sofisticadas posibilidades de inversión.

- **Ofrecimiento de grandes beneficios con pocos riesgos**. Un principio básico que cualquier inversor debe tener presente es que la rentabilidad y el riesgo van unidos de forma inseparable. La posibilidad de obtener rendimientos elevados siempre implica asumir riesgos considerables. Por tanto, hay que desconfiar de cualquier oferta que asegure altas rentabilidades sin riesgo.

- **Insistencia para que se tome una decisión inmediata**. Para los chiringuitos financieros, la urgencia es un factor importante: no solo porque desean conseguir el dinero cuanto antes y con el menor esfuerzo posible, sino porque saben que, si el inversor medita con tiempo la operación que se le propone o si tiene ocasión de solicitar asesoramiento profesional y fiable, probablemente rechazará la oferta. Pueden recurrir a la presión psicológica, cuestionar tu inteligencia y utilizar argumentos como «no dejes pasar esta ocasión». **¡No confíes en una empresa de inversión que te presiona para tomar decisiones precipitadas!**

4.4 ¿Cómo protegerte de un chiringuito financiero?

ANTES de entregar dinero

Teléfono de Atención al Inversor de la CNMV (900 535 015)

La principal protección frente a un chiringuito financiero es identificarlo como tal. Además de sospechar ante los comportamientos expuestos en los apartados anteriores, lo más aconsejable es no confiar en ninguna entidad desconocida mientras no se haya podido verificar que está debidamente autorizada para prestar servicios de inversión. Lo más rápido y sencillo es pedir información a la CNMV.

Si te han aconsejado trabajar con una entidad que no conoces o si una empresa desconocida ha contactado contigo a través de cualquier medio, es conveniente llamar a la CNMV para asegurarte de que se trata de una entidad autorizada, registrada y supervisada. También puedes consultar **los registros públicos a través de la página web de la CNMV (www.cnmv.es).**

Además, la CNMV difunde con regularidad advertencias sobre entidades de las que se sospecha que están prestando servicios de inversión sin autorización. Para facilitar a los inversores la **identificación de estas entidades**, la página web de la CNMV ofrece en su sección de **«Advertencias al público»** un **buscador** que permite localizarlas de forma rápida y directa.

Ten en cuenta que las entidades que no han sido objeto de advertencia no son necesariamente entidades autorizadas; simplemente es posible que sus actividades irregulares aún no hayan sido detectadas por los organismos supervisores competentes. En todo caso, confirma siempre que se trata de entidades autorizadas e inscritas en los registros públicos de la CNMV.

Recuerda que, aunque la mayoría de las víctimas de un fraude contactan con la CNMV después de haber perdido su dinero, siempre es preferible y mucho menos costoso realizar esta consulta **antes de entregar el capital**, ya que **después es prácticamente imposible recuperarlo**.

¿Qué hacer si ya les has entregado el dinero?

- Hay comportamientos irregulares que delatan a un chiringuito financiero. La persona de contacto se vuelve inaccesible, no atienden a las solicitudes de reembolso, no se recibe ninguna información o la que se obtiene es insuficiente e incomprensible, etc. En tales casos es aconsejable presionarlos para que devuelvan el dinero, amenazándolos si es necesario con acudir a las autoridades. Este aviso no siempre es efectivo, ya que precisamente su situación de ilegalidad les permite desaparecer o cambiar de nombre con gran facilidad, lo que dificulta la actuación de los organismos supervisores.
- En ocasiones su respuesta es que la inversión no ha ido como se esperaba, que se han registrado pérdidas y que precisamente en ese momento no conviene deshacer posiciones sino aumentar la inversión, para aprovechar el inminente cambio de tendencia. Lo realmente peligroso en este caso es continuar realizando aportaciones, ya que con toda seguridad ese capital tampoco se va a recuperar.
- Tanto si el inversor consigue que le devuelvan todo el capital o parte de él como si no es así, es muy importante que ponga los hechos en conocimiento de la CNMV y denuncie lo ocurrido a la Policía o al juzgado correspondiente. Aunque, pese a los esfuerzos de las autoridades, las víctimas de estas prácticas fraudulentas rara vez recuperan sus ahorros, las denuncias presentadas permiten a los organismos responsables difundir las correspondientes advertencias, lo que ayuda a que otros inversores no se vean estafados por el mismo chiringuito.

5 Psicología de la inversión

A la hora de tomar decisiones de inversión, lo más importante es contar con la información adecuada sobre el producto financiero que se desea contratar. Sin embargo, también es conveniente conocer algunas nociones sobre los procesos psicológicos que se siguen en la toma de las decisiones de inversión y los sesgos cognitivos que pueden influir en ellas.

