

RESUMEN

En el presente estudio se trata de analizar el efecto que las ampliaciones de capital pueden provocar en el comportamiento bursátil de la empresa en cuestión. En primer lugar, se desarrollarán teóricamente los aspectos de las ampliaciones de capital bajo la legislación española para después llevar a cabo un análisis cuantitativo y empírico. Para la segunda parte partiremos de dos supuestos: 1) por un lado, existe un efecto dilución al ampliarse el número de títulos de la compañía y por lo tanto disminuye el beneficio por acción o el dividendo por acción que se pudiera distribuir, 2) por otro lado, se desarrolla un efecto financiación que debería incrementar el valor de la empresa, al poder esta emprender nuevas inversiones productivas. Las operaciones se analizarán en inicialmente desde una visión general y luego se examinarán con distintas perspectivas con el fin de identificar cuáles son las ampliaciones que mejor comportamiento tienen en la bolsa de valores, siendo comparados estos resultados con los principales índices del mercado español: IBEX-35 y el IGBM.

SUMMARY

In this study we will try to analyze the effect of a capital increase into the evolution of the stock value of the company we're investigating. First of all, we will explain, from a theoretically point of view, the main aspects of this kind of operation, under the vision of the Spanish Laws. Then, we will carry out a deeper investigation with an empiric and quantitative method. For the second section, we will assume two basic ideas: 1) in one hand, there is a dissolving effect produced to the shareholder by the raise of the total number of stock that the company will have, dissolving the earning per share or the dividends per share; 2) in the other hand, there is also a financing effect what should increase the value of the company due to it can undertake news productive investments. The operations of capital increase will be analyze from a general point of view and then they will be evaluated from different aspects in order to identify which one of them have a better evolution on the stock market, comparing the results with the main index in the Spanish Market: IBEX-35 and the IGBM (Madrid Stock-Exchange General Index, on its abbreviation in Spanish language).

PALABRAS CLAVE

- 1.- Ampliación de capital
- 2.- Capital social
- 3.- Mercado de Valores
- 4.- Efecto dilución
- 5.- Efecto financiación

KEYWORDS

- 1.- *Capital increase*
- 2.- *Social capital*
- 3.- *Stock Market*
- 4.- *Financing effect*
- 5.- *Disolving effect*

~ÍNDICE~

1 LOS ASPECTOS TEÓRICOS DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN ESPAÑA	7
1.1 El capital social de las sociedades anónimas españolas	7
1.1.1 El capital social en los estatutos	8
1.1.2 Los regímenes de las aportaciones sociales	10
1.2 Las modificaciones estatutarias concernientes al capital social. Especial referencia a las ampliaciones de capital	12
1.2.1 Las modificaciones estatutarias de las sociedades anónimas	12
1.2.2 El aumento de capital	13
1.2.2.1 El concepto de aumento de capital	13
1.2.2.2 Los procedimientos de aumento de capital social	13
1.2.2.3 Las tipologías de ampliaciones de capital	16
1.2.2.4 El derecho de suscripción preferente	17
1.2.2.5 Las opciones del accionista ante una ampliación de capital	20
1.2.3 La reducción de capital y la operación acordeón	22
1.2.3.1 Las tipologías de reducción de capital	22
1.2.3.2 Requisitos de las reducciones de capital	24
1.2.3.3 Requisitos específicos para la “operación acordeón”	24
1.3 El Mercado de Valores	26
1.3.1 La organización institucional de las Bolsas	26
1.3.2 El Mercado Secundario: La Bolsa de Valores	27
2 EL ANÁLISIS CUANTITATIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL DEL MERCADO CONTINUO ESPAÑOL DESDE LA ENTRADA DEL EURO	29
2.1 El ámbito temporal de la muestra recogida	29
2.2 La determinación de la metodología la recogida de la muestra	31
2.2.1 Los periodos de recogida de datos	31
2.2.2 La presentación de los datos mediante tablas	34
2.2.3 Los problemas y ajustes necesarios a la hora de recoger los datos	37
2.2.3.1 El solapamiento de ampliaciones de capital liberadas	38
2.2.3.2 El solapamiento de ampliaciones de capital no liberadas	40

2.2.4	Las fuentes para la obtención de datos	44
2.2.4.1	El listado de ampliaciones de capital llevadas a cabo en el periodo de análisis	44
2.2.4.2	La obtención de los precios ajustados y precios históricos	45
2.2.4.3	La recogida de otro tipo de información	47
2.3	El análisis de las operaciones de ampliación de capital	48
2.3.1	Análisis de los índices IBEX-35 e IGBM	49
2.3.1.1	Índice General de la Bolsa de Madrid	50
2.3.1.2	IBEX-35	51
2.3.2	Análisis general	51
2.3.3	Según el ciclo bursátil	53
2.3.4	Según el sector	55
2.3.5	Según el índice al que pertenezcan	56
2.3.6	Según la tipología de la ampliación	59
3	CONCLUSIONES	61
4	TABLA DE CONTENIDOS	65
5	APÉNDICE	67
6	BIBLIOGRAFÍA	90

INTRODUCCIÓN

La economía es una interrelación de varios agentes económicos, a saber: las familias, el estado, las empresas y el sector exterior. La demanda que cada uno de ellos exige al mercado se conoce como consumo, gasto público, inversión y por último la diferencia entre importaciones y exportaciones, respectivamente¹. De todos es sabido que el principal motor de las economías son las empresas, dado que son las que crean puestos de trabajo, aportando recursos a las familias; generan beneficios tributando por ellos, manera en la cual se financia al estado y, dentro de otras muchas funciones, se encargan de ofrecer y demandar productos al exterior. Pero la piedra angular que hace que este gran músculo económico funcione es la inversión realizada y para ello es necesario financiación.

Los recursos financieros necesarios para la actividad empresarial se pueden conseguir de varias maneras; desde las aportaciones realizadas por los fundadores en la constitución de la sociedad, pasando por la petición de créditos a entidades financieras, hasta llegar a la emisión de bonos y nuevas acciones. Cada uno de estos métodos tiene unas particularidades específicas que la empresa deberá analizar minuciosamente con el fin de conseguir una mejor fuente de financiación.

