



Economia, banca i mercats financers

Tema 10

Els mercats de renda variable. La valoració d'accions i les borses de valors

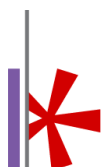
Versió 2016 © Tea Cegos, S.A.

ÍNDEX

LES ACCIONS EN LA SOCIETAT ANÒNIMA	4
GENERALITATS SOBRE LES ACCIONS	4
ELS DRETS DE L'ACCIONISTA	6
TIPUS D'ACCIONS	7
Accions sense dret a vot en junta general	7
Altres criteris de classificació	8
LA VALORACIÓ DE LES ACCIONS	9
GENERALITATS	9
VALORACIÓ TENINT EN COMPTE L'ANÀLISI MACROECONÒMICA. PROCEDIMENT "TOP DOWN"	10
VALORACIÓ TENINT EN COMPTE L'"ANÀLISI FONAMENTAL" ("BOTTOM UP") ..	13
VALORACIÓ TENINT EN COMPTE LES RÀTIOS BORSÀRIES	15
La ràtio "PER" ("Price Earnings Ràtio")	15
Relació entre la cotització o Preu (P) d'una acció i el seu Valor Comptable (VC)	16
Relació entre la cotització o Preu (P) d'una acció i la capacitat de l'emissor per generar Cash-flow (CF)	16
Relació entre cotització i dividendes	17
Relació entre dividendes i benefici	17
Relació entre la rendibilitat del deute públic a llarg termini (TIR dels Bons del Tresor) i la rendibilitat per dividend	18
LA BORSA DE VALORS	18
INTRODUCCIÓ	18
ORGANISMES RECTORS I DE SUPERVISIÓ	19
La CNMV	19
Les societats rectores de les borses	20
El Sistema d'Interconnexió Borsari Espanyol (SIBE)	20
La Societat de Gestió dels Sistemes de Registre, Compensació i Liquidació de Valors (IBERCLEAR)	21
INTERMEDIARIS I MEDIADORS: "SOCIETATS DE VALORS I BORSA" I "AGÈNCIES DE VALORS I BORSA"	21
ÍNDEXS BORSARIS	23
EL MERCAT ALTERNATIU BORSARI (MAB)	26



CONTRACTACIÓ I OPERACIÓ BORSÀRIA	27
El mercat de "ròdol electrònic"	27
El mercat continu	28
OPERACIONS AL COMPTAT I A CRÈDIT	35
OPA, OPS I OPV	36
OPA	37
OPV	37
OPS	38
L"“SPLIT" O DESDOBLAMENT DE LES ACCIONS	38
APLICACIÓ (PUT THROUGH)	38
VARIACIONS DE CAPITAL	39
Ampliacions de capital social	39
Reduccions de capital social	40
EFFECTES DELS DIVIDENDS EN LA COTITZACIÓ	41



LES ACCIONS EN LA SOCIETAT ANÒNIMA

GENERALITATS SOBRE LES ACCIONS

Els actius de renda variable són actius financers, representatius d'una part del capital social de l'emissor, en l'emissió dels quals no és possible saber amb certesa quina rendibilitat s'obtindrà ja que depèn dels beneficis de l'emissor. Aquestes "quotes" es denominen accions i són títols representatius del patrimoni net de l'empresa, però des de l'inici fins a la situació present aquest patrimoni ha pogut variar, per això, cal tenir en compte que:

- En el moment de la constitució d'una societat, el capital social i els fons propis coincideixen.
- Quan la societat obté beneficis i no els distribueix totalment als accionistes, els seus fons propis augmenten amb els beneficis no distribuïts; aquests beneficis retinguts constitueixen les reserves de la societat.
- Si la societat incorre en pèrdues que consumeixen totes les reserves i encara queden pèrdues acumulades pendents de compensar amb beneficis futurs, els fons propis seran menors que el capital social.

El valor d'emissió i el valor efectiu al mercat no coincideixen en la pràctica, per tant, es poden distingir:

- **Valor de mercat o cotització.** És el valor de compravenda d'una acció als mercats en què cotitza. És a dir, el valor de cotització incorpora components subjectius que reflecteixen les expectatives que l'inversor té sobre el corrent de fluxos d'efectiu que li proporcionarà la seva propietat i el valor de possible revenda d'aquesta acció.
- **Valor nominal.** Part alíquota del capital social que correspon a cada acció. És el resultat de dividir el capital social de l'empresa entre el nombre d'accions. (La llei no fixa cap màxim ni mínim per al valor nominal).
- **Valor comptable.** Part dels fons propis que correspon a cada acció. (El valor comptable també es denomina valor teòric o valor en llibres, perquè és el valor que, teòricament, obtindria el tenidor en cas de liquidació de la societat). El valor comptable reflecteix millor què val la participació d'un accionista en una societat perquè computa les reserves i/o les pèrdues acumulades.



En conseqüència:

Valor nominal = Capital social / Nombre d'accions

Valor comptable = Patrimoni Net / Nombre d'accions

No sembla lògic que si una societat amb un capital social inicial de 100.000 €, dividit en 50.000 accions i uns fons propis actuals d'1.000.000 € (100.000 € de capital social de l'inici i 900.000 € de reserves) decideix ampliar el seu capital en 100.000 € emetent 50.000 accions noves, aquestes accions noves tinguin un valor comptable igual que el de les antigues, atès que aquest valor de les reserves s'ha aconseguit amb l'esforç de les persones que van aportar primer el capital inicial. Per això, quan es realitza una ampliació de capital en una societat que té reserves acumulades, els accionistes nous han d'aportar el valor nominal de les accions noves i una quantitat addicional pel dret que tindran sobre les reserves ja constituïdes. Així, el valor comptable de cada acció antiga del nostre exemple seria:

$$\begin{aligned}\text{Valor comptable accions antigues} &= \text{Patrimoni Net} / \text{Nombre d'accions.} \\ \text{VCAA} &= 1.000.000 / 50.000 = 20,00 \text{ €}\end{aligned}$$

D'aquest valor comptable, 2,00 € corresponen al valor nominal (100.000 / 50.000) i la resta correspon a les reserves (900.000/50.000) = 18 €. En l'ampliació de capital cada accionista nou, a més de pagar els 2,00 € del valor nominal de cada acció nova, haurà de pagar 15,00 € addicionals per les reserves que han acumulat els accionistes anteriors. S'anomena prima d'emissió i és una nova constitució de reserves.

L'adquisició d'accions en el moment de l'emissió es denomina subscripció. Quan se subscriuen accions és obligatori desemborsar, com a mínim, una quarta part del seu valor nominal. A diferència de les S.A., en les quals es permet aquest desemborsament parcial, en les S.L. és obligatori legalment que el capital estigui totalment desemborsat des del seu origen, tant en la constitució com en un augment de capital, així que, capital subscrit=capital desemborsat. En qualsevol cas, en les S.A. les aportacions no dineràries s'han de desemborsar en un termini màxim de cinc anys. El capital pendent de desemborsament es denomina dividend passiu, en contraposició al dividend actiu, que és el benefici que la societat distribueix als seus accionistes.

Pel que fa al preu d'emissió:

- Quan una acció s'emet pel seu valor nominal, es diu que s'emet a la par.
- Una acció amb prima d'emissió s'emet sobre la par.



- La llei prohibeix l'emissió d'accions sota la par.

ELS DRETS DE L'ACCIONISTA

Amb caràcter general, l'acció confereix al seu tenidor drets polítics i econòmics. **Les accions que confereixen els drets que ara veurem, sense restriccions ni privilegis, es denominen accions ordinàries.** Els principals drets de l'accionista són:

- Rebre informació sobre la situació econòmica i financera de la societat.
- Assistir a les juntes generals i votar-hi.
- Percebre el dividend acordat en la junta general ordinària.
- Tenir dret preferent a la subscripció de noves accions i obligacions convertibles.
- Rebre la part que li correspongui en cas de liquidació de la societat.

El **dret d'informació** consisteix, bàsicament, en la possibilitat d'obtenir informació, a partir de la convocatòria de la junta general, de forma immediata i gratuïta:

- Els comptes anuals que s'han de sotmetre a l'aprovació dels accionistes.
- L'informe dels auditors de comptes, si la societat té l'obligació de presentar els seus comptes auditats o bé si els audita voluntàriament.

Aquest dret atorga també als accionistes la possibilitat de sol·licitar per escrit amb anterioritat a la reunió de la junta, o verbalment durant la reunió, els informes o aclariments que estimin precisos sobre els assumptes inclosos a l'ordre del dia.

El dret de percebre dividends, s'ha de saber que és relativament freqüent que les grans societats que cotitzen en borsa abonin un dividend a compte de l'exercici anterior durant el primer trimestre i després paguin un dividend complementari.

El dret de subscripció preferent atorga prelació en la subscripció de les accions noves com a mitjà perquè l'accionista antic pugui mantenir el seu percentatge de participació al capital social si així ho desitja. Aquest dret es refereix també a la subscripció d'obligacions convertibles, si s'escau. Aquest dret és valorable i transmissible. Per tant, els drets de subscripció d'accions es poden negociar al mercat mentre estigui obert el període de subscripció d'accions. Posteriorment



s'extingeixen i, per tant, manquen de valor. Davant una ampliació de capital, un accionista té les següents opcions:

- Subscriure les accions que li corresponen.
- Vendre tots els seus drets de subscripció preferent.
- Subscriure part de les accions que li corresponen i vendre els drets que no desitja utilitzar.
- Comprar drets a un altre accionista per subscriure més accions de les que li corresponen.

