

LOS NUEVOS ÍNDICES DE EMPRESAS COTIZADAS DE MEDIANA Y PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Domingo J. García Coto (*)
Beatriz Alonso-Majagranzas (**)

INTRODUCCIÓN

Los mercados bursátiles ofrecen a las compañías cotizadas dos ventajas principales; proporcionan liquidez a los accionistas y representan una alternativa de financiación a las fuentes bancarias.

Ambas ventajas se encuentran estrechamente relacionadas y en muchas ocasiones generan un círculo virtuoso del que hay sobrados ejemplos. Cuando un valor cotizado consigue un nivel aceptable de liquidez, mejora su capacidad para captar recursos en forma de nuevas acciones procedentes de ampliaciones de capital que se incorporan al mercado, aumentan la liquidez del valor y así sucesivamente.

De ahí también que en las salidas a cotización de nuevas empresas se haga especial hincapié en la importancia de una distribución suficiente y adecuada de los títulos previa a su incorporación al mercado. Es un primer paso que redundará en beneficio de la empresa y del propio mercado en forma de eficiencia en la formación del precio.

En las compañías cotizadas con un valor de mercado elevado, estos axiomas se cumplen con más facilidad que en las de reducido valor (capitalización) o con un capital diseminado o flotante (*free float*) reducido. Estas empresas, en ocasiones, experimentan cierta frustración sobre su presencia en el mercado al observar los niveles reducidos de liquidez de sus títulos, lo que les lleva a prestar menos atención al valor, reduciéndose así el interés de analistas e inversores en detrimento de la liquidez. Al contrario que el círculo virtuoso comentado anteriormente, se cae en un círculo vicioso que lleva a las compañías incluso a cuestionar las ventajas de su presencia en el mercado.

Afrontar el reto de mejorar la liquidez es una tarea que atañe tanto a las compañías como a los

responsables del mercado, y bajo esta perspectiva se enmarca el conjunto de acciones que pone en marcha Bolsas y Mercados Españoles (BME) con el lema "Proyecto Medium & Small Caps" y que contempla el lanzamiento de dos nuevos indicadores incluidos en la familia IBEX®, denominados *Ibex Medium Cap*® e *Ibex Small Cap*®. A ellos se dedica este artículo.

UNA APROXIMACIÓN A LA LIQUIDEZ

El concepto de liquidez, uno de los factores a los que más importancia atribuye el inversor a la hora de seleccionar los valores de una cartera, es multidimensional y de extraordinaria complejidad. Quizá por ello nunca se ha encontrado un parámetro definitivo que sirva para cuantificarla con exactitud. Es indudable la importancia e impacto que tiene la liquidez en el precio de los valores negociados, así como en el continuo seguimiento y análisis que realiza el mercado sobre aquellos. El concepto de liquidez está estrechamente relacionado con el volumen negociado y con el tamaño, o valor de mercado de la empresa, aunque este último no es absolutamente determinista a la hora de clasificar una empresa por su liquidez.

Con mayor precisión, un valor es líquido *cuanto menor sea el impacto sobre su precio de una orden importante de compra o de venta a los precios existentes en el mercado o cuando la diferencia entre el mejor precio de compra (ask) y de venta (bid), es decir, su horquilla, es reducida o cuando existen de manera continua precios y volúmenes importantes de oferta y demanda para dar respuesta a un inversor que pretenda la compra o venta inmediata de un volumen significativo.*

Dentro de esos ámbitos definidos hay una serie de variables que sirven para caracterizar la liquidez o la condicionan, aunque su jerarquía es difi-

cil de establecer. Entre ellas destacan la horquilla media (diferencia entre precio de compra y venta), el número de operaciones, la capitalización libre o ajustada por capital flotante (número de títulos en manos del público inversor valorado a precios de mercado) y otros relacionados con el volumen necesario para causar un determinado impacto en el precio de mercado de un valor.

Algunas relaciones básicas de lo que se denomina liquidez pueden encontrarse en un reciente estudio publicado por la Bolsa de Madrid (2005).

— Hay una correlación significativa y negativa (-60,9 por 100) entre la capitalización ajustada por el *free float* y la horquilla media. Esto significa que la horquilla media es más reducida para valores con mayor valor de mercado de su capital en libre flotación.

