Tema 2 (Parte I)
Financiación externa
(Acciones y Obligaciones)

2.1. La financiación externa y el sistema financiero

2.2. Emisión de activos financieros negociables

2.3. Las acciones y su valoración

2.4. Las obligaciones: tipología y valoración

2.1. LA FINANCIACIÓN EXTERNA Y EL SISTEMA FINANCIERO

Los recursos procedentes de la autofinanciación normalmente no son suficientes → Sistema Financiero.

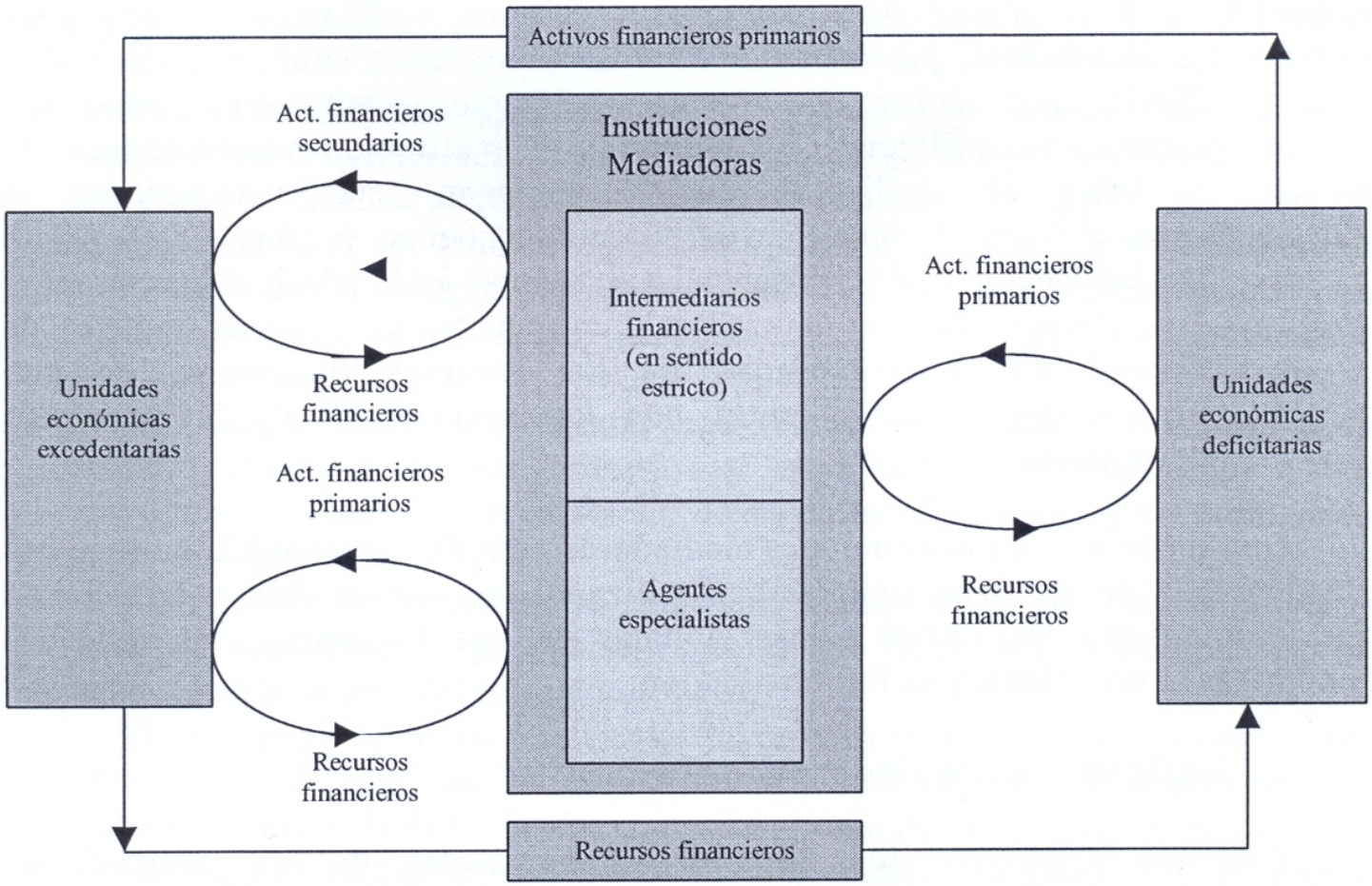
⌦Sistema Financiero (SF) de un país: *Conjunto de instituciones, medios y mercados cuyo fin primordial es Ocanalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit.*

(Figura 2.1)

Grado de eficiencia logrado en el SF será mayor:

- a mayor flujo de recursos hacia la inversión productiva
- a mayor adaptación a las preferencias individuales.