TIPUS D'ACCIONS

ACCIONS SENSE DRET A VOT EN JUNTA GENERAL

La llei permet l'emissió d'accions sense vot, que, a canvi de la renúncia del dret a vot, atorguen al seu tenidor el dret a un dividend anual mínim. Aquest dividend pot ser fix o variable sobre el capital desemborsat per cada acció sense vot i es determina en els estatuts de la societat. Hem d'assenyalar que determinats aspectes de les accions sense vot poden ser diferents segons si es tracta de societats cotitzades o no cotitzades.

- En les societats no cotitzades, quan no es paguin dividends mínims per falta de beneficis distribuïbles (o es paguin a una quantitat inferior a l'exigible), aquests dividends s'hauran de satisfer en els cinc exercicis següents. Mentre no se satisfacin, els tenidors d'accions sense vot podran votar en les juntes d'accionistes.
- En el cas de les societats cotitzades, la llei permet que la societat reguli en els seus estatuts el dret a la recuperació del vot en cas de dividends mínims no pagats, el dret de subscripció preferent i el caràcter acumulatiu o no del dividend mínim.

L'acció sense vot implica la renúncia a un dret polític a canvi d'un privilegi econòmic. Una societat anònima pot estar interessada a emetre accions sense vot per:

- Augmentar els seus fons propis sense que els accionistes majoritaris actuals perdin la seva posició de control.



- Aconseguir una via de finançament que no tingui les implicacions polítiques dels fons propis.

Un inversor pot estar interessat a subscriure accions sense vot quan:

- Persegueix fonamentalment cobrar dividends.
- És conscient que els seus vots no tenen importància significativa.

ALTRES CRITERIS DE CLASSIFICACIÓ

Per la designació o no del seu titular:

- Accions nominatives. El nom del titular s'indica expressament en el propi títol.
- Accions al portador. La seva titularitat ve acreditada per la mera tinença del títol.

Per la seva forma de representació:

- Accions representades per mitjà de títols.
- Accions representades per mitjà d'anotacions en compte (article 51 de la Llei de Societats Anònimes). Aquesta forma de representació és l'única possible per a l'admissió a negociació al mercat continu.

Pels drets que incorporen:

- Accions privilegiades (que confereixen algun privilegi enfront de les ordinàries).
- Accions rescatables (a sol·licitud de l'emissor, del tenidor o de tots dos). Poden ser emeses per les societats anònimes cotitzades. En l'acord d'emissió es fixen les condicions per a l'exercici del dret de rescate.



- Accions sindicades. En aquestes s'ha concedit prèviament el dret preferent de compra a la resta dels accionistes sindicats. Per tant, només es poden vendre a tercers si els accionistes sindicats no exerceixen el seu dret.
- Accions alliberades (gratuïtes). Es poden emetre accions alliberades totalment o parcialment. La seva emissió exigeix que, prèviament, la junta general acordi ampliar el capital amb càrrec a les reserves. La societat que converteix part de les seves reserves en capital i, amb aquest motiu, emet accions alliberades amplia el seu capital i disminueix les seves reserves.

LA VALORACIÓ DE LES ACCIONIS

GENERALITATS

La rendibilitat s'esdevé de la percepció d'un efectiu en relació amb el capital invertit. Aquesta percepció d'efectiu s'obté per mitjà de:

- Dividends
- Venda de drets de subscripció
- Plusvàlua en la venda d'accions

La percepció de dividends no és sempre l'únic objectiu, hi ha inversors que operen a curt termini, i adquireixen accions amb la intenció de vendre-les quan puguin realitzar plusvàlues. Per a aquests inversors, el primordial no és el dividend sinó la revaloració a curt termini. Els inversors que acudeixen a la negociació de renda variable en borsa pretenen compaginar aquesta rendibilitat que obtenen pel cobrament de dividends, per la venda de drets de subscripció i de les pròpies accions, o simplement amb la revaloració a llarg termini de les accions amb la liquiditat que ofereix el mercat organitzat.

En la cotització d'una acció influeixen diversos factors. Uns són endògens o relatius a l'emissor i uns altres són exògens o externs a l'emissor, (situació econòmica general). Normalment, una acció comporta més risc que un valor de renda fixa, ja que l'emissor no contreu cap compromís de pagament d'una remuneració periòdica ni de reemborsament del capital. Els inversors són, en principi, adversos al risc; només inverteixen en renda variable en la mesura en què tenen l'expectativa d'aconseguir més rendibilitat que en renda fixa o en dipòsits bancaris.

Els factors que influeixen en les cotitzacions de les accions es poden agrupar en:



- Expectatives de beneficis de la societat emissora.
- Tipus d'interès dels actius considerats sense risc: La rendibilitat de les accions exigida pel mercat serà el tipus d'interès d'un actiu sense risc, més la prima de risc per invertir en aquest títol i no en uns altres o en un índex mitjà del mercat (pèrdua de diversificació).
- Nivell de risc específic que s'atribueix a l'emissor. La rendibilitat de les accions exigida pel mercat serà la taxa d'interès d'un actiu sense risc més la prima de risc per invertir en elles.
- Entorn polític i econòmic.

Aquests factors són interdependents. Una variació en el tipus d'interès del Banc Central Europeu (BCE) incideix en les expectatives de beneficis de les societats emissores. També pot afectar el nivell de risc que el mercat els atribueix i, d'altra banda, ser conseqüència de l'entorn polític i econòmic, per exemple, de l'increment o reducció del dèficit públic.

Llei d'atractiu de la renda variable: En igualtat d'expectatives de beneficis i de risc de l'emissor, si augmenta el tipus d'interès dels actius sense risc, disminuirà la cotització de les accions.

VALORACIÓ TENINT EN COMPTE L'ANÀLISI MACROECONÒMICA. PROCEDIMENT: "TOP DOWN"

Es fonamenta en l'estimació de l'evolució de les variables de tipus macroeconòmic. Parteix del principi de "sentit comú" que quan l'economia millora, les empreses tenen més beneficis, per la qual cosa cal pensar que s'incrementarà el patrimoni net de les empreses i que es repartiran més dividendes i que tot això farà que pugin les accions. Per això s'ha de veure, a més, en quins sectors cal pensar que aquesta millora de les principals variables "macro" com el PIB, etc., serà més intensa per invertir en valors de les empreses d'aquests sectors.

Com que s'entén que l'economia és cíclica a causa de la pèrdua de valor dels diners fiduciaris i de l'ús que fan les autoritats dels mecanismes de la política monetària, a mesura que el cicle econòmic s'apropa al màxim, aquesta teoria entén que les expectatives de beneficis començaran llavors a disminuir. Per això, aquesta teoria entén que la borsa baixarà quan l'economia encara estigui creixent i que es recuperarà quan l'economia encara estigui baixant. Així, la borsa resulta ser "un baròmetre" de la marxa de l'economia.



Les variables clau de l'anàlisi "top-down" són, a part del creixement econòmic, la variació de les taxes d'interès i de la taxa d'inflació, l'expansió o contracció del dèficit públic

1)- Variacions del tipus d'interès. El corrent "top-down" preconitza el fet de fixar-se en el tipus d'interès dels actius sense risc i, per extensió, en el nivell general dels tipus d'interès. Si els tipus d'interès augmenten, la borsa rebrà principalment ordres de venda i les cotitzacions baixaran (perquè part dels fons es dirigirà a la renda fixa i als dipòsits bancaris).

Com ja sabem, el valor d'una acció és el consens que dóna el mercat, i l'estimació que en fa, de la suma actualitzada, per mitjà d'una taxa alternativa de rendibilitat, del corrent de fluxos d'efectiu que es pensa que aportarà un valor determinat. Per això, la pujada dels tipus disminueix el valor actual dels fluxos que genera una acció, perquè incideix en l'augment del % d'actualització que s'utilitza per a aquest càlcul estimatiu.

- Quan els tipus d'interès pugen, les cotitzacions baixen.
- Quan els tipus d'interès baixen, les cotitzacions pugen.

Però és necessari fer algunes matisacions:

- La influència sobre les cotitzacions és més important en les variacions dels tipus d'interès a llarg termini ja que influeixen en la "tendència de fons" de la borsa i contribueixen a determinar molt més els cicles alcistes i baixistes
- Una variació que el mercat considera transitòria té poc efecte sobre les cotitzacions.
- La incidència més important la tenen les variacions que el mercat identifica com un canvi de tendència en l'evolució dels tipus d'interès.

En qualsevol cas, la magnitud de la incidència és molt difícil de quantificar perquè aquest factor mai actua sol ni és independent dels altres factors que influeixen en les cotitzacions.

2)- Variacions de la inflació. L'augment de la inflació perjudica les cotitzacions perquè obliga als bancs centrals a augmentar els seus tipus d'interès; a més, comporta un augment de costos i una incertesa que desanima la inversió i frena el creixement econòmic.



3) Variacions del dèficit públic. El dèficit públic es finança amb deute públic, i així provoca l'augment dels tipus d'interès, que disminueix les cotitzacions de les accions.