El objetivo de este trabajo es analizar una de esas operaciones, concretamente, las ampliaciones de capital realizadas por las compañías y estipular en qué condiciones y bajo qué circunstancias éstas experimentarán un mejor resultado. En las siguientes páginas consideraremos las operaciones realizadas en empresas cotizadas, es decir, cuyos títulos están admitidos a negociación en un mercado secundario, específicamente en el Mercado Continuo, desde la entrada en funcionamiento del euro el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2007, así como también observaremos su evolución bursátil.

Este estudio viene motivado por la percepción que tienen algunos inversores de que las ampliaciones de capital diluyen inevitablemente el valor de cotización de la acción pero, sin embargo, demostraremos que estas operaciones no tienen necesariamente ese efecto sino que, incluso, pueden incrementar el valor de una inversión.

¹ (BLANCHAR, 2004)

Para ello, el trabajo se estructura en dos grandes secciones y un apartado final para las conclusiones. En la primera de ellas se hará hincapié en los aspectos teóricos necesarios para comprender este tipo de operaciones dentro del régimen jurídico español. Definiremos primero qué es el capital social y cómo se forma para después ver los distintos procedimientos en los que puede ser modificado.

En la segunda parte, se analizarán desde un punto de vista cuantitativo las operaciones realizadas durante el periodo arriba citado a través de una metodología concreta: primero se analizarán todas las operaciones de forma general y posteriormente de manera más específica, dividiéndolas según distintos criterios, a saber: el ciclo bursátil en el que se realiza la operación, el sector en el que se encuadra la empresa, el índice al que pertenezcan y la tipología de la ampliación de capital.

El análisis requerirá de dos supuestos que se tratarán de comprobar. El primero de ellos, el efecto dilución que se produce al ampliar el capital social de una empresa debido al menor beneficio por acción que se obtendría, este efecto consideraremos que se produce en el corto plazo. El segundo supuesto se refiere al efecto financiación en la empresa provocado por la captación de recursos económicos que le permitirán emprender nuevas líneas de negocio o ampliar las ya existentes, generando valor para la compañía y, por tanto, para los accionistas.

Finalmente, en el apartado de conclusiones recopilaremos los resultados obtenidos a lo largo del trabajo y, a través de éstos, determinaremos una serie de parámetros en los que las ampliaciones de capital tendrán más probabilidades de éxito. Posteriormente, seleccionaremos los datos de la muestra que coincidan con esos aspectos y los compararemos, mediante el análisis de los resultados medios, con los índices representativos de la economía española y el comportamiento general de los valores que hayan llevado a cabo ampliaciones de capital. En este punto demostraremos que las operaciones llevadas a cabo con el criterio estipulado por el presente trabajo experimentarán unas revalorizaciones medias muy superiores a las del resto del mercado.

1 LOS ASPECTOS TEÓRICOS DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL EN ESPAÑA

El objetivo de esta primera sección es hacer un enfoque que se encuentre entre lo jurídico y lo económico para explicar la operación financiera de las ampliaciones de capital y cómo éstas afectan tanto a la empresa como a sus propietarios. A su vez, esta parte se halla estructurada en tres subsecciones donde se analizarán todos los aspectos: desde lo más general, el capital social en sí mismo; hasta lo más concreto, ahondar en la ampliación de capital, finalizando con su operativa en el Mercado de Valores.

1.1 El capital social de las sociedades anónimas españolas

El capital social de una empresa representa las aportaciones que los socios, bien sean accionistas en las sociedades anónimas o partícipes en las sociedades de responsabilidad limitada, han realizado a la entidad. Con estos fondos, la empresa llevará a cabo su actividad económica con el fin de obtener beneficios, en unos casos, o cumplir con su objeto social que debe estar recogido en los estatutos.

De entre las diferencias que existen entre las sociedades anónimas, de acuerdo con la Ley de sociedades anónimas² (en adelante, LSA), y las sociedades limitadas, regidas por la Ley de sociedades de responsabilidad limitada³ (en adelante, LSRL), cabe destacar aquélla que afecta al régimen de transmisibilidad de las acciones y las participaciones. Por un lado, la LSRL *“dedica gran atención a la transmisión de las participaciones sociales y de modo especial a las limitaciones de esa transmisión”*⁴. Este régimen de transmisión es libre cuando se produce *inter vivos* entre los socios o entre aquellos supuestos citados en el art. 29.1 de la Ley. No obstante, la Ley y los estatutos pueden limitar o prohibir la libre transmisión de las participaciones, como queda constancia en el art. 29.2 de la LSRL. Según el citado artículo, la libre transmisibilidad queda a disposición de que ésta se apruebe en la Junta General, máximo órgano de la entidad mercantil, y podrá ser denegada en tanto en cuanto uno o más socios

² Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

³ Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

⁴ (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 247)

deseen adquirir esas participaciones, dado que tienen preferencia sobre un tercero al tratarse de una sociedad de marcado carácter *intuitus personae*⁵.

Por otro lado, la transmisión de acciones en la sociedad anónima se realiza según lo establece el Código Civil en el art. 609, de los diferentes modos de adquirir la propiedad. En cuanto a su circulación, “*las acciones son por esencia transmisibles*”⁶, por lo que no es necesaria la aprobación en Junta General de la enajenación por parte de uno de los accionistas a terceros.

Esta diferencia es esencial para el objetivo de nuestro trabajo, ya que para que una empresa acceda a cotizar en el mercado secundario es preciso que exista una libre transmisibilidad de sus valores, según lo recoge la Ley de Mercado de Valores⁷ en su artículo 25.5. Por ese motivo, centraremos todo el estudio de ampliaciones de capital sobre sociedades anónimas y, a pesar de que muchos aspectos son equiparables a las sociedades limitadas, difieren en otros de gran relevancia, como aquel que atañe a los derechos de suscripción preferente y que trataremos más adelante. Cabe destacar que uno de los requisitos para las empresas que quieran cotizar en el mercado secundario es tener la forma jurídica de Sociedad Anónima, quedando excluidas de poder cotizar las sociedades limitadas.