— Hay una correlación muy significativa y positiva (96 por 100) entre el número de operaciones y la capitalización ajustada por *free float*. De nuevo el valor de mercado del capital libre en manos del público tiene mucho que ver con el número de operaciones que se efectúan sobre un determinado valor.

— Entre el número de operaciones y la horquilla media también se observa una correlación significativa y negativa (-64 por 100). Horquillas reducidas tienen que ver con un mayor número de operaciones.

Por tanto, cuanto mayor es la capitalización ajustada del valor menor es su horquilla media y a horquillas medias pequeñas se observan mayor número de operaciones. Con lo cual, niveles altos de capitalización ajustada presentan mayor número de operaciones.

La primera conclusión que apunta el estudio es quizá la más difícil de llevar a la práctica pero no por ello deja de ser importante: el aumento de capital diseminado en el mercado (*free float*) supondrá, con una elevada probabilidad, una mejora ostensible en los parámetros de liquidez de la compañía cotizada.

Tanto la bolsa como las empresas cotizadas pueden incidir en mejorar la liquidez del mercado encaminando sus esfuerzos hacia variables como el tamaño de la horquilla y el número de operaciones, con independencia de la dimensión. Por ejemplo, la bolsa puede contribuir con iniciativas

como el estudio de diversas experiencias internacionales de suministro de oferta y demanda para valores de mediana liquidez y su posible adaptación al modelo de negociación español, y las empresas haciendo un esfuerzo orientado a mejorar la comunicación, la transparencia corporativa y la cobertura del valor por parte de los analistas. Los esfuerzos realizados tendrían, sin duda, efectos beneficiosos en el aumento del número de operaciones y en la eficiencia de los precios del valor cotizado.

LOS ÍNDICES BURSÁTILES

Los índices bursátiles son herramientas estadísticas que representan de manera agregada la evolución de un mercado bursátil o de un determinado conjunto de compañías. Son, por tanto, representativos del mercado o del conjunto de compañías cuya evolución tratan de medir.

Los índices bursátiles son, además, instrumentos utilizados para reducir el riesgo de la inversión en renta variable mediante la diversificación que proporcionan. Esto es así porque, en general, los índices bursátiles son replicables, es decir, puede construirse una cartera de valores cuya composición “replique” exactamente la composición del índice y su evolución sea exactamente igual a la de ese índice. Esta característica hace que, desde hace ya varias décadas, estos índices sean también subyacentes de productos derivados, opciones y futuros, que permiten graduar y gestionar el nivel de riesgo asumido por un gestor de carteras de renta variable. La creciente dimensión y eficiencia de los mercados bursátiles hace que, cada vez con más intensidad, la inversión en acciones cotizadas se haga mediante la réplica de índices, en un fenómeno conocido como “indexación” de carteras.

Los índices bursátiles más conocidos y utilizados son aquellos que representan la evolución de un mercado en su conjunto. Es este el caso del IBEX 35[®] en España, indicador que, a través de la selección de los 35 valores más líquidos cotizados en la bolsa española, representa la evolución de la misma y es a la vez subyacente de productos derivados, Opciones y Futuros sobre el Ibex, negociados en el Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF).

Pero el potencial de los índices bursátiles no se agota con aquellos que representan la evolución

agregada de un determinado mercado bursátil. En los últimos años han proliferado indicadores de la evolución de un conjunto de compañías que comparten una o varias características comunes. Si bien dentro de este grupo los más conocidos son los índices sectoriales, que agrupan a las compañías de un mismo sector económico, comienzan a gozar de un creciente protagonismo los que integran a empresas con otro tipo de características.

Es en este último grupo donde se enmarcan los índices de compañías de mediana y pequeña capitalización bursátil, cuya pretensión es mejorar la liquidez, la visibilidad y el seguimiento de las compañías de mediana y pequeña capitalización, en los principales mercados bursátiles del mundo, entre los que se destacan la bolsa alemana (índices MDAX y SDAX); Euronext (índices Mid Caps 100 y CAC Small 90), bolsa italiana (índice STAR). También los principales proveedores de índices paneuropeos o mundiales han lanzado indicadores relativos a este grupo de compañías: STOXX cuenta con los índices TMI Mid, Mid 200, TMI Small, Small 200; y FTSE con los índices FTSE Euromid y FTSE Small Cap.