Podem resumir el que hem vist en la taula del quadre 1

Quadre 1. "Variables macro" i incidència de les seves variacions en la borsa

VARIABLES MACROECONÒMIQUES		COMPORTAMENT DE LA BORSA
TIPUS D'INTERÈS	↑	↓
INFLACIÓ	↑	↓
DÈFICIT PÚBLIC	↑	↓
CREIXEMENT ECONÒMIC	↑	↑

VALORACIÓ TENINT EN COMPTE L'“ANÀLISI FONAMENTAL” (“BOTTOM UP”)

Les “variables macro” estan relacionades entre si i el que interessa saber no és el seu comportament passat sinó la seva evolució futura. L'anàlisi fonamental es basa en el fet que el mercat es mourà per un criteri racional en la valoració d'empreses. Aquesta anàlisi parteix de la base que existeix un “valor intrínsec” per a cada títol, que depèn en gran mesura del potencial d'obtenció de beneficis de l'empresa emissora. Per determinar l'esmentat valor intrínsec cal observar:

- L'economia general, com preconitzava el mètode “top down” tant regionalment com internacionalment ja que l'economia està globalitzada.
- El sector econòmic i industrial de serveis en què opera l'empresa emissora.
- La situació econòmica i financera de l'empresa, i l'adequació o inadequació del preu de les seves accions per a aquesta situació.

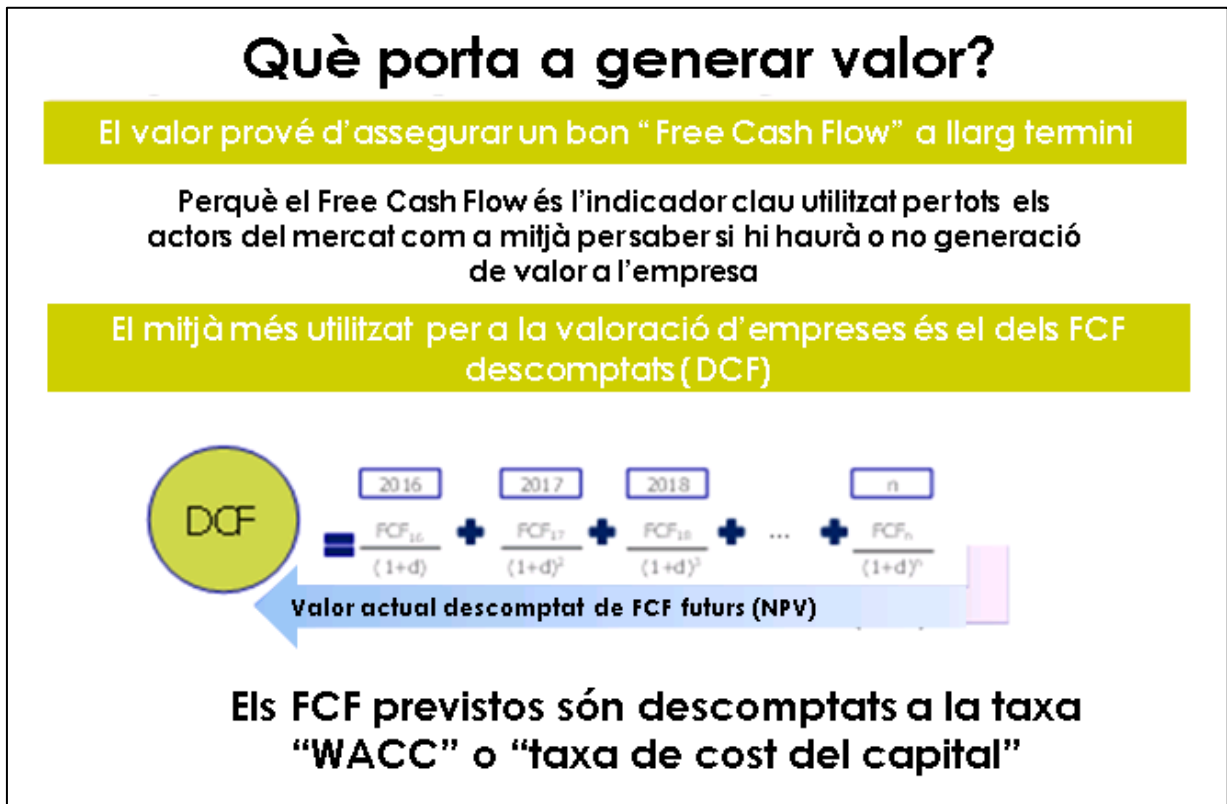
L'anàlisi fonamental busca estimar el corrent de fluxos d'efectiu futur per mitjà de l'intentar preveure quins seran els resultats de l'empresa analitzada i, sobretot, com influiran en la cotització de les seves accions. Prioritza l'estudi de la influència en les cotitzacions, per anticipar-se ja que això suposa obtenir més beneficis que els que s'obtenen quan se segueix el corrent del mercat. La finalitat és arribar a una conclusió sobre el valor teòric de les companyies i, basant-se en aquest valor, recomanar la compra, el manteniment o la venda de les accions segons el moment i la cotització.

Els dos tipus d'estudis més freqüents en l'anàlisi fonamental són:

- Anàlisi del valor patrimonial. Estudia el valor de l'empresa analitzant el seu valor comptable. Es tracta, per tant, d'una visió estàtica basada en dades del balanç.
- Anàlisi del corrent de fluxos descomptats. És a dir, es calcula el valor actual dels fluxos futurs lliures d'efectiu (“Free Cash Flow”) que es pensa que aportarà el valor. Aquest valor és la suma dels dividends anuals esperats més el preu que es percebrà per l'acció en el moment estimat de la venda. (Consulteu el quadre 2). La taxa de descompte és la taxa alternativa de rendibilitat al mercat o de “cost del capital”.



Quadre 2



EXEMPLE

Si una empresa reparteix un dividend anual de 3,50 €, i un accionista vol conèixer el valor actual de cadascuna de les seves accions, suposant que pensa vendre-les dins de tres anys i que el dividint és fix i estima que les vendrà a un preu unitari de 38,00 €, el valor actual de cada acció suposada i la taxa lliure de risc més la prima de risc inclosa en el 2 % serà:

$$Va = 3,50 / (1 + 0,02)^1 + 3,50 / (1 + 0,02)^2 + (3,50 + 38,00) / (1 + 0,02)^3 = 45,92 \text{ €}$$

Atès que resulta impossible preveure quin serà el preu al qual es podrà vendre l'acció ni quants anys la mantindrà l'accionista, es calcula el valor actual suposant que es tracta d'un deute perpetu (perquè els dividends es perceben cada any).

Suposant que el dividend (D) i el tipus d'interès són constants, la fórmula que permet calcular el valor actual de l'acció és:

$$Va = D / i$$



EXEMPLE 1

Una entitat financera reparteix un dividend constant de 2,20 €, la taxa és lliure de risc més la prima de risc del 2,70 %. El preu actual d'aquesta acció, sense tenir en compte la possibilitat de vendre-la, serà:

$$V_a = 2,20 / 0,027 = 81,48 \text{ €}$$

Per ser més realistes, cal suposar que els dividends augmentaran en la mesura que augmentin els beneficis de l'empresa.

En aquest cas, la fórmula que permet calcular el valor serà:

$$V_a = D / (i - g)$$

on:

g = taxa estimada de creixement dels dividends

EXEMPLE 2

Calcular el valor actual d'una acció de l'exemple anterior suposant que la taxa d'augment de dividend és de l'1,00 %.

$$V_a = 2,20 / (0,027 * 0,01) = 129,41 \text{ €}$$

VALORACIÓ TENINT EN COMPTE LES RÀTIOS BORSÀRIES

LA RÀTIO "PER" ("Price Earnings Ràtio")

Permet relacionar la cotització i la rendibilitat, amb la finalitat d'apreciar si l'acció és cara o barata.

$$\text{PER} = \text{Cotització de l'acció} / \text{Benefici anual per acció}$$



La ràtio PER és, en certa manera, una mesura del que els anglosaxons anomenen "pay back", ja que indica el nombre de vegades que el preu d'una acció conté el benefici; és a dir, expressa el "nombre d'anys" que l'accionista ha d'esperar per recuperar la seva inversió, tot suposant que la generació de beneficis de la societat es mantingui igual en el futur. Per això quant més baixa sigui la ràtio PER (menys anys d'espera) més atractiva serà la inversió. No obstant això, convé estudiar l'evolució que ha tingut aquesta ràtio, estimar la que tindrà i comparar-les amb les d'altres accions, especialment les del mateix sector.

Una acció amb una ràtio PER inferior a la mitjana del seu sector atraurà ordres de compra que augmentaran la seva cotització i, per tant, la seva ràtio PER, fins a equilibrar-la amb les del seu mateix nivell de risc.

RELACIÓ ENTRE LA COTITZACIÓ O PREU (P) D'UNA ACCIÓ I EL SEU VALOR COMPTABLE (VC)

Aquesta relació ve definida per la ràtio P/VC. S'utilitza per reflectir si una acció està cara o barata respecte al seu valor teòric (el que hipotèticament obtindria el tenidor en cas de liquidació de la societat). Aquesta ràtio s'ha d'utilitzar amb certa cautela perquè algunes empreses tenen un valor comptable molt reduït (fet que fa que la seva ràtio P/VC sigui elevada) però tenen molta més capacitat que d'altres per generar fluxos futurs i, a més, el valor comptable és un concepte estàtic mentre que la ràtio intenta reflectir les expectatives que té el mercat sobre el futur de l'empresa.