1.1.1 El capital social en los estatutos

El art. 1 de la LSA reza lo siguiente: “*En la sociedad anónima el capital, que estará dividido en acciones, se integrará por las aportaciones de los socios, quienes no responderán personalmente de las deudas sociales.*” Es decir, una acción representará una parte alícuota del total del capital. Según Sánchez Calero⁸, son cuatro los principios que determinan el régimen del capital social.

- 1) El primero de ellos es el principio de *determinación*, en el cual según el art. 9 de la LSA, en su punto f), se hará constar en los estatutos sociales “*el capital social, expresando, en su caso, la parte de su valor no desembolsado, así como la forma y el plazo máximo en que han de satisfacerse los dividendos pasivos.*”. Para cambiar la cifra del capital social será precisa una modificación estatutaria, lo cual requiere que

⁵ Expresión latina que, en el ámbito jurídico, hace referencia a aquellos actos o contratos que se celebran en especial consideración de la persona con quien se obliga.

⁶ (URÍA, R., et al, 2006, pág. 889)

⁷ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

⁸ (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 127)

se apruebe en una Junta General de Accionistas. Con este principio se pretende conseguir una unidad total del capital social y garantizar en los términos acordados por la Ley la estabilidad del mismo.

- 2) En segundo lugar, está el principio de *suscripción plena y desembolso mínimo*, donde se hace constar la total suscripción de las acciones emitidas por los socios y el desembolso al menos de la cuarta parte del total requerido para todas y cada una de las nuevas acciones. Es en el momento de la suscripción cuando el accionista genera una deuda con la sociedad, ya que parte de su patrimonio deberá pasar a la entidad, recibiendo él las acciones que lo acreditan como propietario, al menos parcial, de la empresa. La liquidación de esta deuda se hace a través de los desembolsos, bien sean dinerarios o no. Estos supuestos han de cumplirse tanto cuando se trate de una operación de fundación de la sociedad, en la cual se está creando la entidad o bien cuando, en un momento posterior, se realiza una ampliación de capital, operación en la que se centra este trabajo. El dividendo pasivo, que se define como la parte pendiente de desembolsar por parte del accionista, tiene como límite un 75 por 100 del capital suscrito y es un crédito que la sociedad tiene frente a éste, por lo que forma parte del activo social que se suma al patrimonio total. De este modo, “*se prohíbe así la práctica consistente en crear acciones manteniéndolas en cartera, sin emitir las y sin que se suscriban*”⁹.

- 3) En tercer lugar, tenemos el principio de *correspondencia efectiva*, en el que se establece que el capital social fijado en los estatutos deberá ser acorde a la cifra efectiva de la aportación patrimonial. Ahora bien, y debido a la idiosincrasia económica y empresarial, el patrimonio neto – la diferencia entre activo real y deudas del pasivo – puede variar. En el caso de que se obtengan beneficios empresariales, será necesario dotar una parte a reservas legales y el resto se podrá distribuir de la forma que acuerde la Junta General de Accionistas, en forma de dividendo, por ejemplo. No obstante, si se obtienen pérdidas, ese patrimonio neto disminuirá. Dado este escenario, la Ley prohíbe la distribución de dividendos por los beneficios obtenidos con el fin de proteger a los acreedores. Del mismo modo, y para tratar de que el capital nominal no distorsione la visión de la empresa, si las pérdidas del patrimonio neto alcanzan un

⁹ (JIMÉNEZ SÁNCHEZ, 2003, pág. 185)

tercio del capital social y permanecen en este nivel durante más de un ejercicio, será necesario llevar a cabo una operación de reducción de capital, siendo motivo para disolver la sociedad si la pérdida supera el 50 por 100 del capital social.

- 4) Por último, existe el principio de *capital mínimo*, en el que según el art. 4 de la LSA, no puede ser inferior a 60.101€, diez millones de las antiguas pesetas. En el caso de las sociedades cotizadas, el importe mínimo del capital social es muy superior y viene determinado por las normas de la Bolsa, teniendo además que ser representadas por anotaciones en cuenta debido al alto número de títulos que existirán. Relacionando este principio con el de *suscripción plena y desembolso mínimo*, la cifra de 60.101€ corresponde al capital social que debe ser suscrito. Es decir, puede existir una sociedad anónima cuyos accionistas solamente hayan desembolsado 15.002,50€, una cuarta parte del total. Los importes mencionados hacen referencia al valor nominal de las acciones, es decir, excluyen la posible prima con las que podrían haber sido emitidas.

1.1.2 Los regímenes de las aportaciones sociales

Las aportaciones sociales se realizan cuando el accionista ejecuta el desembolso de las acciones suscritas. De acuerdo con el art. 36.1 de la LSA, “*sólo podrán ser objeto de aportación los bienes o derechos patrimoniales susceptibles de valoración económica*” pudiendo ser éstos materiales o inmateriales; partiendo desde las aportaciones dinerarias o en efectivo, hasta las no dinerarias: activos materiales (inmuebles, maquinaria,...) o incluso activos inmateriales como derechos patrimoniales y otras situaciones especiales, el llamado “fondo de comercio” y el “saber hacer”, entre otros. No obstante, no puede ser objeto de aportación el trabajo o servicios realizados a favor de la empresa.

A) Aportaciones dinerarias

Las aportaciones dinerarias son el supuesto normal en el cual se ejecuta el desembolso. Deben de realizarse en la moneda nacional, de modo que si la aportación fuera en moneda extranjera se determinará su equivalencia con arreglo a la Ley (art. 37 LSA).

Con respecto a la veracidad de estas aportaciones, “*se acreditarán mediante entrega al Notario de la certificación de depósito de las correspondientes cantidades en una entidad*”

*de crédito*¹⁰. Posteriormente, esta certificación será añadida a la escritura de constitución, en caso de que se trate de la fundación de la sociedad, o bien a la escritura de modificación estatutaria, en caso de que nos encontremos ante una ampliación de capital. Por lo tanto, en el supuesto de que un accionista quisiese actuar de mala fe fingiendo o falseando los datos incurriría en dos delitos: falsedad de escritura pública y falsedad de documento mercantil. Este último aspecto refuerza el principio de *correspondencia efectiva* que tratamos anteriormente y en el que se trata de que el capital social sea una imagen fiel del patrimonio real que posee la empresa, a fin de que aquellos agentes que tengan algún tipo de interés en la empresa no hagan interpretaciones incorrectas, a saber: los propios accionistas, acreedores, proveedores, entidades de crédito e incluso la Administración Pública.

