

---

## **Tema 2 (Parte II)**

### **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**

# 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 Cjas de Ahorros y Confederación Española de Cajas de Ahorro

(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).

## 2.3.3. VALORACIÓN DE ACCIONES

Los **modelos de valoración de activos** intentan determinar cuál debería ser el valor del título en el mercado.

- ⊗ El Análisis Fundamental aplicado a la valoración de acciones trata de determinar el valor del título en función de la capacidad esperada para generar rendimiento.
- ⊗ Calcularemos el **valor teórico o valor intrínseco** de una acción desde la perspectiva de su propietario, como el valor actual de las futuras corrientes de cobros y pagos que le generará.
- ⊗ Cobros derivados de la posesión de acciones (no ampliaciones):
  1. Cobro de dividendos
  2. Cobro del precio de venta de las acciones

### CÁLCULO DEL VALOR INTRÍNSECO DE UNA ACCIÓN

- Para un accionista que mantiene la acción en su poder hasta el momento  $n$ .

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r_1)} + \frac{D_2}{(1+r_2)^2} + \dots + \frac{D_j}{(1+r_j)^j} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+r_n)^n}$$

**Siendo:**

$V_0$ : valor intrínseco de la acción.

$D_j$ : Dividendo por acción repartido en el momento  $j$ .

$P_n$ : Precio de venta de la acción en  $n$ .

$r_j$ : rentabilidad exigida en el periodo  $j$ .

## CÁLCULO DEL VALOR INTRÍNSECO DE UNA ACCIÓN

➤ El valor de la acción, en general, con independencia del poseedor del título:

- supone horizonte de valoración infinito
- siendo  $r$  constante:

$$V_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\tilde{D}_j}{(1+r)^j}$$

**Hipótesis sobre la política de dividendos:**

1. Dividendos constantes

$$V_0 = D a_{\infty-r} = \frac{D}{r}$$

2. Dividendos crecientes a una tasa constante  $g$

$$V_0 = D \left[ \frac{1}{r-g} \right]$$

## CONCLUSIÓN A PARTIR DEL CÁLCULO DEL VALOR INTRÍNSECO DE UNA ACCIÓN

Si el valor intrínseco de una acción es inferior a su precio de mercado (cotización): la acción está sobrevalorada por el mercado. No es aconsejable comprarla. Ejemplo:

$$V_0 = 10 \text{ €}$$

$$P_0 = 12 \text{ €}$$

✓ Cuando el valor intrínseco de una acción es superior a su precio de mercado (cotización): la acción está infravalorada por el mercado. Se recomienda su compra. Ejemplo:

$$V_0 = 15 \text{ €}$$

$$P_0 = 12 \text{ €}$$

Si compramos pagamos 12 € por un título que verdaderamente vale 10 €. No interesa

Sería recomendable comprar esta acción por 12 €, ya que en realidad vale 15 €.

## 2.4. LAS OBLIGACIONES: TIPOLOGÍA Y VALORACIÓN

### 2.4.1. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LAS OBLIGACIONES

- ⊗ **OBLIGACIÓN:** Partes alícuotas de un empréstito
- ⊗ **EMPRÉSTITO:** operación de préstamo en la que el capital prestado se divide en un número elevado de operaciones de préstamo elementales que se reembolsan según un plan general y unitario de amortización.
  
- ⊗ **Diferencias entre acciones y obligaciones:**

Acciones	Obligaciones
Accionista: propietario de la empresa.	Obligacionista: acreedor de la empresa
Rendimiento: función del beneficio (dividendo)	Rendimiento: predeterminado en el momento de la emisión
Reembolso del capital prestado sólo si se liquida la empresa (tras pagar a los acreedores)	Reembolso del capital prestado al final de la vida del título
Derechos económicos y políticos	Derechos sólo económicos
Mayor riesgo	Riesgo menor

# CARACTERÍSTICAS DE LAS OBLIGACIONES

## ☒ CARACTERÍSTICAS:

1. Nominal, precio de emisión, precio de reembolso y precio de mercado o cotización
2. Duración o vida
3. Tipo de interés del cupón
4. Método de amortización
5. Rentabilidad
6. Riesgo.