EXEMPLE

La ràtio PER d'una empresa és 10 i s'espera que el benefici per acció del proper any sigui de 8 €. Quin és el preu de l'acció?

$$\text{Preu acció} = \text{PER} * \text{Benefici per acció} = 8 * 10 = 80 \text{ €}$$

RELACIÓ ENTRE LA COTITZACIÓ O PREU (P) D'UNA ACCIÓ I LA CAPACITAT DE L'EMISSOR PER GENERAR CASH-FLOW (CF)

La ràtio P/CF s'utilitza per matisar la ràtio PER, ja que pot estar influïda per criteris comptables menys rellevants per a l'inversor.



RELACIÓ ENTRE COTITZACIÓ I DIVIDENDS

Aquesta ràtio es coneix com a "dividend yield" (rendibilitat per dividend) i s'utilitza per expressar, en percentatge, la rendibilitat per dividends. Es pot interpretar com la rendibilitat que rebrà l'inversor amb relativa seguretat (sense tenir en compte la plusvàlua). Aquest criteri és el preferit per aquells inversors que busquen uns ingressos periòdics per les seves accions. És útil en situacions de baixada generalitzada de la borsa.

RELACIÓ ENTRE DIVIDENDS I BENEFICI

Aquesta ràtio es coneix com a ràtio "pay-out" (dividend-benefici) i s'utilitza per reflectir la política de dividends de l'emissor.

Exemple: Una empresa que cotitza en borsa presenta les següents dades i perspectives futures:

Valor comptable actual: 625,00 milions d'euros

Nombre d'accions: 8 milions

Preu de l'acció: 70,00 €

Benefici per acció: exercici actual (3,25 €), previsió proper exercici (4,85 €)

Dividend per acció: exercici actual (1,30 €), previsió proper exercici (2,20 €)

Amb la qual cosa tindrem:

Ràtio PER exercici actual = $70,00 / 3,25 = 21,54$

P/VC = $70,00 / 78,125 = 0,896$

"Dividend yield" (proper exercici) = $2,20 / 70,00 = 0,031$

"Pay-out" actual = $1,30 / 3,25 = 0,4$



RELACIÓ ENTRE LA RENDIBILITAT DEL DEUTE PÚBLIC A LLARG TERMINI (TIR DELS BONS DEL TRESOR) I LA RENDIBILITAT PER DIVIDEND

Aquesta ràtio es coneix com a "Yield Ratio" i indica l'atractiu que ofereixen unes accions, en un determinat moment, respecte a l'opció d'invertir en actius lliures de risc.

LA BORSA DE VALORS

INTRODUCCIÓ

Una borsa de valors és una organització privada que ofereix les facilitats necessàries perquè els seus membres, atenent les ordres dels seus clients, introdueixin ordres i realitzin negociacions de compravenda d'una àmplia varietat d'instruments d'inversió. La borsa afavoreix la liquiditat dels valors emesos al mercat primari; per tant, compleix indirectament una funció de canalització de l'estalvi cap a la inversió productiva.

La principal funció de la borsa, com la de tot mercat secundari, és proporcionar liquiditat als valors. La borsa també dona la valoració de les societats cotitzades (a través de la cotització de les seves accions).

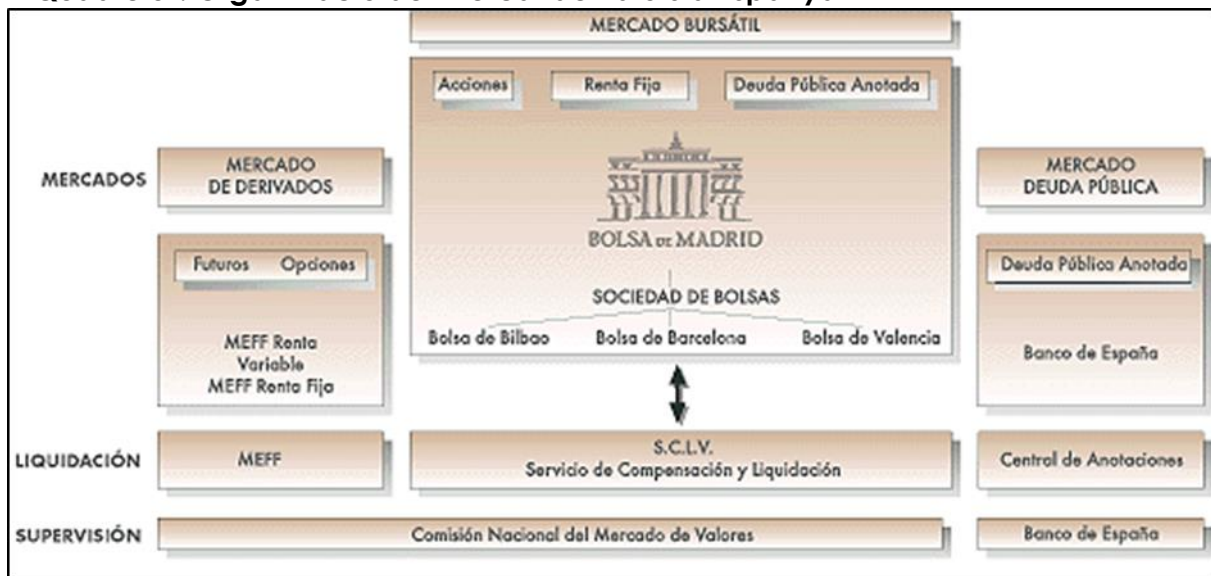
La borsa reuneix unes característiques ideals:

- **Transparència.** Tots els compradors i tots els venedors han de tenir accés a la mateixa informació rellevant.
- **Competència.** La borsa és un dels mercats més propers a la situació de competència perfecta perquè, atès el gran volum de contractació, és difícil que un participant influeixi, per si sol, en els preus.
- **Eficiència.** La informació nova disponible s'ha de reflectir ràpidament als preus.
- **Regulació.** Les borses estan regides per societats rectores i sotmeses a l'autoritat reguladora i supervisora: la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV).



La borsa només admet ordres cursades a través dels seus membres. Els mediadors financers que poden adquirir la condició de membres d'una borsa són les societats de valors, les agències de valors i les entitats de crèdit. Al gràfic del quadre 3 s'explica l'organització del mercat borsari espanyol.

Quadre 3-. Organització del mercat de valors a Espanya



ORGANISMES RECTORS I DE SUPERVISIÓ

LA CNMV

Es tracta d'un ens de dret públic, amb personalitat jurídica pròpia, que depèn del Ministeri d'Economia. En compliment de les seves funcions, la CNMV exigeix posar a la disposició del mercat tota aquella informació rellevant de l'emissor que pugui afectar la cotització dels seus valors, en particular:

- La informació economicofinancera i de negoci
- Les variacions significatives de les participacions al capital

Altres facultats de la CNMV són les de vetllar per la transparència dels diversos mercats de valors i la correcta formació de preus, així com la protecció dels inversors. També s'encarrega de dictar les disposicions necessàries per al



desenvolupament i l'execució de les normes contingudes en la Llei del Mercat de Valors o que se'n derivin.

A més, ha de:

- fer complir les normes de conducta establertes per tots els que intervenen en les operacions borsàries,
- sancionar els comportaments irregulars,
- definir els requisits necessaris per a l'admissió de valors a cotització,
- controlar l'admissió, supervisió i exclusió de valors,
- suspendre la negociació d'un valor,
- autoritzar les Ofertes Públiques d'Adquisició (OPA) i les Ofertes Públiques de Venda (OPV) de valors,
- assessorar a l'administració en matèria borsària i
- controlar a les institucions d'inversió col·lectiva.

LES SOCIETATS RECTORES DE LES BORSES

Cada borsa de valors està regida per la seva societat rectora. Són societats anònimes la finalitat de les quals és organitzar el funcionament intern de borses de valors. Existeixen quatre societats rectores (una per cada borsa: Madrid, Barcelona, Bilbao i València). L'accionista únic de cadascuna de les societats rectores és Bolsas y Mercados Españoles, SA (BME).

EL SISTEMA D'INTERCONNEXIÓ BORSARI ESPANYOL (SIBE)

Es coneix com a mercat continu el sistema de contractació integrat i informatitzat, per a la negociació de valors amb caràcter de mercat únic nacional. El nom oficial del mercat continu és (SIBE). El mercat continu està regit per la Societat de Borses, com es pot veure al gràfic. La Societat de Borses és una societat anònima participada, a parts iguals, per les quatre borses de valors. L'admissió de valors a negociació al mercat continu correspon a la CNMV (prèvia sol·licitud de l'emissor i un informe favorable de la Societat de Borses).



LA SOCIETAT DE GESTIÓ DELS SISTEMES DE REGISTRE, COMPENSACIÓ I LIQUIDACIÓ DE VALORS (IBERCLEAR)

És la societat encarregada de portar el registre comptable dels valors representats per anotacions en compte (admesos o no a negociació en borsa), compensar les ordres cursades a través dels membres de les borses (casar-les) i liquidar les operacions (gestionar els cobraments i pagaments, així com les transferències de valors). L'accionista únic d'IBERCLEAR és Bolsas y Mercados Españoles, SA (BME).