B) Aportaciones no dinerarias

Debido a que este tipo de aportaciones puede llegar a ser especialmente fraudulento, dada la inexactitud con que podría ser valorado, el legislador desconfía del empresario y establece una serie de parámetros para que no peligre la integración de las contribuciones en el patrimonio social. Para ello, exige que la valoración de las aportaciones sea realizada por un experto independiente, generalmente designado por el Registrador Mercantil (arts. 133 y 134 del Reglamento del Registro Mercantil¹¹). No obstante, y según recoge la Ley, tanto “*los fundadores (o en su caso los promotores) responden solidariamente frente a la sociedad, los accionistas y los terceros de la realidad y valoración de las aportaciones no dinerarias*¹²”

C) Dividendos pasivos

Es en la escritura de constitución de la sociedad, o en su caso en la de ampliación de capital, donde se recogen los plazos para el desembolso pendiente del capital suscrito que, como vimos anteriormente, puede ser como máximo del 75 por 100 del valor total nominal. A su vez, estas escrituras deberán especificar la forma de desembolso, bien sea en metálico, es decir mediante una aportación dineraria, o a través de aquellas que no lo son; las aportaciones no dinerarias. Es esta deuda que el accionista tiene con la sociedad, concretamente el capital suscrito pendiente de desembolso, lo que se define como dividendo pasivo.

¹⁰ (VICENT CHULIÁ, 2005, pág. 318)

¹¹ Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil

¹² (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 139)

Una vez vencido el plazo, el accionista entra *en mora* con la sociedad y pierde su derecho al voto, así como su derecho de suscripción preferente y su derecho al cobro de dividendos. Sin embargo, “*el accionista moroso podrá reclamar el pago de los dividendos no prescritos una vez haya abonado el importe de los dividendos pasivos junto a los intereses adeudados, aunque en ningún caso podrá reclamar la suscripción preferente cuando el plazo para su ejercicio haya transcurrido.*”¹³”

1.2 Las modificaciones estatutarias concernientes al capital social. Especial referencia a las ampliaciones de capital

1.2.1 Las modificaciones estatutarias de las sociedades anónimas

Para la modificación de los Estatutos Sociales de una entidad es preciso que se haga mediante la aprobación en la Junta General de Accionistas. Se considerará modificación de los estatutos “*toda alteración de los mismos, ya afecte a su fondo, ya afecte solamente a su redacción, quedando, por tanto, sometida a la observancia de los requisitos impuestos por la Ley*”¹⁴.

Según el art. 144 de la LSA, sobre los requisitos de la modificación, se exigirá la concurrencia de los siguientes requisitos:

- a) “*Que los administradores o, en su caso, los accionistas autores de la propuesta formulen un informe escrito con la justificación de la misma.*”
- b) “*Que se expresen en la convocatoria con la debida claridad los extremos que hayan de modificarse.*”
- c) “*Que en el anuncio de la convocatoria se haga constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro de la modificación propuesta y del informe sobre la misma y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.*”
- d) “*Que el acuerdo sea adoptado por la junta de conformidad con lo dispuesto por el artículo 103.*”

¹³ (URÍA, R., et al, 2006, pág. 857)

¹⁴ (JIMÉNEZ SÁNCHEZ, 2003, pág. 221)

Finalmente, cualquier modificación estatutaria deberá ser elevada a escritura pública y darle publicidad a través de su inscripción en el Registro Mercantil y su posterior publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, según el artículo 144.2 de la LSA.

Dentro de lo que atañe a este trabajo, nos centraremos en dos de las modificaciones estatutarias referentes a la modificación del capital social de una empresa. Por un lado, analizaremos la operación de aumento de capital, analizando los derechos y obligaciones que genera para los accionistas. Por otro lado, trataremos las reducciones de capital y aquellos supuestos en los que es obligatorio realizarla por Ley. Por último, y dentro del apartado anterior, analizaremos la llamada *operación acordeón* – realizar una reducción y un aumento de capital simultáneamente – como forma de eludir una pérdida patrimonial y recapitalizar a la sociedad.

1.2.2 El aumento de capital

1.2.2.1 *El concepto de aumento de capital*

Por aumento de capital, también conocida en la doctrina de los negocios como ampliaciones de capital, se entiende la “*operación jurídica en virtud de la cual se eleva la cifra del capital social que figura en los estatutos.*”¹⁵. Por tanto, y puesto que se requiere de una modificación estatutaria, es preciso, como vimos anteriormente, la aprobación por la Junta General de Accionistas, con el quórum y requisitos especificados en el art. 144 de la LSA. No obstante, la Junta de Accionistas puede dar la autorización a los administradores para llevar a cabo una ampliación por el llamado *capital autorizado* sin la probación en Junta, en este aspecto ahondaremos más adelante.

Del mismo modo, es preciso tener en cuenta que aquellas ampliaciones de capital con carácter público, como la oferta pública de venta o la oferta pública de suscripción de acciones nuevas, poseen un régimen propio del mercado primario sometido a la Ley del Mercado de Valores.

1.2.2.2 *Los procedimientos de aumento de capital social*

La ampliación de capital bien puede hacerse a través de la emisión de nuevas acciones o aumentando el valor nominal de las ya existentes. Para poder llevar a cabo esta operación, es preciso que las antiguas acciones se encuentren completamente desembolsadas. No obstante,

¹⁵ (URÍA, R., et al, 2006, pág. 1031)

la LSA recoge en su art. 154 la posibilidad de realizar la ampliación de capital cuando la cantidad pendiente de desembolso no exceda el 3 por 100 del total, solamente en el caso de las aportaciones dinerarias.

Si bien, y a pesar de que gran parte de las ampliaciones de capital se hacen a través de aportaciones dinerarias con el fin de obtener recursos financieros para su posterior uso en la actividad de la empresa, existen otros tipos de contravalores que pueden ser utilizados y que tienen ciertas particularidades, que enumeraremos a continuación.