### 1) **Nominal**, precio de emisión, precio de reembolso y precio de mercado o cotización

Una obligación de nominal =10 €, puede ser emitida por 9 € (precio emisión), lo que significa que existe un rendimiento adicional por la prima de emisión (1 € de prima de emisión).

Al final, puede ser reembolsada por el nominal, o por 12 € cada título, por ejemplo (existe prima de reembolso de 2 €).

Antes del vencimiento, si el título cotiza en un mercado, tendrá determinado precio de mercado o cotización, por ejemplo, 11,25 €.

### 2) **Duración o vida.**

Las obligaciones tienen una duración definida: momento del reembolso.

### 3) **Tipo de interés del cupón**

- Los pagos periódicos por intereses se denominan cupones.
- Cuando la obligación se vende en el mercado secundario hay que tener en cuenta la parte del cupón que se ha devengado pero no se ha cobrado aún: *cupón corrido* (se añade a la cotización de la obligación)

### 4) **Método de amortización**

Procedimientos de reembolso:

- Método de anualidad constante (la empresa paga cada año una cantidad constante para la devolución de títulos y pago del cupón) (cancelación de títulos por sorteo)
- Método de amortización constante (cada año se amortiza un número determinado de títulos y paga el cupón que procede) (cancelación de títulos por sorteo)
- Amortización de todos los títulos al final.

## 5) Rentabilidad (para el obligacionista, no la empresa)

- Es necesario conocer los flujos financieros (cobros y pagos): cobro de cupones, cobro del reembolso, pago del precio de emisión, cobro por la venta en el mercado secundario, etc.
- Principal medida: cálculo de la *TIR* (tasa que hace el valor actual neto de la inversión = 0)

## 6) Riesgo (afecta a la rentabilidad del título)

- 2 grandes tipos de riesgos:
  1. **Riesgos endógenos** (afectan a la propia obligación):
    - 1.1. Riesgo de liquidez
    - 1.2. Riesgo de insolvencia (asociado a la capacidad crediticia del emisor)
  2. **Riesgos exógenos** (tienen origen en el contexto de la obligación)
    - 2.1. Riesgo de pérdida de poder adquisitivo o riesgo de inflación.
    - 2.2. Riesgo de reinversión (si los ti van disminuyendo, reduce rentabilidad)
    - 2.3. Riesgo de interés (variaciones en los ti afectan al valor de mercado del activo)

## 2.4.2. CLASIFICACIONES DE LAS OBLIGACIONES

- ⊗ El título más elemental: obligaciones ordinarias ( $E=N$ , cupones periódicos y fijos, y amortización al vencimiento).
- ⊗ Hay muchas variaciones.

### **1) Según el emisor**

- Renta fija pública (Deuda Pública).
- Renta fija privada (resto de clasificaciones).

### **2) Según el precio de emisión/reembolso**

- Sobre la par ( $E > \text{nominal}$ ) (prima de emisión positiva)
- A la par ( $E = \text{nominal}$ )
- Bajo la par ( $E < \text{nominal}$ ) (emisión al descuento, prima de emisión negativa) (mayor rendimiento)
- Con prima de reembolso ( $P. \text{Reembolso} > N$ ) (mayor rendimiento)

### **3) Según la forma de pago de los intereses**

- Obligaciones cupón americano (intereses periódicos y reembolso íntegro al final)
- O. cupón cero (no hay cupón. Puede ser emitido bajo par y reembolsarse por el  $N$ , esto es, *al descuento*; o bien, emitirse por  $N$  y reembolsarlo a un precio superior) Ej. Pagarsés de empresa y Letras del Tesoro.
- O. con premio o lote (se sortea cada cierto tiempo una remuneración adicional)
- O. con cupón indexado o flotante (FRN) (cupón variable en función de un índice, por ej. Euribor o amortización variable en función de la tasa de inflación -*bonos indexados a la inflación o index linked bonds*-)

#### 4) Según los derechos incorporados

- Ordinarias
- Convertibles (incorporan el derecho adicional y opcional para la futura transformación o compra de otros valores negociables, en condiciones fijadas). (Si se ejerce, desaparece la obligación convertible) 2 tipos:
  - O. Convertibles, en sentido estricto: derecho sobre acciones nuevas. Se hace ampliación de capital.
  - O. Canjeables: derecho sobre acciones ya en circulación u otras obligaciones.