INTERMEDIARIS I MEDIADORS: “SOCIETATS DE VALORS I BORSA” I “AGÈNCIES DE VALORS I BORSA”

Els membres d'una borsa són els únics autoritzats a presentar-hi ordres. D'acord amb la Llei del Mercat de Valors poden tenir la condició de membres de la Borsa:

- Les entitats de crèdit espanyoles.
- Les empreses de serveis d'inversió que estiguin autoritzades per executar ordres de clients o per negociar per compte propi.
- Les empreses de serveis d'inversió i les entitats de crèdit autoritzades en altres Estats membres de la Unió Europea que estiguin autoritzades per executar ordres de clients o per negociar per compte propi:
- Establint sucursals a Espanya.
- Si es fan membres remots del mercat secundari oficial, sense haver d'estar establerts en l'Estat espanyol.
- Les empreses de serveis d'inversió i les entitats de crèdit autoritzades en un Estat que no sigui membre de la Unió Europea, sempre que es doni un tracte equivalent a les entitats espanyoles al seu país d'origen.
- L'Administració General de l'Estat, actuant a través de la Direcció general del Tresor i Política Financera, la Tresoreria General de la Seguretat Social i el Banc d'Espanya.



- Aquelles altres persones que, segons el parer de la societat rectora del mercat secundari oficial corresponent, siguin idònies.

Les entitats anteriorment esmentades que pretenguin accedir a la condició de membre de la borsa han de complir els requisits següents:

- Les Societats i Agències de Valors han d'estar inscrites en el Registre de la CNMV corresponent.
- En el cas de les entitats estrangeres, han d'acreditar que disposen a Espanya dels mitjans personals i tècnics necessaris que garanteixin la seva capacitat, així com assumir el compromís de complir les regles d'organització i funcionament del mercat.
- Prèvia obtenció d'un certificat de la CNMV que acrediti l'aptitud per ser membre del mercat, l'entitat interessada ha de sol·licitar formalment a la Borsa de Madrid l'adquisició de la condició de membre.
- Per ser membre de la borsa, no s'exigeix ser accionista de la Societat Rectora de la Borsa.
- Han d'ostentar la condició d'entitat adherida al sistema de compensació i liquidació de valors, gestionat per la Societat de Gestió dels Sistemes de Registre, Compensació i Liquidació de Valors (Iberclear).
- Han de tenir constituïda una fiança en garantia de la liquidació.
- Finalment, per operar al Sistema d'Interconnexió Borsari (SIBE), es requereix que l'entitat s'ajusti als requeriments tècnics exigits per la Societat de Borses (societat que gestiona la plataforma de contractació esmentada).

Els inversors compren i venen accions a través dels membres de les borses: societats de valors i borsa, agències de valors i borsa, i entitats de crèdit. Les potestats conferides a les societats i les agències no són idèntiques, per exemple:

- Les societats de valors poden operar per compte propi i dels seus clients.
- Les agències de valors només poden operar per compte dels seus clients, mai per compte propi.

Esquemàticament, aquestes són les funcions principals de les societats i les agències de valors:



FUNCIONS	Societats de valors	Agències de valors
Intercedir en la col·locació d'emissions i OPV.		
Actuar com a entitats gestores del Mercat de Deute Públic.		
Portar el registre comptable de valors representats en anotacions.		
Gestionar carteres de valors de tercers.		
Actuar com a dipositari d'institucions d'inversió col·lectiva.		
Atorgar crèdit per a la compra o venda de valors.		
Assegurar emissions i OPV.		
Negociar valors en borsa per compte propi.		
Negociar valors en borsa per compte de tercers.		

Com es pot veure, les agències de valors assumeixen menys riscos que les societats de valors, ja que no operen per compte propi ni atorguen crèdit per a la compravenda de valors. Per això, a les agències de valors se'ls exigeix un capital social mínim inferior que a les societats.

ÍNDEXS BORSARIS

Els indicadors de l'evolució del preu de les accions es denominen índexs borsaris. Inclouen, convenientment ponderats, la totalitat dels valors o bé una selecció dels més representatius (per volum de negociació, capitalització i altres criteris).

Després de cada sessió de borsa, les cotitzacions de les accions es publiquen al butlletí de les pròpies borses i a les pàgines d'economia dels diaris. En general, per a cada valor, s'informa de:

- Cotització de tancament del dia anterior
- Cotització màxima de la sessió
- Cotització mínima de la sessió
- Cotització de tancament de la sessió
- Nombre d'accions negociades



Els índexs borsaris solen classificar-se segons dos criteris:

- En funció del període de càlcul:
 - Índexs curts: mesuren la variació de les cotitzacions durant un any natural.
 - Índexs llargs: mesuren la variació de les cotitzacions durant un temps indefinit.

- En funció de la variable mesurada:
 - Índexs de preus: mesuren la variació de les cotitzacions sense incorporar els dividendes.
 - Índexs de rendiment: mesuren les cotitzacions incorporant els dividendes.

Cada borsa publica un índex general i els índexs sectorials. La Societat de Borses elabora l'Ibex-35 essencialment a partir de les cotitzacions ponderades per capitalització de les 35 societats que es consideren més representatives del mercat, atenent principalment al seu volum de negociació i al nombre de sessions en què cotitzen. La ponderació per capitalització està corregida pel free-float (part del capital que cotitza efectivament perquè no està en mans de socis estratègics, les accions dels quals no són objecte de compravenda).

L'Ibex-35 és un índex llarg de preus (iniciat l'1 de gener de 1990 amb base 3.000) que la Societat de Borses calcula i difon en temps real. L'Ibex-35 "s'ajusta" per:

- les ampliacions de capital,
- les variacions del valor nominal de les accions i
- les fusionis i absorcions.

En canvi, no s'ajusta ni per dividendes ni per l'emissió d'obligacions convertibles.

Existeix un Comitè Assessor Tècnic que determina quan un valor s'ha d'integrar en l'Ibex-35, durant un període transitori de control, sense complir els requisits necessaris per a la seva incorporació formal.

La Societat de Borses també elabora índexs sectorials: Ibex Utilities, Ibex Financer, Ibex Indústria i Varis, Ibex Complementari i FTSE Latibex (mercat de valors llatinoamericans en euros).



Pel que fa als índexs internacionals, als Estats Units el més conegut és el DJIA (Dow Jones Industrial Average), que s'estableix calculant la mitjana aritmètica simple de les cotitzacions de les 30 accions de més volum i freqüència de cotització a la Borsa de Nova York. Representa al voltant d'un 20 % de la capitalització borsària dels Estats Units i un 25 % de la de Nova York. Als Estats Units també són molt coneguts els índexs:

- S&P 500, ponderat per capitalització de 500 accions d'empreses nord-americanes representatives dels sectors principals.
- Nasdaq 100, format per les 100 accions principals del mercat Nasdaq (excloses les entitats financeres).

A Europa, es poden destacar els índexs següents:

- FTSE-100, que es forma ponderant per capitalització els 100 valors principals de la Borsa de Londres (representen el 65 % de la seva capitalització).
- El Dax 30, que es forma ponderant per capitalització els 30 valors més representatius de la Borsa de Frankfurt.
- El Dax 100, que es forma ponderant per capitalització els 100 valors més representatius de la Deutsche Boerse.
- CAC 40, format pels 40 valors més representatius de la Borsa de París.
- MIB 30, format pels 30 valors més representatius de la Borsa de Milà.
- FTSE Eurotop 100 i DJ Eurostoxx 50, formats per 100 i 50 valors representatius dels mercats paneuropeus, respectivament.



EL MERCAT ALTERNATIU BORSARI (MAB)

És un mercat organitzat específic, autoritzat pel Govern a l'empara de l'article 31.4 de la Llei del Mercat de Valors, per negociar accions de Societats d'Inversió de Capital Variable (SICAV) i altres valors que requereixin un règim singularitzat (per exemple, per ser companyies de baixa capitalització). El MAB està subjecte a la supervisió de la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV), en la seva organització i funcionament.

Els membres d'aquest mercat poden ser els següents:

- Empreses de serveis d'inversió (societats i agències de valors, i societats gestores de carteres).
- Entitats de crèdit.
- Societats Gestores d'Institucions d'Inversió col·lectiva (SGIIC).
- Societats d'Inversió de Capital Variable (SICAV).

Les empreses que sol·licitin la seva incorporació al MAB hauran de ser societats anònimes, espanyoles o estrangeres, que tinguin el seu capital social totalment desemborsat i representat en anotacions en compte, amb lliure transmissibilitat de les seves accions i que estiguin comercialitzant productes o serveis. El règim comptable i la informació financera s'ajustarà a l'estàndard nacional i a les Normes Internacionals d'Informació Financera (NIIF). Hauran de complir els requisits i procediments següents aplicables a la incorporació d'accions emeses per empreses en expansió:

- Transparència.
- Informació.
- Assessor registrat: designar un assessor que els ajudi tant en la sortida com durant la seva permanència al mercat.
- Proveïdor de liquiditat: subscriure un contracte amb un proveïdor de liquiditat que faciliti la negociació.