Figura 2.1


Activos financieros primarios
Act. financieros secundarios
Instituciones Mediadoras
Intermediarios financieros (en sentido estricto)
Agentes especialistas
Unidades económicas excedentarias
Recursos financieros
Act. financieros primarios
Recursos financieros
Act. financieros primarios
Recursos financieros
Unidades económicas deficitarias
Recursos financieros

Explicación del Gráfico

Agentes económicos:

a) Economías domésticas (familias)
b) Sector empresarial
c) Sector público
d) Sector exterior (no lo tendremos en cuenta)

Para cubrir los déficits se emiten (crean) activos o instrumentos financieros:

- Títulos primarios: creados por las u. de gasto con déficit (acciones, obligaciones, préstamos hipotecarios, etc)

- Los títulos primarios se colocan entre las u. de gasto con superávit:

a) Directamente: Financiación directa
b) A través de agentes especialistas (simples mediadores): Financiación indirecta

- En ocasiones es difícil que necesidades de demandantes = deseos ahorradores (volumen de fondos, plazos, rentabilidad, etc):

Intermediarios financieros → emiten activos indirectos o secundarios (cuenta corriente, depósito de ahorro,...) (Función de transformación de activos)

a) Instituciones mediadoras

Dos grandes grupos:

- **los *intermediarios financieros en sentido estricto***
- **los *agentes especialistas*.**

1. Intermediarios financieros en sentido estricto:

⇒ **realizan transformación de activos: convierten los títulos primarios de los prestatarios en *activos financieros secundarios* (indirectos o transformados) más acordes a las preferencias de los ahorradores en cuanto a volumen, vencimiento y riesgo.**

⇒ **Son intermediarios financieros del SF español:**

- **entidades bancarias**
- **compañías de seguros**
- **instituciones de inversión colectiva.**

2. Los *agentes especialistas*

Son simples mediadores (ponen en contacto oferta y demanda de activos financieros)

⇒**Tipos:**

1) Brokers (comisionistas).

- **Actúan siempre por cuenta ajena.**
- **Son comisionistas**
- **No asumen riesgo de variación en el precio (son precio-aceptantes).**

2)Dealers (negociantes).

- **Pueden actuar por cuenta propia (si lo hacen, deben indicarlo expresamente).**
- **Beneficios: diferencia entre el precio de compra y de venta de los activos de su propia cartera**
- **Soportan riesgo de variación en el precio.**

3) Market makers (creadores de mercado).

- **Dealers que cotizan en firme precios de compra y venta de los activos en los que se especializan.**

⇒**Son entidades habilitadas (Entidades de crédito, Sociedades y Agencias De Valores)**

b) Activos financieros

⌦ **Activos financieros: son instrumentos emitidos por las unidades deficitarias, que suponen riqueza para el que los tiene y un pasivo para el que los genera.**

⌦ **Son títulos, contratos o anotaciones contables a través de programas informáticos.**

⌦ **2 tipos de activos financieros:**

1. ***Instrumentos financieros primarios.***

Ejemplo: ***acciones*** **y** ***obligaciones*****.**

2. ***Instrumentos financieros secundarios.***

Características de un activo financiero: liquidez, rentabilidad y riesgo

1.Liquidez

- Mide la capacidad del activo para convertirse en dinero a corto plazo sin pérdida de valor.

- Un activo será más líquido cuando:
  1- Más fácil y rápidamente se convierta en dinero.
  2- Más segura sea la conversión en dinero *sin pérdida de valor (a precio de mercado)*.

2.Rentabilidad

- Capacidad del activo financiero para producir rentas para el poseedor.

3. Riesgo

- El riesgo de un activo financiero hace referencia a la posibilidad de que el emisor del título incumpla los compromisos asumidos, en el vencimiento.

- La *solvencia del emisor* es un factor clave en el riesgo de un activo financiero (ej. Letras de Tesoro, poco riesgo), así como las *garantías* del título.

⌦ **Calificación crediticia del emisor: agencias de *rating***

✓ Las agencias de calificación crediticia o *rating* (Moodys, Standard & Poor's, ...) son empresas dedicadas a valorar el riesgo de insolvencia de las emisiones y/o emisores.