A) Aumento con aportaciones dinerarias

Como apuntamos ya en el apartado anterior, se pueden llevar a cabo ampliaciones de capital de carácter dinerario aunque exista una parte no desembolsada de las acciones anteriores, nunca superior al 3 por 100. Con este requisito se trata de evitar que la sociedad trate de captar nuevos recursos financieros cuando aún quedan cuantías significativas pendiente de desembolso.

B) Aumento con aportaciones no dinerarias

En general, las aportaciones no dinerarias en ampliaciones de capital están sometidas a las mismas restricciones que en el caso de la fundación de una sociedad, que ya vimos anteriormente. Del mismo modo, el legislador atribuye un plazo máximo para que las acciones queden liberadas, es decir, que se haga efectiva la aportación y por tanto desembolso de la obligación para el accionista, siendo este periodo máximo de 5 años, según recoge el art. 155.2.

En cuanto a la posibilidad de llevar a cabo por parte la sociedad una ampliación mixta, con aportaciones tanto dinerarias como no dinerarias, “*parece no existir obstáculo alguno para que un aumento se realice simultáneamente con aportaciones de ambos tipos*¹⁶”.

C) Aumento del capital con cargo a reservas

Al hacerse a cargo de la cuenta de *Reservas*, conocidas por los analistas empresariales como Recursos Propios Internos de Enriquecimiento “*pues son generados por la propia empresa en el desarrollo de su actividad, de tal manera que, si suponen un aumento de la*

¹⁶ (URÍA, R., et al, 2006, pág. 1034)

capacidad financiera de la empresa reciben el nombre de enriquecimiento¹⁷”, no produce la entrada de nuevos recursos financieros en la sociedad. Del mismo modo, se podrán hacer con cargo a las cuentas referentes a la prima de emisión de acciones antiguas y con cargo a la reserva legal que exceda del 10 por 100 del capital ya aumentado. Además, es preciso que las cuentas ya mencionadas figuren en el balance de situación anterioridad, habiendo sido, del mismo modo, verificadas por los auditores y que no superasen nunca el plazo de seis meses desde el acuerdo de aumento de capital. Una vez que se haya efectuado la ampliación, tanto el balance como el informe de los auditores deberán incorporarse en la publicación que se realice en el Registro Mercantil.

D) Aumento por compensación de créditos

Para realizar este tipo de ampliación de capital, deben cumplirse los siguientes requisitos, recogidos en el art. 156.1 de la LSA:

- a. “Que al menos un 25 % de los créditos a compensar sean líquidos, vencidos y exigibles, y que el vencimiento de los restantes no sea superior a cinco años.*
- b. Que al tiempo de la convocatoria de la junta se ponga a disposición de los accionistas, en la forma establecida en la letra c) del apartado 1 del artículo 144, una certificación del auditor de cuentas de la sociedad que acredite que, una vez verificada la contabilidad social, resultan exactos los datos ofrecidos por los administradores sobre los créditos en cuestión. Si la sociedad no tuviere un auditor de cuentas, la certificación deberá ser expedida por un auditor a petición de los administradores.”*

Del mismo modo, existe un régimen especial para la conversión de obligaciones en acciones, caso en el que se aplicará lo que establezca el acuerdo de emisión y todo aquello previsto en la Ley. Esta práctica está siendo muy utilizada en el contexto económico actual por las empresas como forma de financiación pero, del mismo modo, es preciso tener cuidado debido a las condiciones en algunos casos excesivas que se recogen en los acuerdos.

¹⁷ (GONZÁLEZ SÁNCHEZ, 2002, pág. 149)

E) Aumento con suscripción pública de acciones

Existe la posibilidad de que la empresa desee ofrecer acciones nuevas, es decir, aumentar el capital social, ofreciendo los títulos al público en general y no sólo entre los socios ya existentes. En este caso, conocido como Oferta Pública de Suscripción (o en sus siglas OPS), habrá de comunicarse tal hecho a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quedando sujeta a la normativa reguladora de este mercado¹⁸. No obstante, “*la suscripción se ha de hacer constar en un documento que, bajo el título de Boletín de suscripción, se extenderá por duplicado y contendrá las indicaciones previstas en el art. 160 de la LSA*¹⁹”.

F) Aumento por delegación de la Junta General: el capital autorizado

A pesar de que las modificaciones estatutarias, dentro de las cuales se recogen las ampliaciones de capital, deben estar aprobadas mediante los procedimientos pertinentes por la Junta General de accionistas, el art. 153 de la LSA recoge que se podrá delegar en los administradores para que acuerden el aumento de capital, sometidos, sin embargo, a una serie de límites, tanto cuantitativos como temporales. Por un lado, el aumento de capital no podrá superar la mitad del capital de la sociedad en el momento en el que se acordó la delegación. Por otro lado, la ampliación sólo se podrá llevar a cabo dentro de un plazo máximo de cinco años, a contar desde el acuerdo de la Junta. Por último, sólo se podrá realizar este tipo de ampliaciones mediante aportaciones dinerarias.

1.2.2.3 Las tipologías de ampliaciones de capital

Una vez catalogadas los diferentes procedimientos para llevar a cabo un aumento de capital social, es preciso destacar los diferentes tipos de ampliaciones que existen, en función del precio de emisión con respecto a su valor nominal.

A) Ampliaciones de capital liberadas

En este tipo de operación el accionista no necesita hacer desembolso alguno, puesto que el aumento de capital social se hace con a cargo reservas realizándose un traslado contable de estas cuentas a la de capital. El accionista recibirá las acciones nuevas en proporción con las antiguas que poseyese. Las empresas hacen este tipo de operaciones con la finalidad de retribuir al accionista sin que se produzca una merma en la liquidez de caja de

¹⁸ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

¹⁹ (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 199)

la sociedad como ocurre con la entrega de dividendos. Como se verá en el siguiente punto, cuando se realiza una ampliación de capital liberada, se excluye el derecho de suscripción preferente. En este caso, el precio de emisión nulo sería puesto que, como ya dijimos, no hay que realizar desembolsos.

B) Emisiones a la par

Las nuevas acciones se emiten a su valor nominal, es decir, el precio de los nuevos títulos coincidirá con el valor que se le otorgue a los mismos en las escrituras de la ampliación. A diferencia de las ampliaciones liberadas, este tipo de operación sí otorga al accionista el derecho de suscripción preferente, en el que se ahondará en el siguiente epígrafe.