CONTRACTACIÓ I OPERATIVA BORSÀRIA

La contractació borsària dona lloc a la formació del valor de cotització (o de mercat). En les borses de valors conviuen dos sistemes de contractació bàsics, més un d'especialitzat:

- El mercat de "ròdol electrònic"
- El mercat continu
- El mercat alternatiu borsari MAB

EL MERCAT DE "RÒDOL ELECTRÒNIC"

El "ròdol electrònic" es basa en el Sistema d'Interconnexió Borsari Espanyol en la modalitat de fixació.

- L'horari de negociació és de 8.30 a 16.00 h
- Per als valors negociats en diverses borses sota aquesta mateixa modalitat, es disposa d'un únic llibre d'ordres a la disposició dels membres de les borses en les quals estiguin admesos a cotització aquests valors.

Pel que fa a l'operativa, les seves característiques principals són:

- Fixació de preus:
 - Es fixa un rang estàtic que serà operatiu per a tota la sessió (variació màxima permesa respecte al preu estàtic establert en cada moment).
 - A l'inici de cada sessió, es prendrà com a preu de referència el preu de tancament de la sessió anterior que coincideix amb el preu estàtic.
 - S'inicia el primer període de subhasta que va de les 8:30 h fins a les 12:00 h. (El període de subhasta és el període de temps en què es poden introduir, modificar i cancel·lar ordres, però durant el qual no s'executen operacions).
 - Es fixa un preu estàtic nou originat a la subhasta.



- S'inicia el segon període de subhasta que va de les 12:00 h fins a les 16:00 h.
- El preu resultant d'aquesta subhasta de tancament serà el preu de tancament de la sessió.
- Una vegada fixat el preu de subhasta, s'executaran, en primer lloc, les "ordres de mercat" i "al millor". A continuació, s'executaran les "ordres limitades amb preus millors que el de la subhasta" i, finalment, la resta de les "ordres limitades al preu de subhasta", en la mesura que sigui possible, segons l'ordre en què es van introduir al sistema de contractació.
- La prioritat d'execució d'operacions ve determinada pel preu i, en cas d'igualtat de preus, per la prioritat temporal en la introducció de les ordres.

EL MERCAT CONTINU

GENERALITATS

Es denomina així al Sistema d'Interconnexió Borsari Espanyol (SIBE). Al mercat continu, la negociació d'accions es realitza electrònicament, fet que permet un gran volum d'operacions. Existeix un únic preu en les quatre borses espanyoles per als valors negociats al mercat continu mitjançant anotacions en compte i admès, com a mínim, en dues borses espanyoles. L'admissió a cotització al mercat continu (SIBE) correspon a la CNMV, previ informe de la Societat de borses, a petició de l'emissor del valor. El valor ha d'estar representat.

Per negociar al mercat continu, els membres de les quatre borses transmeten les seves ordres a un ordinador central i aquestes es casen automàticament, si existeix una contrapartida, o queden en espera ordenades per preu i moment d'introducció.



CONTRACTACIÓ

Existeixen tres formes de contractació al SIBE:

- Contractació principal o d'ordres
- Mercat de blocs
- Mercat d'operacions especials

Cadascuna d'aquestes formes presenta diferents modalitats, com es pot veure en l'esquema següent.

SISTEMES DE CONTRACTACIÓ	FORMES DE CONTRACTACIÓ	MODALITATS DE CONTRACTACIÓ
RÒDOLS	Electrònica	<i>Fixing</i>
MERCAT CONTINU SIBE	Contractació principal o d'ordres	<i>Open</i>
		<i>Fixing</i>
	Mercat de blocs	Convinguts
		Parametritzats
	Mercat d'operacions especials	Comunicades
		Autoritzades
MERCAT ALTERNATIU BORSARI	Contractació d'ordres sobre accions cotitzades	<i>Fixing</i>
		SICAV: Valor liquidatiu

Principal o d'ordres

Representa prop del 90 % del total negociat, inclòs el segment de contractació en euros del Mercat de Valors Latinoamericans. Té dues modalitats:

- **Modalitat open.** S'utilitza per als valors més líquids que tenen una oscil·lació màxima del 15 %. La variació de preus màxima es regeix per l'anomenada "subhasta de volatilitat". La sessió comença amb una "subhasta d'obertura" en la qual els operadors ingressen, anul·len o modifiquen ordres, sense que existeixi encreuament d'operacions. Aquesta subhasta té lloc entre les 08:30 i les 09:00 (període d'ajust). Durant aquests trenta minuts, el sistema va calculant el preu que equilibraria l'oferta i demanda de cada valor si s'executessin operacions. Això es produeix a les 09:00, amb un tancament aleatori de 30 segons, als preus amb els quals s'inicia la contractació (preus d'obertura). La sessió oberta transcorre entre les 09:00 i les 17:30. Després, de 17:30 a 17:35, es realitza la denominada subhasta de tancament. En aquest període de cinc minuts s'introdueixen ordres, però no hi ha intercanvis. La sessió finalitza amb un tancament aleatori de 30 segons, després del qual es realitzen les assignacions de títols, i s'executen les ordres que tenen contrapartida.



- **Modalitat fixing.** És una contractació de valors amb fixació de preus únics. Es reserva per a certs valors de molt poca liquiditat i el seu sistema de contractació es basa en subhastes. Aquesta modalitat allibera al sistema multitud d'operacions de poc volum, ja que concentra en dos moments diaris les operacions amb els valors menys líquids. En la modalitat fixing s'agrupen les ordres en dos moments (12:00 i 16:00). Els períodes d'ajust són, doncs, de 08:30 a 12:00 i de 12:00 a 16:00. Aquesta modalitat allibera al sistema multitud d'operacions de poc volum, ja que concentra en dos moments diaris les operacions amb els valors menys líquids.

El mercat de blocs

És un mecanisme dissenyat per a la negociació d'operacions de volum elevat. Es desenvolupa en el mateix horari que la modalitat open. Té dues modalitats:

- **Modalitat de Blocs Convinguts:** Permet comunicar operacions amb una variació del $\pm 1\%$ sobre el punt mitjà del ventall de la millor posició de compra i venda de la Contractació General. L'import efectiu de l'operació haurà d'arribar, com a mínim, als imports següents en funció del volum mitjà de contractació diària (VMCD) del valor que es tracti en l'últim any natural tancat.

VOLUM MITJÀ DE CONTRACTACIÓ DIÀRIA	IMPORT MÍNIM
VMCD < 500.000 €	50.000 €
500.000 € <= VMCD < 1.000.000 €	100.000 €
1.000.000 € <= VMCD < 25.000.000 €	250.000 €
25.000.000 € <= VMCD < 50.000.000 €	400.000 €
VMCD >= 50.000.000 €	500.000 €

- **Modalitat de Blocs Parametritzats:** Permet comunicar operacions amb una desviació de fins al 15 % pel que fa al preu estàtic del valor i amb un volum efectiu superior a 500.000 € i al 5 % de l'efectiu mitjà diari contractat del valor que es tracti en la Contractació General en l'últim trimestre natural tancat.

El mercat d'operacions especials o mercat d'aplicacions



Recull grans operacions fora d'horari: es realitzen de 17:40 a 20:00. Així s'evita la interferència dels membres del mercat. Es tracta d'operacions en les quals ja s'ha fixat la contrapartida, és a dir, ja hi ha acord entre comprador i venedor, i només cal introduir les ordres al sistema. També existeixen dues modalitats:

- Comunicades. El seu preu s'ha de situar al voltant del 5 % del preu de tancament al mercat de contractació principal.
- Autoritzades. Han de ser aprovades per la Comissió de Contractació i Supervisió de la Societat de Borses.

El que és normal en aquestes operacions és que el venedor introdueixi la seva part de l'operació i el comprador la confirmi, sense que un altre membre del mercat pugui interferir-hi.

Al Mercat Alternatiu Borsari (MAB)

Existeixen dues modalitats:

- Modalitat fixing: amb fixació de preus únics i el sistema de contractació dels quals es basa en subhastes. En la modalitat fixing s'agrupen les ordres en dos moments (12:00 i 16:00). Els períodes d'ajust són, doncs, de 08:30 a 12:00 i de 12:00 a 16:00.
- Valor liquidatiu. S'executen sempre amb contrapartida de la pròpia SICAV, al valor liquidatiu del dia. S'acumulen ordres fins a les 16:00, hora d'execució.

TIPUS D'ORDRES AI MERCAT CONTINU

Les ordres de compra i de venda d'accions al mercat continu es poden classificar, en un primer nivell, en:

- **Ordres de mercat (market order):** s'introdueixen sense establir un preu límit. L'inversor demana al seu agent l'execució al millor preu o preus possibles que pugui aconseguir. Es pot executar a diversos preus, si el volum que representa el millor preu al mercat és insuficient per completar la nostra ordre.



Si l'ordre és de compra, s'executarà contra la millor o millors ordres de venda que hi hagi en aquell moment al mercat fins que s'adquireixin tots els títols que volem comprar. Si, per contra, l'ordre és de venda, s'executarà contra la millor o millors ordres de compra del mercat fins que es completi l'ordre.

Si l'ordre no es pot executar per la totalitat, el volum no executat queda limitat al pitjor preu aconseguit (el més alt per a una ordre de compra i el més baix per a una ordre de venda).

Les ordres de mercat tenen la màxima prioritats, ja que s'executen immediatament després de la seva introducció, sempre que hi hagi liquiditat al mercat.