Los gráficos 1 y 2 muestran la evolución favorable que han tenido algunos de estos índices en los últimos años y ponen de manifiesto el interés por dotar de mayor visibilidad a las empresas de mediana y pequeña capitalización.

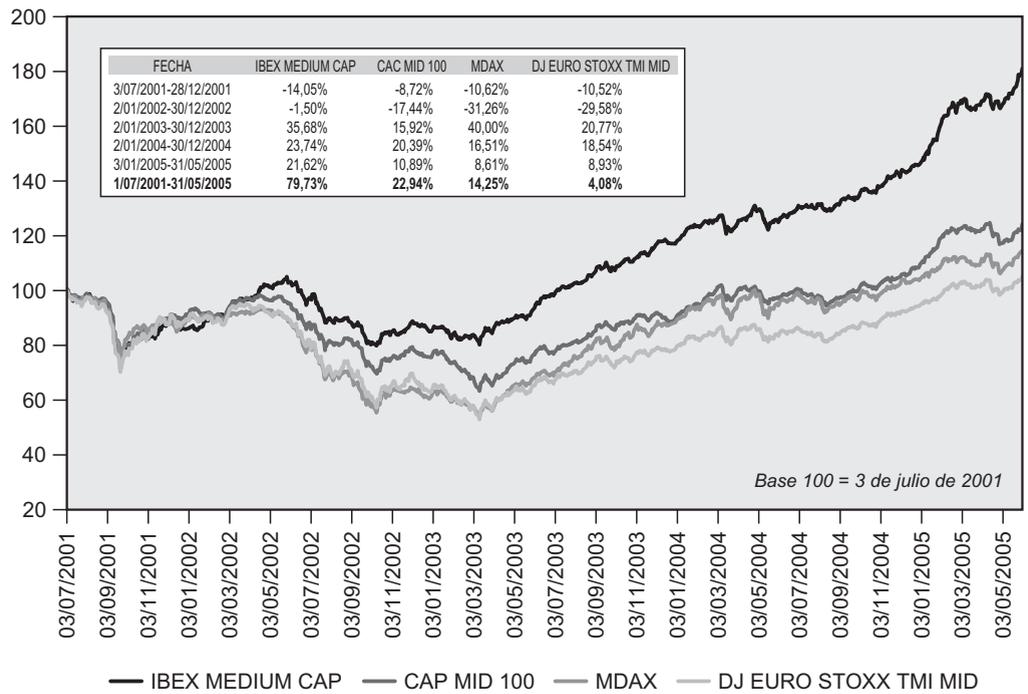
Como consecuencia de su juventud, todavía son escasos los mercados en los que se negocian derivados sobre estos indicadores. No obstante, es reseñable la experiencia norteamericana donde el Chicago Mercantile Exchange (CME) cotiza opciones y futuros sobre el S&P MidCap 400 y sobre el Mini S&P MidCap 400 y futuros sobre el S&P SmallCap 600.

IBEX MEDIUM CAP® E IBEX SMALL CAP®

El IBEX MEDIUM CAP® y el IBEX SMALL CAP® son los índices de los valores de mediana y pequeña capitalización bursátil cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro bolsas españolas.