✓ Tras el estudio de la empresa o emisor, otorgan un código, por ejemplo: *AAA, AA, A, BB, C, etc.*

✓ La calificación no es una recomendación para comprar o vender activos financieros.

c) Mercados financieros

⌦ **Mercado financiero (MF): lugar o sistema, mediante el cual se compran y venden activos financieros y se determina su precio.**

⌦ **Funciones de los MF:**

1. **Poner *en contacto oferta y demanda de activos financieros*.**
2. **Fijar *el precio de los activos*.**
3. **Dotar *de liquidez a los activos*.**
4. ***Reducir los plazos de búsqueda e intermediación*.**
5. ***Reducir costes de intermediación*.**
6. ***Difundir información* sobre los activos negociados y sus participantes.**

Clasificación de los Mercados Financieros

a) Según las características de los activos financieros negociados:

- *mercados monetarios o de dinero*
- *mercados de capitales*

- **b) Según la fase de negociación del activo financiero:**
  - *mercados primarios*, o *de emisión*
  - *mercados secundarios* o *de negociación*
- ***c*) Según el grado de formalización de su funcionamiento:**
  - *mercados organizados*
  - *mercados no organizados*

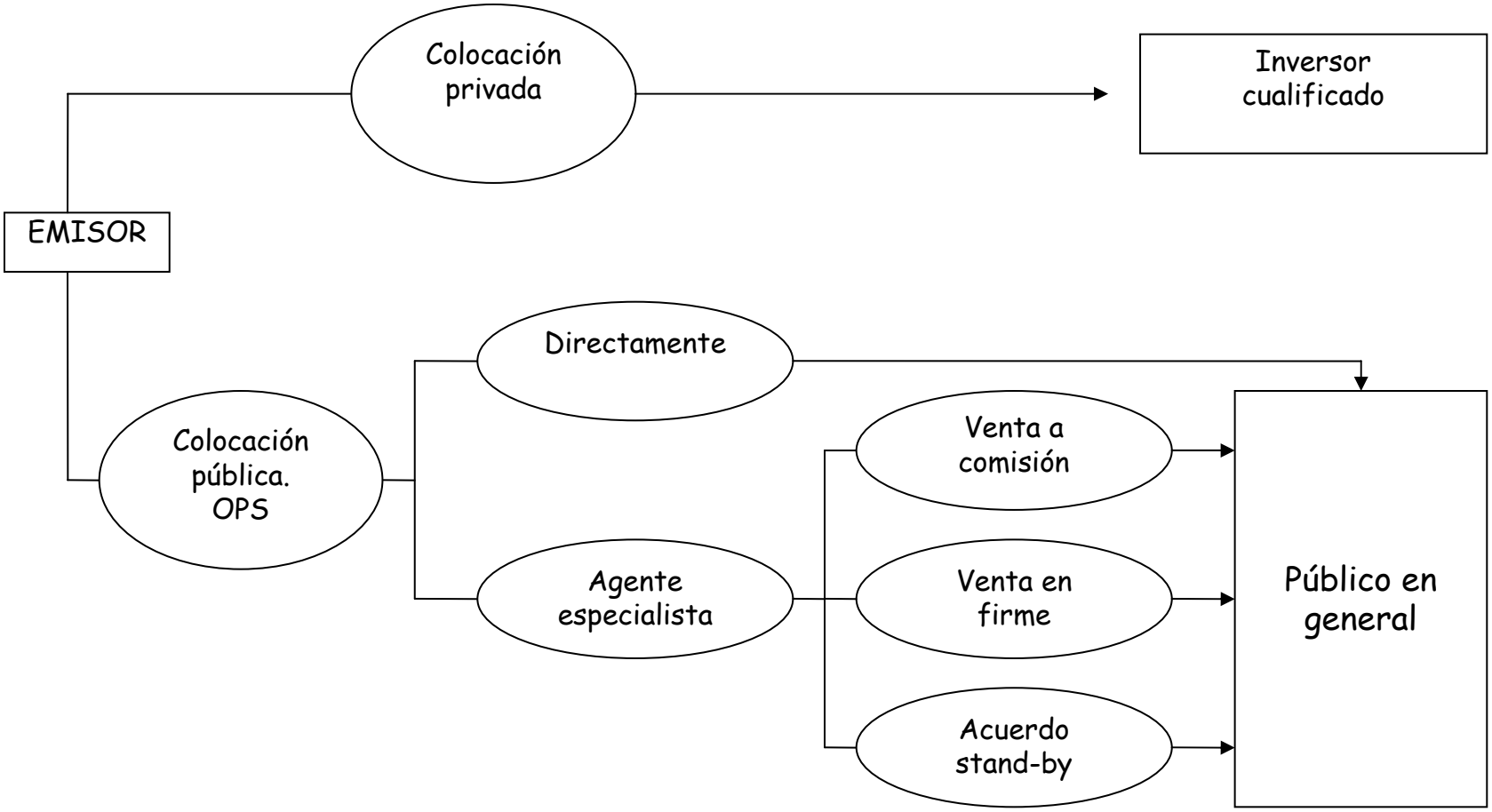
d) En el seno de la Unión Europea:

- *mercados regulados*
- mercados *no regulados*.

2.2. PROCEDIMIENTOS DE EMISIÓN DE ACTIVOS NEGOCIABLES

- Procedimientos para la emisión de **títulos negociables en mercados secundarios organizados**.
- Los **valores** deben tener dos propiedades:
  - son parte de emisiones masivas
  - son homogéneos o estandarizados.
- Los **emisores** de estos valores son:
  - el Estado y organismos de carácter público
  - las grandes empresas *sociedades anónimas*.

Figura 2.2 Procedimientos de emisión de valores negociables.



FORMAS DE COLOCACIÓN

1) Colocación privada

Los activos van dirigidos a colectivos muy concretos (*inversores cualificados)*:inversores institucionales, sociedades y fondos de inversión; o, trabajadores de la empresa, etc.

- normalmente, sin agentes especialistas.
- **Ventajas:**

a) Menores costes (no hay agentes especialistas, no están obligados a elaborar folleto informativo,..) b) Reducción del tiempo de colocación

c) Mayor flexibilidad en las condiciones de la emisión (negociación entre las partes)

Inconvenientes:

a) Concentración de los valores (menos liquidez)

b) Poca publicidad de la emisión

2) Colocación pública

Los activos se dirigen al público en general.

- Existen requisitos informativos previos
- Normalmente, agentes especialistas (suele ser un conjunto de entidades: *sindicato bancario*).
- **TIPOS de emisiones según la función del agente:**

1. *Venta al mayor esfuerzo*, o venta a comisión.

- *broker (cobra una comisión)*
- la empresa emisora asume el riesgo de no vender todos o el número de títulos necesarios

2. *Venta en firme.*

- el agente especialista suscribe toda la emisión para colocarla posteriormente entre el público.
- Ventajas para la empresa: conoce el volumen final de recursos que obtendrá y transfiere al agente especialista el riesgo de colocación.

3. *Acuerdo stand by.*

- 1ª fase: el agente actúa como mediador a comisión,
- 2ª fase: el agente compra los valores que no han podido ser colocados entre el público.

2.3. LAS ACCIONES Y SU VALORACIÓN

2.3.1. DEFINICIÓN Y TIPOLOGÍA

- **ACCIÓN:** activo que representa una parte alícuota del capital social de una Sociedad Anónima.
- Son *títulos* o *anotaciones en cuenta* (obligatorio si cotizan en mercado secundario oficial –Bolsa-)
- **RENDIMIENTO** depende de: 1. Política dividendo
- 2. Plusvalías o ganancias de capital
- 3. Otros: - Venta derechos suscripción preferente en ampliaciones de capital
  - Acciones total o parcialmente liberadas
  -Primas por asistencia a juntas…

El valor de una acción:

1. ***Valor nominal***: Capital social = valor nominal x nº acciones.

Ej: Si CS = 10.000.000 € = 1.000.000 acc x 10 €; Nominal = 10 €

2. ***Valor contable***: Neto = valor contable x nº acciones.

Ej: Si CS = 10.000.000 € y Reservas = 200.000 € NETO=10.200.000 (1.000.000 acc) ; Valor contable = 10,20 €

3. ***Valor de liquidación***: valor de la acción si se procediera a la liquidación de la sociedad. Ej: 10,15 €
4. ***Valor mercado***: precio de venta de la acción en el mercado (*cotización* en Bolsa) Ej: 25 €
5. ***Valor teórico o intrínseco***: actualización los flujos netos de caja futuros que se espera que proporcione la acción.