C) Ampliaciones con prima de emisión

En este caso, el precio de emisión de las nuevas acciones es superior al valor nominal con el que son emitidas. Una vez que se suscriban y se desembolsen las nuevas aportaciones, estas se dirigirán a dos partidas contables distintas: la parte correspondiente al número de acciones emitidas multiplicadas por su valor nominal se anotarán en la cuenta de “Capital social”, el resto irá a “Prima de emisión”. Al igual que sucede con las emisiones a la par, se generará el derecho de suscripción preferente.

1.2.2.4 El derecho de suscripción preferente

El derecho de suscripción preferente “*es uno de los derechos que posee el accionista en tanto en cuanto que es socio de una entidad mercantil*”²⁰. Antes de adentrarnos en el análisis, es preciso tener en cuenta que estos derechos se crean siempre y cuando la ampliación de capital concurra en la emisión de nuevas acciones, por lo tanto, una ampliación de capital donde se aumente el valor nominal de los títulos sería excluyente de este derecho.

Ahondando un poco en el concepto, la doctrina jurídica define que “*el fundamento de este derecho radica esencialmente en la necesidad de conceder al accionista la posibilidad de conservar la misma proporción entre el importe nominal de sus acciones y la cifra del capital social en los supuestos en que éste es objeto de una operación de aumento, al depender de esta proporción el alcance de los derechos poseídos en la sociedad*”²¹. Este último aspecto hace referencia a la parte que le corresponde al accionista de los beneficios obtenidos por la

²⁰ (VICENT CHULIÁ, 2005, pág. 328)

²¹ (URÍA, R., et al, 2006, pág. 877)

sociedad y que no han sido distribuidos vía dividendo. Por lo tanto, podemos decir que el derecho de suscripción preferente nace de dos fuentes: una jurídica y otra económica.

Por un lado, el aspecto jurídico de los derechos de suscripción preferente da la capacidad al accionista de no perder su cuota participativa en el capital de la sociedad. Es decir, si un inversor posee un 10 por 100 del capital, ante una ampliación de capital con emisión de nuevos títulos, esta cuota podría verse reducida, con las consecuencias que ello atañe. Pero ejerciendo el derecho de suscripción preferente que le otorgan las antiguas acciones, el inversor “*podrá mantener la situación jurídica que tenía antes de efectuarse la ampliación de capital*”²², en tanto en cuanto desembolse la aportación requerida.

Por otro lado, y desde una perspectiva económica, la emisión de nuevas acciones podría diluir el valor de las antiguas acciones “*en la medida en que los derechos latentes o indirectos que corresponden a los accionistas sobre el patrimonio y las reservas sociales puedan verse negativamente afectados si la emisión de las nuevas acciones se efectúa por un precio que no corresponda con su valor real*”²³. Este concepto es uno de los objetivos principales a analizar en el presente trabajo, dado que también es conocido como el *efecto dilución*, es decir, cuánto se diluye el valor de una acción que cotice en un mercado secundario organizado una vez que se haya realizado la ampliación de capital.

No es de extrañar que, por consiguiente, a los derechos de suscripción preferente se le otorgue un valor teórico en el mercado de valores, puesto que en las ampliaciones de capital “*y en el momento de su comienzo se forma un mercado paralelo de derechos de suscripción cuya cotización se realiza en euros y que, habitualmente, sigue en su evolución al de las acciones antiguas o viejas a las que ya se les ha descontado el derecho o cupón.*”²⁴

El valor teórico al que arriba se hace referencia es una función directamente proporcional al número de acciones nuevas y a la diferencia del precio de cotización de las acciones antiguas con respecto a las nuevas, e inversamente proporcional a la suma de las acciones antiguas y las nuevas. Expresando este valor mediante una fórmula resultaría la siguiente²⁵:

²² (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 197)

²³ (URÍA, R., et al, 2006, pág. 1043)

²⁴ (PAREJO, J., et al, 2007, pág. 545)

²⁵ (PALOMO, R. et. al, 2004)

$$\text{Valor teórico del derecho de suscripción preferente} = \frac{N \cdot (PA - PN)}{A + N}$$

Donde;

N = número de acciones nuevas emitidas.

A = número de acciones antiguas.

PA = precio de cierre de la cotización de las acciones antiguas el día anterior al comienzo de la ampliación de capital.

PN = precio de las acciones nuevas, es decir, el desembolso que los accionistas deban realizar para adquirir un nuevo título emitido. En el caso de las ampliaciones liberadas, su valor será nulo.

En cuanto a la obtención numérica de estos derechos, la Ley recoge que debe otorgarse al accionista un derecho de suscripción preferente por cada acción que éste posea en el momento inmediatamente anterior al comienzo de la ejecución de la ampliación de capital. Para el canje de derechos por acciones nuevas, es decir, suscribir el aumento de capital, deberemos entregar un número de derechos determinados para obtener las nuevas acciones correspondientes. Esta cuantía de derechos viene estipulada por la proporción de acciones nuevas que se emitan con respecto a las ya existente.

Aclarando el aspecto del párrafo anterior con un ejemplo; supongamos que una sociedad tiene emitidas un millón de acciones con un valor nominal determinado y decide ampliar capital emitiendo un total de doscientos mil títulos nuevos. Para calcular el número de derechos necesarios con el fin de suscribir una acción nueva, tendremos que dividir el total de acciones antiguas entre el total de las nuevas. En nuestro ejemplo, dado que se emitirán un millón de derechos de suscripción preferente entre todos los accionistas, de acuerdo a lo visto con anterioridad, para poder suscribir una de las nuevas acciones será preciso aportar cinco derechos. Matemáticamente:

$$\text{Derechos necesarios para suscribir una acción} = \frac{N^{\circ} \text{ de acciones antiguas}}{N^{\circ} \text{ de acciones nuevas}}$$

1.2.2.5 Las opciones del accionista ante una ampliación de capital

Cuando una sociedad lleva a cabo una ampliación de capital, el accionista tiene diferentes opciones de actuar, y por lo tanto deberá tomar una decisión. En este apartado analizaremos las diferentes posibilidades del socio y además estudiaremos las repercusiones sociales y económicas de cada una de ellas y cómo afectan al accionista.