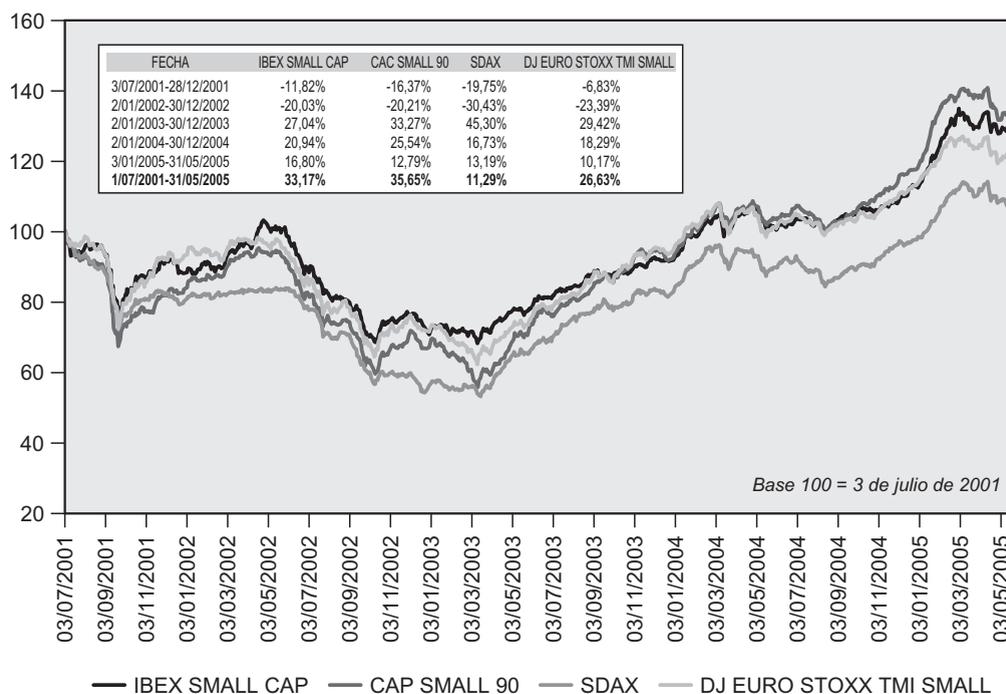
Nacen con la vocación de mejorar la identificación, visibilidad y seguimiento de estos valores, y

**GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE MEDIANA CAPITALIZACIÓN EN LA ZONA EURO**



Fuente: Bloomberg y Sociedad de Bolsas.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DE PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN EN LA ZONA EURO



Fuente: Bloomberg y Sociedad de Bolsas.

convertirse en referente nacional e internacional de la evolución bursátil de las compañías españolas de mediana y pequeña capitalización, y ser subyacentes en la contratación de productos derivados. Técnicamente son índices de precios, ponderados por capitalización y ajustados por el capital flotante de cada compañía integrante del índice.

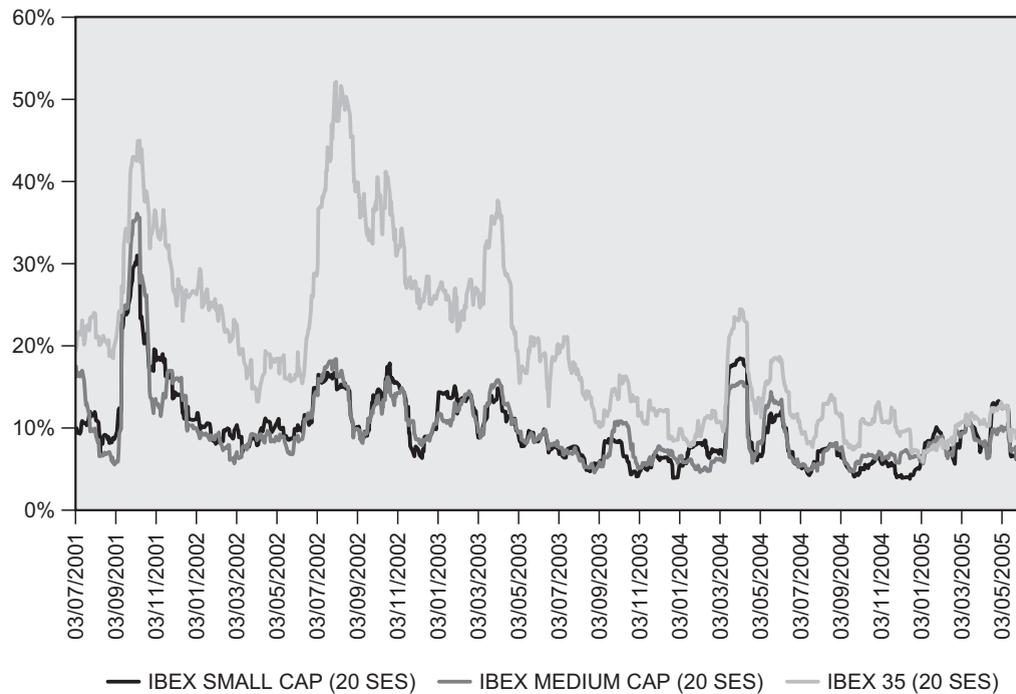
El gráfico 3 muestra la evolución de la volatilidad de los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® junto con la del IBEX 35® desde el mes de julio de 2001 hasta mayo de 2005. Esta evolución, con unas volatilidades medias anuales del 11,81, 11,97 y 22,98 por 100 respectivamente, muestra la mayor estabilidad a lo largo del período de los índices de mediana y pequeña capitalización que junto con las rentabilidades en el período del 79,73, 33,17 y 4,56 por 100 respectivamente, ponen de manifiesto la complementariedad de estos índices con el IBEX 35® a la hora de caracterizar el mercado bursátil español.