Ej: 20 € (está sobrevalorado, no comprar)

6. ***Valor de emisión***: precio de venta de las acciones nuevas en el momento de la emisión ($N < E \leq P.\ mdo$) Ej: 23 €

Tipos de acciones:

1. SEGÚN LA FORMA DE REPRESENTAR LA TITULARIDAD

a) Acción nominativa

b) Acción al portador

2. SEGÚN LA SITUACIÓN DE LAS ACCIONES

a) Acciones en cartera (propias de la empresa; < 10% o 5% del CS)

b) Acciones suscritas

c) Acciones desembolsadas

3. SEGÚN EL PRECIO DE EMISIÓN

a) Acción "a la par" (E = nominal)

b) Acción "sobre la par" o con prima de emisión (E > nominal)

c) Acción "bajo la par" (no permitidas) (E < nominal)

Si se permiten las **acciones parcial o totalmente liberadas**

4. SEGÚN LOS DERECHOS QUE INCORPORAN

a) Acciones ordinarias

b) Acciones preferentes o privilegiadas (derechos políticos o económicos, adicionales o diferentes)

c) Acciones sin derecho a voto (se les compensa con un dividendo anual mínimo)

d) Acciones rescatables (pueden ser amortizadas o rescatadas por la sociedad en determinado momento).

2.3.2. DERECHOS que incorporan las acciones

- 1. Derecho de *participación en el reparto de beneficios y en el patrimonio de liquidación*.
- 2. Derecho de *asistencia, voz y voto en las juntas generales*. (Se exige un número mínimo de acciones)
- 3. Derecho *a transmitir las acciones*.
- 4. Derecho *de suscripción preferente* en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones.
- 5. Derecho de *información* sobre el estado de la compañía.
- 6. Derecho a *separarse de la compañía*.
- 7. Derecho *a la impugnación de los acuerdos sociales*.
- 8. Derecho de *convocatoria de junta*.
- 9. Derecho de *representación en el consejo de administración*.

OBLIGACIONES de las acciones

1.Pago total de las acciones adquiridas
2.Responsabilidad por las deudas y pérdidas de la empresa, en la medida del capital aportado

DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE (DSP)

➢ El DSP se le reconoce a los accionistas "antiguos" cuando existe una ampliación de capital, o bien, obligaciones convertibles en acciones.

➢ La empresa dota reservas con los beneficios que no se reparten. Si se emiten nuevas acciones, las reservas hay que repartirlas entre un nº mayor de acciones: se pierde riqueza por acción.

➢PROBLEMA: cuando aparecen nuevos accionistas, los antiguos ven mermada su riqueza. DILUCIÓN DEL CAPITAL.

➢SOLUCIÓN:

- Que los antiguos accionistas mantengan su % de participación en la empresa (tienen derecho a suscribir los primeros, de forma "preferente"). (Si ejercen su derecho, los accionistas antiguos quedan compensados)
- A cada acción antigua: 1 derecho de suscripción preferente (mientras dura la ampliación).
- Si no quieren ejercer ese derecho, pueden venderlo: pierden participación en la empresa pero cobran por la venta de los derechos (los accionistas antiguos quedan compensados)

➢Los derechos se pueden separar de la acción y vender en el mercado ⇒ tienen un <u>precio de mercado</u>.

➢El precio de mercado, deberá ser igual a su <u>valor teórico: d</u> (el valor que hace que una acción antigua valga lo mismo que una nueva).

Sea:

- N = valor nominal de las acciones
- P_0 = Precio de mercado de las acciones antiguas, justo antes de la ampliación
- P_{1v} = Precio teórico acc. antigua después ampliación
- P_{1n} = Precio mercado acc. nueva después ampliación
- E = precio de emisión de acciones nuevas ($N \leq E < P_0$).
- v = número de acciones antiguas, ya en circulación
- n = número de acciones nuevas que se emiten
- v/n = razón de la ampliación (nº dchos para comprar una acción nueva)

CÁLCULO VALOR TEÓRICO
DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE (sin diferencias entre nuevas y viejas)

Durante el tiempo que dura la emisión, un inversor tiene 2 posibilidades (*Nota: este inversor no tenía previamente acciones de la empresa):*

- Comprar una acción nueva (necesita v/n derechos). Pagará: $E + d\left(\frac{v}{n}\right)$

- Comprar una acción antigua (lleva incorporado 1 derecho, que venderá si no lo utiliza). Pagará: $P_0 - d$