#### 5) Obligaciones con opción

- O. con opción de conversión o *warrant*:
  - \* Dan derecho a adquirir acciones de la entidad emisora a un precio prefijado.
  - \* Diferencias con las o. Convertibles:
    - el warrant puede ejercerse o venderse en el mercado (se separa de la obligación).
    - la opción se ejerce sobre acciones nuevas (hay ampliación de capital), pero la conversión no supone necesariamente la amortización de la obligación.
- O. con opción de venta (*putable bonds*). Se pueden devolver al emisor antes de su vencimiento (amortización anticipada a valor nominal o a un precio previamente estipulado).
- O. con opción de compra (*callable bonds*). El emisor tiene el derecho a amortizar anticipadamente los valores (recomparándolos al obligacionista a un precio predeterminado).

## 6) Según el colateral o garantías que incorporen

⇒ La emisión viene respaldada ciertas garantías o colaterales sobre cuentas a cobrar, préstamos u otros activos de la empresa emisora. 3 tipos:

- **O. con garantía personal.** No hay garantías adicionales a la propia capacidad del emisor.
- **O. con garantía hipotecaria.** La emisión está respaldada por bienes del emisor. También, si las obligaciones las emite una entidad financiera, la emisión puede estar avalada por ptmos hipotecarios concedidos a clientes.  
Destacan los *títulos hipotecarios (Cédulas Hipotecarias, Bonos Hipotecarios y Participaciones Hipotecarias)*: obligaciones emitidas por intermediarios financieros (activos secundarios o transformados) a partir de las hipotecas que poseen.
- **O. con otras garantías.** Respaldadas por créditos comerciales, operaciones de leasing, etc.

En España existen *Cédulas Territoriales* (obligaciones emitidas por las Entidades de Crédito, garantizadas por los préstamos y créditos concedidos a organismos públicos)

## 7) Obligaciones híbridas

⇒ Se incluyen varios tipos de obligaciones, que tienen algunas características de valores de renta variable (acciones).

- **O. participativas.** Proporcionan a su poseedor el derecho a participar en los beneficios de la empresa emisora (el tipo de interés tiene una parte fija y otra variable que depende de los resultados económicos de la empresa)  
No se consideran capital propio.
- **O. subordinadas.** Títulos emitidos sin garantías y que se sitúan en el último lugar de prelación de los acreedores del emisor, inmediatamente antes de los accionistas.
- **Participaciones preferentes.** Obligaciones emitidas a perpetuidad, con pagos periódicos (fijos o variables) establecidos inicialmente.  
Se sitúan en orden de prelación después de todos los acreedores, incluso los subordinados.

### 2.4.3. VALORACIÓN DE OBLIGACIONES

- ⊗ Mismos métodos aplicados a la valoración de acciones.
- ⊗ Principal método: Análisis Fundamental, calcula el **valor teórico o valor intrínseco** de una obligación como el valor actual de las futuras corrientes de cobros y pagos que genera a su propietario.

$$V_0 = \frac{C_1}{(1+r_1)} + \frac{C_2}{(1+r_2)^2} + \dots + \frac{C_j}{(1+r_j)^j} + \dots + \frac{C_n + A}{(1+r_n)^n}$$

**Siendo:**

$V_0$ : valor intrínseco de la obligación.

$C_j$ : cupón generado en el momento  $j$ .

$A$ : valor amortizativo.

$n$ : vida del activo.

$r_j$ : rentabilidad exigida en el periodo  $j$ .