Esta cuestión es abordada por una nueva vertiente de la economía denominada economía conductual, psicología económica o finanzas conductuales, que pretende complementar la teoría económica neoclásica aportando conocimientos procedentes de otras disciplinas como la sociología, la psicología, la antropología o las neurociencias y cuya finalidad es facilitar la comprensión del proceso de toma de decisiones financieras.

La economía conductual cobró especial relevancia con ocasión de la concesión en 2017 del Premio Nobel de Economía al economista Richard H. Thaler, que se unió al concedido en 2002 al catedrático de psicología de la Universidad de Princeton, Daniel Kahneman. Lo que ambos autores ponen de relieve es, en esencia, que los sujetos no son seres plenamente racionales y que esa racionalidad limitada afecta al comportamiento de los mercados.

El paradigma económico neoclásico se basa en tres rasgos teóricos que raramente se observan en el mundo real, en particular: la racionalidad ilimitada de los inversores, su plena capacidad para procesar toda la información relevante de una manera eficiente y sin sesgos y la eficiencia de los mercados; es decir, estos recogen toda la información disponible y existe un equilibrio entre rentabilidad y riesgo. La economía conductual se aparta de este paradigma. Las personas no siempre toman sus decisiones de manera racional teniendo en cuenta los costes y beneficios, sino que frecuentemente toman en consideración normas sociales y expectativas y siguen patrones de cooperación. Sus preferencias dependen del contexto en el que se encuentren y de sus propios modelos mentales. La mente humana no funciona como un ordenador, sino que se ve afectada por factores psicológicos y sociales a la hora de tomar decisiones.

En el proceso decisorio intervienen principalmente dos factores. Por un lado, la capacidad analítica, es decir, la facultad de evaluar y comprender el contexto en el que se toma una decisión y sus posibles repercusiones; por otro lado, las emociones, es decir, los estados psicológicos en los que se encuentra la persona que toma la decisión.

A diferencia de la teoría económica neoclásica, que considera que el proceso de toma de decisiones está basado en el análisis y cálculo cuidadosos de todas las opciones disponibles, para la economía conductual las emociones y la intuición tienen un papel fundamental en este proceso.

A este respecto, las personas no siempre realizan elecciones de una manera racional y crítica. De hecho, alrededor de un 70 % de las decisiones diarias se toma siguiendo procesos intuitivos y automáticos en vez de procesos analíticos y controlados. Este modo de pensar rápido e intuitivo está sometido a la influencia de los sesgos, que llevan a las personas a adoptar decisiones que pueden resultar desacertadas. Los sesgos son estrategias de pensamiento, trucos, atajos mentales que facilitan y aceleran la toma de decisiones y que tienen su origen en el carácter heurístico de la mente humana, el contexto cultural de cada individuo, la naturaleza social del ser humano y las emociones.

Existen numerosos sesgos descritos por los diversos teóricos en la materia y muchos de ellos afectan al proceso de inversión. Tal es el caso del sesgo de confirmación, el de autoridad, la prueba social o el sesgo del descuento hiperbólico. Asimismo, en cada una de las fases del proceso de inversión (selección, contratación y seguimiento del producto), se dan distintos sesgos que es importante que el inversor conozca para poder mitigarlos.

EJEMPLO: uno de los sesgos más recurrentes en el ámbito de la inversión es el sesgo de confirmación. Este se produce cuando el inversor busca información de modo selectivo para respaldar sus opiniones en lugar de buscar opiniones o informes críticos con estas, con el consiguiente riesgo de no realizar una inversión adecuada para su perfil.

Estos sesgos cognitivos afectan a todas las personas y es imposible eliminarlos por completo. Sin embargo, aunque no es factible que desaparezcan, sí es viable aminorar sus efectos y la recurrencia de estos. Para ello, existen diversas técnicas relacionadas con la adquisición de formación y técnicas cognitivas destinadas a interpretar de manera distinta los elementos que intervienen en la toma de una decisión.

En definitiva, es necesario tener en cuenta que los seres humanos no disponen de una racionalidad ilimitada, no tienen la capacidad suficiente para analizar de manera eficiente y sin sesgos toda la información disponible ni actúan siempre para maximizar su beneficio. Por el contrario, el miedo o la alegría, el contexto, los sesgos cognitivos o el comportamiento de los demás, entre otros muchos factores, influyen más de lo que se pensaba en estas decisiones.