Si el mercado funciona bien:

$$E + d\left(\frac{v}{n}\right) = P_0 - d$$

despejando d:

$$d = (P_0 - E)\frac{n}{v+n}$$

CÁLCULO PRECIOS DESPUÉS DE LA AMPLIACIÓN
(sin diferencias entre nuevas y viejas)

➢ **Inmediatamente después de la ampliación:**

Valor de mercado del total de acciones: $vP_o + nE$ o bien: $vP_{1v} + nP_{1n}$

- Precio después de la ampliación de una **acción vieja**:

$$P_{1v} = \frac{v \cdot P_0 + n \cdot E}{v + n}$$

$$P1v = Po - d$$

- Precio después de la ampliación de una acción nueva:

$$P1n = P1v$$

CÁLCULO VALOR TEÓRICO
DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE (diferencias entre nuevas y viejas)

➢ **Durante el tiempo que dura la emisión, un inversor tiene 2 posibilidades:**

- Comprar una acción nueva. Pagará: $E + d\left(\frac{v}{n}\right)$

- Comprar una acción antigua Pagará: $P_0 - d$

Si el mercado funciona bien, la acción antigua es más cara porque tiene más derechos:

$$P_0 - d - \left[E + \frac{v}{n} \cdot d\right] = Dif$$

despejando d:

$$d = \frac{n}{v+n}(P_0 - E - Dif)$$

➢ **Inmediatamente después de la ampliación:**

Valor de mercado del total de acciones: $vP_o + nE$ **o bien:** $vP_{1v} + nP_{1n}$

- Precio después de la ampliación de una acción vieja:

$$P_{1v} = \frac{v \cdot P_0 + n \cdot (E + Dif)}{v + n}$$

$P1v = Po - d$

- Precio después de la ampliación de una acción nueva

$P1n = P1v - Dif$

Para adquirir la totalidad de acciones nuevas. 2 POSIBILIDADES:

1) Comprar todos los derechos y ejercerlos para comprar todas las acciones nuevas emitidas

Desembolso = *vd + nE*

2) Comprar las acciones nuevas justo después de la ampliación:

Desembolso = *nP1n*

Ambas operaciones son equivalentes

EJEMPLO (valor teórico/valor de mercado):

P_0 = 11,05 €/acción

E = 3 €/acción

Razón de la ampliación = 1x6 (nxv)

Cálculo del valor teórico d:

$$d = (P_0 - E)\frac{n}{v+n} = (11{,}05 - 3)\frac{1}{6+1} = 1{,}15 \text{ €/acción}$$

1. Si precio mercado del derecho (1,5 €) es > a su valor teórico (1,15 €).
Precio acción antigua= 11,05 – 1,5 = 9,55 €
Precio acción nueva= 3 + 1,5 6/1 = 12 €
Es mejor acudir al mercado secundario a comprar acciones ya en circulación.

2. Si precio mercado del derecho (1,05 €) es < a su valor teórico (1,15 €).
Precio acción antigua= 11,05 – 1,05 = 10 €
Precio acción nueva= 3 + 1,05 6/1 = 9,3 €
Es preferible acudir a la emisión a comprar acciones nuevas.

OTRAS OPERACIONES CON ACCIONES DE UNA SA

1. Reducción de capital.

✓Procedimiento: Es acordado por junta general

·a) Reduciendo el valor nominal de la acciones (=nº acciones).

·b) Disminuir nº acciones.

·c) Agrupando acciones para canjearlas por otras acciones con un menor valor nominal.

2. Operación "acordeón".

✓ Reducción (para sanear) y ampliación de capital social simultánea.

3. *Splits y contra-splits.*

✓ **Split:** reduce el valor nominal de las acciones, aumentando el nº de títulos (al accionista no le afecta).

Ej. CS (t_0)= 6.000.000 € [100.000 acciones x N=60 €] y se procede al siguiente split: CS (t_1) = 6.000.000 € [1.000.000 acciones x N= 6 €]

✓ **Contra- splits:** incrementa el valor nominal de las acciones reduciendo el nº de títulos.

CUOTAS PARTICIPATIVAS emitidas por CCAA y CECA

(manual)

Las cuotas participativas son asimilables a las acciones, excepto en el hecho de carecer de derechos políticos.

✓Son un mecanismo para captar recursos propios a largo plazo.

✓Deben cotizar en mercados secundarios (para dotarlas de liquidez y hacerlas atractivas al inversor).