A) Acudir a la ampliación de capital – Ejercer los derechos de suscripción preferente

En caso de que el accionista no desee perder la cuota de participación que posee en la sociedad deberá ejercer los derechos de suscripción preferente que las antiguas acciones le otorgan. Para ello, la empresa ha de estipular unos plazos que no podrán ser inferiores a quince días, en el caso de empresas cotizadas, ni inferiores a un mes en el resto de empresas. La justificación de un menor plazo en las empresas admitidas a cotización no es sólo por la publicidad que caracteriza a estas entidades, sino para la reducción de riesgos económicos que la propia volatilidad de los mercados financieros podría infligir en la ampliación de capital. Las sociedades emisoras están obligadas a fijar unos precios para la ampliación, generalmente con cierto descuento sobre el precio de mercado para hacer atractiva la oferta. Supongamos que en un entorno similar al actual, donde los valores cotizados sufren grandes variaciones en pequeños periodos, el precio de un valor que está realizando una ampliación de capital descendiera del precio de las nuevas acciones; nadie acudiría a la oferta puesto que es más rentable comprar las acciones directamente en el mercado, resultando la ampliación de capital un fracaso.

Una vez que el inversor decide acudir a la ampliación deberá aportar el número de derechos necesarios para suscribir las acciones y desembolsar la cuantía económica correspondiente al valor nominal de las acciones nuevas más la prima de emisión que la empresa haya decidido establecer.

B) No acudir a la ampliación de capital – Venta de los derechos de suscripción preferente

Dado que la suscripción de las nuevas acciones supondrá la obligación de realizar nuevos desembolsos, la Ley permite a los accionistas no realizarlos y enajenar los derechos movilizándolo el valor patrimonial subyacente en ellos con el fin de compensar la dilución

que ineludiblemente sufrirá su cuota de participación en el capital social de la empresa tras el aumento de capital. Es decir, el derecho de suscripción preferente no tiene por qué ser ejercido por el titular de la antigua acción.

Al ser un bien patrimonial al que se le puede dar valor económico, éste puede, a su vez, ser transmitido entre distintos operadores del mercado, como vimos en el párrafo anterior, y así lo reza el art. 158.3 de la LSA: “*Los derechos de suscripción preferente serán transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que deriven*”. Por lo tanto, es de vital importancia para el accionista conocer el régimen jurídico y estatutario que pudiera restringir la libre transmisibilidad de las acciones y, por ende, los derechos de suscripción preferente.

C) Acudir parcialmente a la ampliación de capital – Venta parcial de los derechos de suscripción para cubrir el desembolso requerido por las nuevas acciones

Como vimos en el apartado anterior, los derechos de suscripción son susceptibles de valoración económica y pueden ser enajenados a terceros, siempre y cuando cumplan con los requisitos establecidos por la Ley y los estatutos de la sociedad. Ahora bien, un inversor que no desee hacer nuevas aportaciones dinerarias fuera de su patrimonio destinado a la inversión podría vender una parte de los derechos de suscripción preferente que le otorgaron sus antiguas acciones con el fin de suscribir parte de las nuevas acciones y cubrir el desembolso con el importe de la enajenación. Esta operación es conocida en el ámbito económico como “*ampliación de capital blanca*”. El resultado final sería que el inversor ve mermada su cuota de participación en la sociedad, pero en un nivel inferior al de no haber acudido en absoluto a la ampliación de capital, con la diferencia de que no ha tenido que realizar nuevas aportaciones.

D) Casos de exclusión del derecho de suscripción preferente

El derecho de suscripción preferente se puede excluir en determinados supuestos. En el caso de un aumento de capital con cargo a reservas o si existe una asignación gratuita de acciones entre los antiguos socios, este derecho no existirá, pues “*no estamos ante una suscripción de acciones nuevas*”²⁶.

²⁶ (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 198)

No obstante, en el art. 159 de la *LSA*, se recoge el resto de supuestos en los que se excluirá este derecho. 1) En primer lugar, se podrá excluir este derecho, total o parcialmente, siempre y cuando lo apruebe la Junta General y esté acorde a las cláusulas que el anterior artículo recoge. 2) Por otro lado, en el caso de que se acuerde delegar en la Junta General delegar en los administradores la capacidad de realizar el aumento por el capital autorizado, se podrá delegar también en ellos la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente. 3) En tercer lugar, cuando la sociedad tenga emitidas obligaciones convertibles con relación de conversión fija y sus tenedores se vean afectados por la exclusión del derecho de suscripción preferente, deberán realizarse algunos cálculos para evitar la eventual dilución del valor. 4) Por último, no habrá lugar al derecho de suscripción preferente cuando el aumento del capital se deba a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad.

1.2.3 La reducción de capital y la operación acordeón

La reducción de capital, al igual que el aumento, consiste en una modificación estatutaria del capital social, más concretamente; una disminución del mismo. Por lo tanto, *“la competencia para la adopción del acuerdo de reducción del capital social es exclusiva de la Junta General, no pudiéndose delegar en otro órgano social”²⁷*. No obstante, y como veremos más adelante, existe la posibilidad de que el acuerdo sea suplido por una resolución judicial. La Ley otorga una especial atención a este tipo de operaciones societarias con el fin de proteger y defender a los acreedores de la entidad.

1.2.3.1 Las tipologías de reducción de capital

Existen tres distintos enfoques para categorizar las reducciones de capital, a saber:

A) Según su obligatoriedad

Las reducciones de capital pueden tener o bien carácter voluntario, o bien estar obligadas por los supuestos que establece la Ley. En el primer caso, esta decisión puede tomarse en Junta General debido al excesivo capital social que tenga la empresa para las operaciones que realiza, o se puede concurrir en otras circunstancias como la eliminación de acciones propias en auto-cartera, incremento de la reserva legal, etc. Sin embargo, en el caso de las

²⁷ (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 199)

reducciones obligatorias, en caso de que el acuerdo no se adopte en Junta, se efectuará la reducción a través de un procedimiento judicial a instancia de los accionistas o de los administradores.