Para formar parte de los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® los valores seleccionables deben contratarse en el mercado principal,

tener un porcentaje de capital flotante superior al 15 por 100 y una rotación anualizada sobre el capital flotante superior al 15 por 100. De la lista de valores seleccionables se excluirán aquellos valores que ya estén incluidos en el IBEX 35®.

El objetivo de los criterios anteriores es garantizar una adecuada liquidez de los valores elegibles para formar parte de los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP®. La rotación anualizada es el cociente entre el volumen de contratación en euros del período de control, multiplicado por dos, y la capitalización flotante de la compañía al cierre del período de control, que es la capitalización del valor teniendo en cuenta el porcentaje de su capital flotante. Éste hace referencia al número de títulos efectivamente en circulación en el mercado una vez restadas las participaciones significativas en la empresa. Según los datos que figuran en el Registro de la CNMV en fechas previas a la reunión del Comité y a los efectos de los índices IBEX®, se considerará capital flotante el resultante de restar del capital social de la empresa las siguientes participaciones en la misma:

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA VOLATILIDAD DE LOS ÍNDICES IBEX®
(Julio 2001 - Mayo 2005)



— Las participaciones directas superiores o iguales al 5 por 100 del capital, y

— Las participaciones directas que posean los miembros del consejo de administración, independientemente de su cuantía.

Los valores que cumplan los criterios anteriores se ordenarán por capitalización flotante. Los primeros 20 valores de este *ranking* formarán parte del IBEX MEDIUM CAP® y los siguientes 30 valores formarán parte del IBEX SMALL CAP®.

Semestralmente, el Comité Asesor Técnico de los índices IBEX® selecciona los valores pertenecientes a estos índices. En la reunión ordinaria a celebrar en junio, cuyas decisiones son efectivas el primer día hábil de julio, el período de control abarca el intervalo diciembre-mayo (ambos inclusive) anterior a la reunión. En la reunión ordinaria a celebrar en diciembre, el período de control comprende el intervalo junio-noviembre (ambos inclusive) anterior a la reunión. Las decisiones tomadas en esta segunda reunión son efectivas el primer día hábil de enero. No obstante lo anterior,

pueden celebrarse reuniones extraordinarias ante circunstancias que así lo requieran.

Una vez seleccionados los valores que componen los índices y a los efectos de la ponderación en los mismos, se aplica, al igual que en el IBEX 35®, un coeficiente en función del tramo de capital flotante del valor, tal y como se detalla en el cuadro 1.

Por ejemplo, aquellos valores cuyo capital flotante se encuentre entre el 40 y el 50 por 100 inclusive, ponderarán en el IBEX MEDIUM CAP® o IBEX SMALL CAP®, con el 80 por 100 de los títulos representativos de su capital social.

El objetivo primordial de la aplicación de tramos de capital flotante, en lugar de porcentajes directos, es simplificar la réplica del índice evitando continuos reajustes de poca cuantía. La revisión de los tramos de capital flotante aplicables a cada valor se realiza, salvo circunstancias excepcionales, con carácter semestral coincidiendo con las reuniones del Comité Asesor Técnico.

CUADRO 1
COEFICIENTE A APLICAR EN FUNCIÓN DEL CAPITAL FLOTANTE

<i>TRAMO DE CAPITAL FLOTANTE</i>	<i>COEFICIENTE APLICABLE</i>
Menor o igual al 10 por 100	10 por 100 (no aplicable en el caso de MEDIUM y SMALL)
Mayor del 10 por 100 y menor o igual al 20 por 100	20 por 100
Mayor del 20 por 100 y menor o igual al 30 por 100	40 por 100
Mayor del 30 por 100 y menor o igual al 40 por 100	60 por 100
Mayor del 40 por 100 y menor o igual al 50 por 100	80 por 100
Superior al 50 por 100	100 por 100

En la selección semestral de los valores pertenecientes a los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® no existe un número mínimo ni máximo de cambios a realizar respecto al período anterior. Los cambios serán los que resulten de la aplicación de los criterios de selección.