Una ordre de mercat té més probabilitats d'executar-se que una ordre limitada. (Perquè és una ordre que no expressa un preu límit per a la seva execució). Assumeix el risc d'executar-se a qualsevol preu, si hi ha prou contrapartida en el moment de la seva arribada al SIBE. (Perquè pot arribar a creuar-se amb totes les contrapartides que hi ha al sistema). Si no s'executa totalment immediatament, la resta es tracta com una ordre limitada. (Perquè la resta no executada queda convertida en una ordre limitada a l'últim preu negociat).

- **Ordres sense limitació.** Dins d'aquesta categoria les ordres poden ser:
 - Ordres al millor (market to limit order): s'introdueixen per executar-se al millor preu en entrar al mercat. La part no executada queda limitada a aquest preu i no es podrà creuar a un altre més desfavorable.
 - Ordres limitades (limit order). S'han d'executar a un preu límit o millor. El comprador fixa el seu preu màxim i el venedor el seu preu mínim. Es tracta de l'ordre clàssica.

Al seu torn, existeixen certes condicions sobre el volum que es pot aplicar a qualsevol dels tipus anteriors:

- **D'executar o anul·lar:** s'ha d'executar per la quantitat possible que existeix com a contrapartida en el moment de la seva introducció i el sistema rebutja la resta del volum de l'ordre.
- **D'execució mínima:** indica un mínim d'accions en la primera execució. La resta s'executarà sense límit d'unitats de contractació. Un cas especial són



les ordres per tot o res, en què el mínim coincideix amb el total de l'ordre. En cas contrari, l'ordre és rebutjada pel sistema.

- **Immediat o cancel·lar:** l'ordre que introduïm s'ha d'executar, al preu límit, per tot el volum possible. La part que no s'ha pogut executar es cancel·la.
- **Amb volum ocult:** indica que el sistema només ha de mostrar una part del volum que cal negociar (marcat amb un +). Quan s'ha executat la part visible, l'oculta es va fent visible al mercat, en grups de valors prèviament especificats.

A més de les restriccions esmentades, tant les ordres limitades com les ordres de mercat es poden introduir amb una determinada validesa temporal:

- **Dia:** ordres que tenen validesa per al dia. Al final de la sessió, si no s'han executat, es cancel·len automàticament.
- **Vàlides fins a una data:** aquest tipus d'ordres estan actives fins a la data indicada o fins a la seva execució total, si es produeix abans d'aquesta data.

Si no s'especifica res, una ordre només és vàlida durant el dia de la seva introducció. La validesa màxima d'una ordre és de 90 dies naturals des del moment de la seva introducció. No obstant això, les ordres amb volum ocult només tenen validesa el dia en què s'introdueixen al sistema. Quan s'introdueixen al SIBE, les ordres adquireixen un registre horari per poder establir la seva prioritat. D'aquesta manera, el sistema garanteix que la primera a entrar és la primera a sortir.



Aquí podem veure, de forma simplificada, una pantalla del mercat continu per a una acció determinada

ACCIÓ: Metalox – ÚLTIM PREU NEGOCIAT: 6,07 EUR			
ORDRES DE COMPRA		ORDRES DE VENDA	
Quantitat	Preu (euros)	Preu (euros)	Quantitat
7 000	6,01	6,13	20 000
10 000	5,83	6,19	25 000
40 000	5,65	6,31	50 000
30 000	5,53	6,37	40 000
15 000	5,41	6,49	30 000

Els preus de compra estan indicats per ordre descendent (de millor a pitjor per al venedor) i els preus de venda per ordre ascendent (de millor a pitjor per al comprador). Quan el preu comprador i el preu venedor coincideixen, es creua una operació i les ordres desapareixen de la pantalla. Per aconseguir creuar immediatament una operació en borsa, sempre cal oferir el preu que resulti més desfavorable, segons l'operació que es desitgi, dels dos que apareixen en primer lloc en la pantalla. (En una ordre de compra cal oferir el millor preu venedor; en una de venda, el millor preu comprador).

Si per a l'acció de l'exemple no hi hagués més ordres de compra i de venda que les que mostra la pantalla, al mercat hi hauria una oferta de 165.000 accions i una demanda de 102.000 accions.

- Si, per exemple, un operador rep una ordre de compra de 200.000 títols al millor, s'executarà la compra pels 20.000 títols que ofereix el mercat a 6,13 €.
- Si, per contra, l'ordre fos de mercat:
 - S'executarà la compra pels 165.000 títols que ofereix el mercat.
 - El preu per als títols pendents d'executar queda limitat a 6,49 €.
 - (Com que es tracta d'una compra, el preu queda limitat al més alt d'entre els executats). Això és així perquè si quedés al més baix d'entre els preus executats, en molts casos no seria possible creuar els títols restants amb les noves ofertes



Vegem ara un cas d'actuació d'un venedor, utilitzant el quadre anterior. Suposem que les 20.000 accions que s'ofereixen a 6,13 € corresponen a dues ordres, una de 15.000 i una altra de 5.000, i el venedor de 5.000 accions, a la vista de la situació de la pantalla, decideix que el millor és vendre al més aviat possible. Per vendre immediatament les seves accions, l'ofertent de 5.000 accions demanarà a l'operador que modifiqui la seva ordre de venda, i les ofereixi al preu de 6,01 €.

En definitiva, la cotització d'un valor canvia quan es creuen ordres a un preu diferent del de la darrera operació. La capitalització borsària d'una societat sol canviar diàriament i indica la valoració que fa el mercat d'ella.

Al final de la sessió s'estableix el preu de tancament o cotització de tancament de cadascun dels valors negociats. El preu de tancament d'un valor multiplicat pel nombre d'accions en circulació es denomina capitalització borsària de la societat emissora.

OPERACIONS AL COMPTAT I A CRÈDIT

Al mercat de valors, les operacions es poden realitzar al comptat o a termini. Al mercat al comptat, la contrapartida es lliura el mateix dia, mentre que al mercat a termini la contrapartida es lliura en una data futura prefixada. La borsa és un mercat al comptat, perquè la liquidació de les operacions té lloc de manera pràcticament immediata: la propietat de les accions es transmet immediatament i el pagament es realitza als tres dies hàbils. D'altra banda, al mercat de valors es denominen operacions a crèdit les següents:

- **Crèdit al mercat:** les adquisicions en les quals el comprador obté un crèdit, en diners, fins a un percentatge important de l'adquisició, i deixa els valors adquirits en garantia del crèdit.
- **Préstec de valors:** les vendes en les quals el venedor obté un préstec de valors, fins a un percentatge important de l'operació, i deixa els diners obtinguts amb la venda en garantia de la seva devolució.

En les operacions a crèdit, l'intermediari financer que concedeix el crèdit ja sigui en diners o en valors, pot exigir garanties complementàries en funció de com evolucionin els preus. Les operacions a crèdit són un mètode de compra quan no es té prou liquiditat i són un mètode de venda quan no es tenen prou títols. En realitat, són operacions al comptat realitzades en descobert, de diners o valors, en previsió de fluctuacions en la cotització del valor. El fet que la borsa sigui un mercat al comptat no impedeix que s'hi admetin operacions a crèdit (crèdit al mercat o préstec de valors) amb les accions més representatives del mercat.



Qualsevol inversor pot operar a crèdit, subscriuint un contracte amb un intermediari financer autoritzat per atorgar-lo (per exemple, una societat de valors). L'adquisició d'accions a crèdit és una manera d'apostar per un mercat alcista (perquè el comprador d'accions a crèdit espera vendre-les més cares). En canvi, les vendes a crèdit són una manera d'apostar per un mercat baixista (perquè el venedor d'accions prestades espera comprar-les més barates, retornar-les i obtenir-ne un benefici).

El principal avantatge que l'operació a crèdit representa per al comprador és el palanquejament financer. (Si un comprador opera amb un crèdit de fins al 65 % del total de la inversió, pot moure aproximadament un número tres vegades més gran d'accions i guanyar tres vegades més que si només invertís els seus propis recursos disponibles —35 % restant—, encara que el seu risc de pèrdua també és tres vegades més gran).

L'import mínim en les operacions de compra i venda de títols a crèdit és de 500 títols, i es pot contractar qualsevol valor dels que integren l'Ibex-35. D'altra banda, l'inversor pot cancel·lar una operació a crèdit abans del seu venciment.

OPA, OPS I OPV

La CNMV vetlla per la transparència del mercat, la formació correcta dels preus i la protecció dels inversors. Un dels casos en què es manifesta aquesta protecció és en l'obligació que la llei estableix de llançar ofertes públiques d'adquisició o de venda de valors en determinades situacions.

Les ofertes públiques de valors poden ser:

- Oferta Pública d'Adquisició (OPA)
- Oferta Pública de Venda (OPV)
- Oferta Pública de Subscripció (OPS)



OPA

Una OPA és una oferta dirigida als tenidors d'un valor per adquirir els títols a un preu determinat. En les condicions de l'OPA s'estableix un termini prudencial perquè els tenidors del valor puguin acceptar-la. Generalment, el preu ofert en una OPA està per sobre del preu de mercat en el moment de ser anunciada. (En cas contrari, el promotor difícilment aconseguiria el seu objectiu perquè als tenidors els interessaria més vendre en operacions normals de borsa).

Quan es pretén aconseguir una participació significativa al capital d'una societat, es denomina OPA hostil i es llança en clara falta d'acord previ amb els gestors de la societat i els seus accionistes de control.