Para más información véase la ficha *Mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión* y la *Guía de Psicología económica para inversores*

6 Finanzas sostenibles

El Plan de Acción para una economía más ecológica y limpia publicado por la Comisión Europea en marzo de 2018 establece las estrategias para que el sistema financiero respalde la Agenda de la Unión Europea (UE) relativa al clima y el desarrollo sostenible. Esta iniciativa se une al Acuerdo de París sobre el Cambio Climático y la Agenda 2030 de las Naciones Unidas para el Desarrollo Sostenible. La UE se suma con el Marco de la UE en materia de clima y de energía para 2030, el Plan de Acción para una economía circular y la aplicación por parte de la UE de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. El Plan de Acción forma parte de los esfuerzos de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) por conectar las finanzas con las necesidades específicas de la economía europea en beneficio del planeta y de la sociedad.

Así, cada vez son más las empresas que invierten en proyectos que tratan de minimizar el impacto medioambiental o fomentar los aspectos sociales y de buen gobierno y hay más y más inversores que tratan de compaginar sus objetivos de rentabilidad con el deseo de que su dinero sirva para mejorar el medio ambiente y la sociedad.

Aunque las finanzas sostenibles tienen un componente *verde* muy importante, como combatir el cambio climático o la reducción de los gases contaminantes, también incluyen aspectos sociales, con el objetivo de fomentar modelos económicos en las empresas que promuevan el respeto de los derechos humanos, la justicia social y el buen gobierno de las empresas.

Los criterios ASG

Además de los criterios estrictamente financieros —**rentabilidad, riesgo y liquidez**— la **inversión sostenible** incluye criterios ASG —**ambientales, sociales y de gobernanza**—:

Importante

Las finanzas sostenibles implican que en el proceso de toma de decisiones de inversión se tengan en cuenta los factores medioambientales, sociales y de buen gobierno. **Todos estos criterios se conocen como criterios ASG.**

- **A (ambientales).** Son criterios que consideran actividades que afectan de forma positiva al medio ambiente: la no contaminación del aire y agua, la lucha contra el cambio climático, la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, la eficiencia energética, el respeto por la biodiversidad, el uso de energías renovables, etc.

- **S (sociales).** Incluyen aspectos relacionados con la salud, la educación, los derechos humanos, los derechos de los trabajadores (riesgos y condiciones laborales, explotación de niños o inmigrantes o de personas en riesgo de exclusión social...). Los criterios sociales buscan, entre otros objetivos, reducir la desigualdad a través de la inclusión de los colectivos más desfavorecidos.

- **G (buen gobierno).** Se refieren a cuestiones de gobierno corporativo de la empresa, a la calidad de la gestión y a su cultura. Ejemplos de factores o elementos de buen gobierno son: la rendición de cuentas, la independencia y composición de los órganos de gobierno, la reducción de la brecha salarial entre hombres y mujeres, la presencia de las mujeres en cargos directivos, la no discriminación de los trabajadores por razón de sexo, edad, capacidad, etc.

¿Cuáles son hoy en día los productos socialmente responsables?

Las finanzas sostenibles permiten el diseño de distintos productos financieros que fomentan el desarrollo sostenible y tratan de equilibrar rentabilidad y sostenibilidad.

Actualmente podemos encontrar, entre otros:

- **Fondos de inversión que aplican criterios ASG:** son instrumentos de inversión y ahorro (instituciones de inversión colectiva) que incluyen criterios ASG en su política de inversión. Esta política de inversión está definida en el folleto o documento de datos fundamentales para el inversor (DFI).

- **Fondos de inversión solidarios:** son instituciones de inversión colectiva que ceden una parte de la **comisión de gestión** a determinadas entidades benéficas o no gubernamentales.

- **Bonos verdes y sociales:** son emisiones de deuda pública o privada, a medio y largo plazo, para financiar proyectos respetuosos con el medio ambiente o que persiguen mejoras de tipo social.

7 Las *fintech*

En los últimos años, la tecnología ha adquirido un papel protagonista en muchos sectores, entre ellos el sector financiero. El término *fintech,* procedente de las palabras en inglés *finance* y *technology,* hace referencia a todas aquellas actividades que impliquen el empleo de la innovación y los desarrollos tecnológicos para el diseño, la oferta y la prestación de productos y servicios financieros.

Desarrollan actividades *fintech* tanto entidades financieras ya establecidas como nuevas empresas que intervienen en algún punto de la cadena de valor del servicio financiero aportando innovación, una mejor experiencia de usuario y movilidad. Es también habitual que estas nuevas empresas colaboren con las entidades financieras tradicionales o, incluso, que sean adquiridas por ellas.