La composición de los índices para el segundo semestre de 2005 es la que figura en los cuadros 2 y 3.

La fecha e índice base para ambos índices es el 29 de diciembre de 1989 y 3.000, respectivamente.

CUADRO 2
COMPOSICIÓN DEL ÍNDICE IBEX MEDIUM CAP® AL CIERRE DE LA SESIÓN
DEL DÍA 30/06/2005

<i>CÓD.</i>	<i>VALOR</i>	<i>COEFICIENTE FREE-FLOAT</i>	<i># ACCIONES</i>	<i>CIERRE €</i>	<i>CAPITALIZACIÓN €</i>	<i>PORCENTAJE PONDERACIÓN</i>
ZOT.....	ZARDOYA OTIS	60	129.884.218	24,34	3.161.381.866,12	9,87
EVA.....	EBRO PULEVA		153.865.392	14,7	2.261.821.262,40	7,06
A3TV.....	ANTENA3TV	60	133.334.400	16,54	2.205.350.976,00	6,88
ALB.....	COR.ALBA		66.800.000	32,95	2.201.060.000,00	6,87
PAS.....	B.PASTOR		65.421.367	33	2.158.905.111,00	6,74
FAD.....	FADESA	80	89.776.421	23,65	2.123.212.356,65	6,63
AGS.....	AG.BARCELONA	80	116.530.474	17,82	2.076.573.046,68	6,48
COL.....	INM.COLONIAL	80	44.812.190	44	1.971.736.360,00	6,15
BVA.....	B. VALENCIA	80	79.160.376	24,79	1.962.385.721,04	6,12
BTO.....	BANESTO	20	138.866.020	11,3	1.569.186.026,00	4,9
NHH.....	NH HOTELES		119.532.898	11,35	1.356.698.392,30	4,23
ZEL.....	ZELTIA		211.476.660	5,6	1.184.269.296,00	3,7
CTF.....	CORTEFIEL	80	62.568.000	18,92	1.183.786.560,00	3,69
LOG.....	LOGISTA	60	27.420.000	42,12	1.154.930.400,00	3,6
CPL.....	C.PORTLAND V	60	16.702.691	65,05	1.086.510.049,55	3,39
JAZ.....	JAZZTEL		970.697.430	1	970.697.430,00	3,03
SOS.....	SOS CUETARA	80	91.629.222	10,54	965.771.999,88	3,01
GCO.....	G.CATALANA O	60	14.400.000	60,25	867.600.000,00	2,71
URB.....	URBIS	40	51.034.870	15,53	792.571.531,10	2,47
FAE.....	FAES		49.465.696	15,99	790.956.479,04	2,47