Les OPA poden ser voluntàries o obligatòries. La presentació d'una OPA és obligatòria en els casos en què una persona física o jurídica pretengui:

- Aconseguir una participació significativa al capital d'una societat, mitjançant l'adquisició d'un determinat volum d'accions admeses a negociació en borsa o altres valors que puguin donar dret a la seva subscripció o adquisició (com ara les obligacions convertibles o bescanviables). En aquest cas, l'OPA pot indicar els límits mínim i màxim de valors que està disposat a adquirir qui la promou. El percentatge de participació significatiu pot ser, en funció de determinats requisits i circumstàncies, el 50 %, el 25 % o fins i tot el 5 %.
- Modificar substancialment els estatuts d'una societat després d'haver adquirit en borsa un volum d'accions que li doni dret a més del 50 % dels vots (tret que hagués aconseguit el 50 % en els últims dotze mesos com a resultat d'una OPA).

OPV

Una OPV és una oferta, dirigida al públic en general, per col·locar valors ja emesos. Com l'OPA, l'OPV estableix un termini per a la seva acceptació. Quan l'Estat decideix privatitzar una empresa pública i desitja que part del capital quedi repartit entre un gran nombre d'accionistes, llança una OPV d'accions.



OPS

Per protegir els interessos dels inversors, la legislació estableix determinats requisits d'informació al públic i de solvència dels emissors. Quan l'oferta pública de venda de valors es realitza a través d'una ampliació de capital, en la qual no hi ha dret de subscripció preferent, es denomina Oferta Pública de Subscripció (OPS).

L'“SPLIT” O DESDOBLAMENT D'ACCIONS

El desdoblament d'accions és una operació en la qual es multiplica el nombre d'accions d'una societat per un factor determinat, reduint simultàniament el valor nominal de les accions i dividint-ho pel mateix factor. Per exemple, una societat amb un milió d'accions de 20 € de valor nominal pot passar a tenir el seu capital dividit en 4 milions d'accions de 5 € de valor nominal.

Les operacions de desdoblament d'accions van començar als Estats Units. Els primers a dur-les a terme van ser els bancs. Solen realitzar-se quan es considera que els inversors tenen la sensació que les cotitzacions són molt altes. L'operació contrària, poc freqüent, es coneix com a agrupament d'accions. Seria el cas, per exemple, d'una societat amb un milió d'accions de 20 € de valor nominal que passés a tenir 500.000 accions de 40 € de valor nominal.

APLICACIÓ (PUT THROUGH)

Consisteix en la compravenda simultània d'un bloc d'accions, fora del mercat, a través d'un únic intermediari o broker. L'ordenant sol ser individual i té diversos motius, com ara la realització de minusvàlues o un canvi de titularitat en les accions. Els diaris econòmics solen publicar diàriament les aplicacions més rellevants de cada sessió.



VARIACIONS DE CAPITAL

AMPLIACIONS DE CAPITAL SOCIAL

En les ampliacions de capital els accionistes tenen dret preferent de subscripció d'accions noves. Els drets cotitzen a part durant el període de subscripció. El que és lògic és que les empreses que disposen de reserves realitzin les seves ampliacions de capital amb prima d'emissió, ja que els accionistes nous seran copropietaris de les reserves. (Recordem que les primes d'emissió constituïran reserves noves).

En una ampliació de capital a la par d'una empresa amb reserves:

- Els accionistes podran vendre més cars els seus drets de subscripció. Els drets permeten subscriure accions pel seu valor nominal, mentre que aquestes accions permeten participar tant al capital (que es correspon amb el nominal) com a les reserves.
- La cotització de l'acció en borsa disminuirà perquè, com que no augmenten les reserves per falta de prima d'emissió, el valor del patrimoni es diluirà en un nombre d'accions més gran.

EXEMPLE:

1)-. Suposem una ampliació de capital amb les següents dades:

- Capital actual: 100.000.000 € (20.000.000 d'accions de 5,00 € de valor nominal)
- Ampliació de capital de 10.000.000 € a la par (2.000.000 d'accions de 5,00 € de valor nominal)
- Dret de subscripció preferent: 1 acció per cada 10 drets
- Cotització abans de l'ampliació: 10,00 €
- Capitalització actual: 200.000.000 € (20.000.000 d'accions a 10,00 €)
- Capitalització després de l'ampliació: 210.000.000 € (200.000.000 + 10.000.000)
- Nombre d'accions després de l'ampliació: 22.000.000 (20.000.000 + + 2.000.000)



2)-. Per tant:

- Valor de l'acció després de l'ampliació: 9,55 € ($210.000.000 : : 22.000.000$).
- Pèrdua de valor de l'acció per l'efecte dilució: 0,45 € ($10,00 - 9,55$)
- El valor de cada dret de subscripció serà de 0,45 €.

3)-. Comprovació:

- Un accionista amb 10 accions té un patrimoni borsari de 100 €.
- Si ven els seus drets a 0,45 € cadascun, cobrarà 4,50 €.
- A més, conservarà les 10 accions que valdran 95,50 €.

Així, s'haurà contrarestat l'efecte dilució i conservarà, per tant, el seu patrimoni borsari de 100 € ($4,50 + 95,50$).

La disminució de la cotització a causa de la divisió del patrimoni entre un nombre més gran d'accions es denomina efecte dilució. Aquesta disminució quantificada és el valor del dret de subscripció preferent. Com més alta sigui la prima d'emissió, més baix serà l'efecte dilució i, per tant, menor serà el valor dels drets de subscripció preferent. En llenguatge borsari, la venda dels drets de subscripció necessaris per pagar accions noves es denomina ampliació blanca.

REDUCCIONS DE CAPITAL SOCIAL

La reducció de capital es pot fer mitjançant la disminució del valor nominal de les accions, l'amortització d'accions o l'agrupació d'accions per procedir al seu bescanvi per accions noves.

Hi ha l'obligació de reduir el capital quan s'acumulen pèrdues per un valor superior al 50 % del capital social.

De vegades es realitza simultàniament una reducció i una ampliació de capital; això es coneix com a operació acordió. També hi pot haver una reducció de capital per devolució d'aportacions als socis i, fins i tot, per condonació de dividends passius.

Una reducció de capital per devolució als accionistes:



- Denota excés de capital social.
- Pot ser una alternativa als dividendes.
- Implica una disminució dels fons propis.

EFFECTE DELS DIVIDENDS EN LA COTITZACIÓ

En les societats cotitzades, els dividendes els proposa el consell d'administració segons els resultats de l'exercici i, sobretot, una política a mitjà i llarg termini relacionada amb el mercat borsari. La junta general d'accionistes és l'òrgan que aprova els dividendes. En llenguatge borsari, el percentatge de beneficis repartits com a dividend es denomina pay-out. El dia del pagament de dividendes, la cotització baixa perquè es descompta l'import del cupó pagat.

Una política de pay-out alt:

- S'assembla, en certa manera, a les accions de valors de renda fixa perquè dóna unes expectatives de fluxos de caixa semblants als interessos dels instruments de deute.
- Obliga als administradors a optimitzar l'eficiència dels recursos.
- Exigeix disciplina en la gestió ja que la distribució de dividendes és una distribució de recursos propis. (En qualsevol cas el mercat jutjarà severament un dividend abusiu).



Qüestions per facilitar el seguiment, l'aprenentatge i el "repàs" del text.

- 1)-. El valor d'emissió i el valor efectiu al mercat no coincideixen en la pràctica, per tant, es poden distingir ... Expliqueu-ho en no més de dos paràgrafs en 10 línies.
- 2)-. La percepció de dividends no sempre és l'objectiu únic ... Expliqueu-ho en no més de dos paràgrafs en 10 línies.
- 3)-. Els factors que influeixen en les cotitzacions de les accions es poden agrupar en ... Expliqueu-ho en no més de dos paràgrafs en 10 línies.
- 4)-. L'anàlisi fonamental busca estimar el corrent de fluxos d'efectiu futur ... Expliqueu-ho en no més de dos paràgrafs en 10 línies.
- 5)-. La ràtio PER és, en certa manera, una mesura del que els anglosaxons anomenen "pay back" ... Expliqueu-ho en no més de dos paràgrafs en 10 línies.
- 6)-. La borsa de valors reuneix unes característiques ideals ... Expliqueu-ho en no més de dos paràgrafs en 10 línies.
- 7)-. La cotització d'un valor canvia quan es creuen ordres a un preu diferent del de la darrera operació ... Expliqueu-ho en no més de dos paràgrafs en 10 línies

Paraules i frases claus que cal tenir en compte especialment i entendre bé el seu significat.

- Drets de l'accionista
- Tipus d'accions
- Dret de subscripció preferent
- "Llei d'atractiu de la renda variable"
- Ràtio "PER" ("Price Earnings Ràtio")
- Mercat Alternatiu Borsari (MAB)
- Formes de contractació al SIBE:
- Contractació principal o d'ordres
- Contractació Mercat de blocs
- Contractació Mercat d'operacions especials
- Mercat de ròdol i continu
- Tipus d'ordres al mercat continu
- Ídem Id al Mercat Alternatiu Borsari (MAB)
- Capitalització borsària de la societat emissora
- Operacions al comptat i a crèdit
- "SPLIT" o desdoblament de les accions
- Efecte dels dividends en la cotització