Tipos de *fintech*

Atendiendo al tipo de productos o servicios ofrecidos, o al modelo de negocio, las empresas *fintech* pueden clasificarse en diferentes grupos (denominados **verticales**):

– **Asesoramiento y gestión patrimonial,** entre estos**:**
  - Asesoramiento y gestión automatizados: son plataformas desde las que se ofrece asesoramiento o se gestiona el capital de los clientes utilizando procedimientos automatizados que incluyen complejos algoritmos o inteligencia artificial; abarcan desde la realización del test para elaborar el perfil del cliente hasta la toma de decisiones de inversión y su ejecución automática.
  - Un ejemplo de este tipo de servicio son los denominados *robo advisors*, es decir, gestores automatizados que ofrecen servicios de asesoramiento en inversiones o de gestión de carteras mediante el uso de algoritmos y la automatización de procesos. Por su parte, los denominados *quant advisors* utilizan inteligencia artificial para predecir las mejores estrategias de inversión, con el objetivo de obtener beneficios con independencia de la evolución de los mercados financieros.

    - *Social trading*: son plataformas en las que los inversores se ponen en contacto entre sí o con *traders* profesionales, pudiendo existir diferentes modelos de negocio, que van desde el intercambio de información y opiniones de carácter financiero hasta la emulación de estrategias de inversión de terceros de forma automática.
- **Finanzas personales**: ofrecen al consumidor la gestión eficaz de las finanzas personales y la posibilidad de comparar distintos productos financieros. Facilitan información sobre el estado y los movimientos de sus cuentas y ofrecen productos financieros perfilados a las necesidades del usuario.
- **Financiación alternativa**, que abarca los tipos siguientes:
    - Préstamos rápidos *online*: préstamos a particulares y empresas, de pequeños importes, concedidos de forma ágil a través de plataformas.
    - Financiación participativa: consiste en poner en contacto, a través de una plataforma, a promotores que necesitan financiación para sus proyectos con una pluralidad de inversores particulares. Este tipo de financiación, también conocida como *crowdfunding*, puede realizarse a través de préstamos (*crowdlending*) o mediante la emisión de determinados instrumentos financieros (*crowd equity*) como son las acciones, las participaciones sociales o los bonos.
- **Servicios de pago** mediante dispositivos móviles o electrónicos.
- ***Big Data***: se incluyen en esta categoría todas aquellas entidades que generan valor añadido mediante el análisis de un gran volumen de datos, pudiendo utilizar técnicas de inteligencia artificial.
- **Identificación *online* de clientes**: son empresas que se dedican a proporcionar sistemas de identificación a distancia de personas utilizando las nuevas tecnologías, como la biometría. Sustituyen la tradicional contraseña para acceder a las plataformas por nuevos métodos, como pueden ser la identificación facial o la dactilar.
- **Criptoactivos**: se trata de la representación de activos, registrados en formato digital, que se apoyan en la criptografía y en las tecnologías de registros distribuidos, como *blockchain*. Entre estos, se encuentran las criptomonedas, que se utilizan como medio de pago en determinadas transacciones.

Por su parte, *blockchain* —o cadena de bloques— es una base de datos distribuida, construida mediante la incorporación sucesiva de bloques enlazados y que se replican en todos los ordenadores o nodos que participan en la red. Al tener todos los participantes la misma información, no es posible alterarla sin el consenso de la red, por lo que se puede considerar como veraz. Se utiliza la criptografía para la validación de las transacciones que se introducen en un bloque, lo que permite su trazabilidad.

Por último, hay compañías que desarrollan modelos de negocio no referidos directamente a los mercados de valores o a pagos y que reciben otra denominación, como las *insurtech* (seguros) o las *proptech* (propiedades inmobiliarias).

Importante

La aplicación de la tecnología al sector financiero conlleva notables mejoras e innovaciones, que han dado lugar a nuevos tipos de servicios. No obstante, la regulación de los aspectos más novedosos relacionados con este ámbito es aún incipiente y es preciso tener en cuenta que estos servicios van acompañados de nuevos riesgos. **Sea cual que sea el medio utilizado para la contratación de un producto o servicio, es necesario informarse previamente de las ventajas y los riesgos asociados a este.**

Necesitas más información?

Contáctanos por email

Este manual tiene como finalidad ayudar a los estudiantes universitarios a conocer distintos aspectos relacionados con los mercados de valores. Por su naturaleza divulgativa, no puede constituir un soporte para posteriores interpretaciones jurídicas, siendo la normativa en vigor la única fuente a estos efectos.

En caso de necesitar ampliar la información, se pueden consultar las guías divulgativas de la CNMV.

CNMV
Comisión Nacional del Mercado de Valores

www.cnmv.es