I. MEDIUM CAP de cierre 13.108,2; Capitalización total I. MEDIUM CAP: 32.045.404.863,76 €.

CUADRO 3
COMPOSICIÓN DEL ÍNDICE IBEX SMALL CAP® AL CIERRE DE LA SESIÓN
DEL DÍA 30/06/2005

CÓD.	VALOR	COEFICIENTE FREE-FLOAT	# ACCIONES	CIERRE €	CAPITALIZACIÓN €	PORCENTAJE PONDERACIÓN
SOL.....	SOL MELIA	40	73.910.711	9,58	708.064.611,38	8,04
ABG	ABENGOA	80	72.375.744	9,6	694.807.142,40	7,89
PSG	PROSEGUR	60	37.027.478	17,46	646.499.765,88	7,34
OHL	OBR.H.LAIN	60	53.726.339	10,8	580.244.461,20	6,59
ENC.....	ENCE		25.470.000	22,34	568.999.800,00	6,46
URA	URALITA	60	118.499.884	4,31	510.734.500,04	5,8
CPF	CAMPOFRIO	60	31.586.234	14,9	470.634.886,60	5,34
TUB.....	TUBACEX		132.978.782	3,05	405.585.285,10	4,6
VID.....	VIDRALA		20.650.000	18,89	390.078.500,00	4,43
VIS.....	VISCOFAN		48.834.928	7,9	385.795.931,20	4,38
EUR	EUROPISTAS	60	70.661.603	5,26	371.680.031,78	4,22
TPZ.....	TELE PIZZA		223.597.400	1,66	371.171.684,00	4,21
MCM.....	MIQUEL COST.		9.795.000	32,48	318.141.600,00	3,61
BDL.....	BARON DE LEY		7.730.000	38,02	293.894.600,00	3,34
ADZ.....	A. DOMINGUEZ	80	6.968.966	26,7	186.071.392,20	2,11
AVZ.....	AVANZIT,S.A.		124.054.987	1,38	171.195.882,06	1,94
AZK.....	AZKOYEN		21.337.500	7,2	153.630.000,00	1,74
ECR.....	ERCROS		233.905.938	0,65	152.038.859,70	1,73
DIN	DINAMIA		8.977.500	16,8	150.822.000,00	1,71
MLX.....	MECALUX	60	13.332.000	11,08	147.718.560,00	1,68
AMP.....	AMPER		27.909.166	5,25	146.523.121,50	1,66
PAC.....	EUROPAC	80	30.987.390	4,66	144.401.237,40	1,64
TAZ	T.AZKAR	40	19.440.000	6,86	133.358.400,00	1,51
CAF.....	AUXIL. FFCC	40	1.371.230	85,5	117.240.165,00	1,33
DGI	DOGI INTER.		22.818.750	4,97	113.409.187,50	1,29
SED.....	LA SEDA		43.443.982	2,47	107.306.635,54	1,22
PVA.....	PESCANOVA	40	5.200.000	19,83	103.116.000,00	1,17
NAT	NATRA	60	14.484.706	6,99	101.248.094,94	1,15
MDF.....	D. FELGUERA	60	8.926.453	11,24	100.333.331,72	1,14
SPS.....	SERV.POINT S		23.210.000	2,81	65.220.100,00	0,74

I. SMALL CAP de cierre: 8.705,7; Capitalización total I. SMALL CAP: 8.809.965.767,14 €.

mente. La serie histórica del IBEX MEDIUM CAP® continúa la del antiguo IBEX COMPLEMENTARIO® a partir del 1 de julio de 2005, mientras que la serie histórica del IBEX SMALL CAP® es de nueva creación con datos actuales, retro trayendo la serie.

Los índices IBEX MEDIUM CAP® e IBEX SMALL CAP® se ajustan por operaciones financieras lleva-

das a cabo en los valores que los componen como, por ejemplo, ampliaciones de capital, reducciones de capital por amortización de acciones contra cuentas de fondos propios, con distribución del importe a los accionistas y no asimilables al pago de un dividendo ordinario, dividendos de carácter extraordinario, así como fusiones, absorciones y segregaciones patrimoniales.

NOTAS

(*) Responsable del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

(**) Responsable del Departamento de Calidad de Mercado de Sociedad de Bolsas.

BIBLIOGRAFÍA

ALEJANDRO, B. y GONZALEZ MÉNDEZ, V. (Dir.) (2005): *La gestión del riesgo: retos y respuestas de los mercados financieros*, MF Mercados Financieros y Universidad de Oviedo, Ed. Lex Nova, Valladolid.

BOLSA DE MADRID (2005): "Mejorar la liquidez, una tarea permanente de las bolsas", *Revista Bolsa de Madrid*, núm. 139, febrero, Madrid.

GOMEZ ACEBO, F. (2000): "El Ibex-35", en SÁNCHEZ FDEZ. VALDERRAMA (Dir.), *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, tercera edición corregida y actualizada, Ariel, Barcelona.

MARTÍN, C.A.; GARCÍA COTO, D.; GARRIDO DOMINGO, J. y ALONSO MAZAGRANJAS, B. (2000): "Índices Bursátiles Nacionales e Índices Europeos. El Índice General de la Bolsa de Madrid", en SÁNCHEZ FDEZ. VALDERRAMA (Dir.), *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, tercera edición corregida y actualizada, Ariel, Barcelona.

SOCIEDAD DE BOLSAS (2005): *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices de Sociedad de Bolsas*, S.A., Sociedad de Bolsas, julio 2005, Madrid.