Existen dos casos de reducción de capital social obligado por la ley: 1) la obligación de enajenar acciones propias y se omite tal medida. 2) Según el art. 163.1 de la LSA, cuando las pérdidas producidas por el desarrollo de la actividad empresarial hayan disminuido el patrimonio neto social por debajo de las dos terceras partes del valor total del capital social y, habiendo transcurrido un ejercicio, no se hubiese recuperado.

B) Según su finalidad

La reducción de capital social puede tener diversos fines tanto para la sociedad como para los accionistas: 1) Devolución de las aportaciones sociales realizadas anteriormente o los socios o la condonación del dividendo pasivo que éstos adeuden. 2) Constitución o incremento de reservas, legales o voluntarias, a través de un ajuste de partidas contables. 3) Restablecimiento del equilibrio entre el capital social y el patrimonio de la sociedad disminuido por causa de las pérdidas que ésta haya experimentado. La finalidad de la reducción de capital debe recogerse en escritura pública, tal como recoge el art. 170.1 del R.R.M., *“Para su inscripción, en la escritura pública de reducción del capital se consignarán, además de los requisitos de carácter general, la finalidad de la reducción, la cuantía de la misma, el procedimiento mediante el cual la sociedad ha de llevarla a cabo, el plazo de ejecución y, en su caso, la suma que haya de abonarse a los accionistas.”*

C) Según la modalidad

Según el art. 163.2 de la LSA; *“La reducción podrá realizarse mediante la disminución del valor nominal de las acciones, su amortización o su agrupación para canjearlas.”* En caso de que la reducción se produzca con el fin de restablecer el equilibrio entre capital social y patrimonio, deberá hacerse a través de la disminución del valor nominal de las acciones, con el fin de que afecte a todos los accionistas por igual, salvo aquellos títulos que tuviesen privilegios amparados por los estatutos sociales o por la Ley para determinadas clases de acciones, de acuerdo a lo estipulado en el art. 164.4 de la LSA.

1.2.3.2 Requisitos de las reducciones de capital

Al igual que sucede en las ampliaciones de capital, la Ley recoge una serie de requisitos generales para proceder a reducir el capital social de una sociedad y, posteriormente, se ocupa de establecer ciertos requisitos específicos con respecto a algunos tipos de reducción. No obstante, y dado que el presente trabajo trata de los aumentos de capital, sólo analizaremos el caso específico de las “operaciones acordeón” por llevar implícita una ampliación de capital.

En general, los requisitos son los siguientes: 1) Adopción del acuerdo; la adopción del acuerdo para la reducción de capital deberá acordarse en Junta General con los requisitos necesarios para la modificación de los estatutos sociales, según recoge el art. 164.1 de la LSA. 2) Ejecución de la reducción; una vez que se haya adoptado el acuerdo, éste ha de ejecutarse de acuerdo a la modalidad elegida en los plazos fijados. Posteriormente, el acuerdo deberá publicarse en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos periódicos de gran circulación de la provincia donde la sociedad tenga su domicilio (art. 165 LSA). “*Estos anuncios tienen gran importancia, ya que a partir de la publicación del último anuncio se abre un periodo para que los acreedores puedan oponerse, en los casos en que surja ese derecho, a la ejecución de la reducción.*”²⁸ 3) Derecho de oposición de los acreedores a la ejecución; el legislador tuvo en cuenta a ciertos acreedores a la hora de reducir el capital social de una sociedad. En determinados supuestos, generalmente cuando exista una reducción efectiva del patrimonio neto (mediante restitución de aportaciones sociales o liberación de pago de dividendos pasivos), la Ley otorga a los acreedores el derecho a oponerse a la ejecución de dicho acuerdo de reducción de capital. 4) Inscripción de la reducción; de acuerdo con el art. 165.2 del R.R.M., solamente cuando se haya ejecutado la operación de reducción podrá inscribirse en el Registro Mercantil, al igual que sucede con las ampliaciones de capital.

1.2.3.3 Requisitos específicos para la “operación acordeón”

La Ley recoge la posibilidad de que una sociedad ejecute una reducción del capital social de la empresa por debajo del mínimo legal de diez millones de pesetas (art. 4 de la LSA), o que incluso llegue a cero, bajo los siguientes supuestos: 1) transformación de la sociedad en otro régimen que le permita seguir llevando a cabo su actividad (sociedad colectiva, comandita, limitada...). 2) Que la reducción sea el paso previo a una ampliación de capital hasta una cuantía igual o superior al mínimo exigido por la Ley, según recoge el art. 169 de la LSA.

²⁸ (SANCHEZ CALERO, 2004, pág. 202)

El último caso es conocido en el ámbito de los negocios como “operación acordeón”, asemejando el valor del capital social a este instrumento musical. “*Esta operación sirve normalmente a un propósito de saneamiento financiero y de reintegración de capital, cuando una sociedad que ha perdido su patrimonio trata de reestructurarse y de eludir la disolución*”²⁹. Con este procedimiento se trata de enjugar las pérdidas acumuladas y recapitalizar la sociedad a través de la obtención de nuevos recursos propios que permitan llevar a cabo una reconstrucción del patrimonio societario. No obstante, también puede llevarse a cabo este procedimiento a través de una reducción efectiva del patrimonio neto mediante la amortización de acciones de aquellos socios que deseen abandonar la sociedad con una posterior ampliación de capital que permitiese a la sociedad recibir nuevas aportaciones de los restantes accionistas que aún permanezcan o bien de terceras personas.

Ahora bien, y en concordancia con el art. 169 que regula este tipo de operaciones, deberán respetarse las siguientes condiciones: 1) El capital deberá aumentarse hasta una cantidad igual o superior a la cifra mínima legal; 2) Ha de respetarse en todo caso el derecho de suscripción preferente de los accionistas; 3) La eficacia del acuerdo de reducción de capital queda supeditada a la ejecución simultánea de la ampliación de capital; 4) La inscripción del acuerdo en el Registro Mercantil ha de practicarse al mismo tiempo que la del acuerdo de ampliación de capital, por lo que ambas operaciones habrán de ejecutarse debidamente.

²⁹ (URÍA, R., et al, 2006, pág. 1056)

1.3 El Mercado de Valores

1.3.1 La organización institucional de las Bolsas

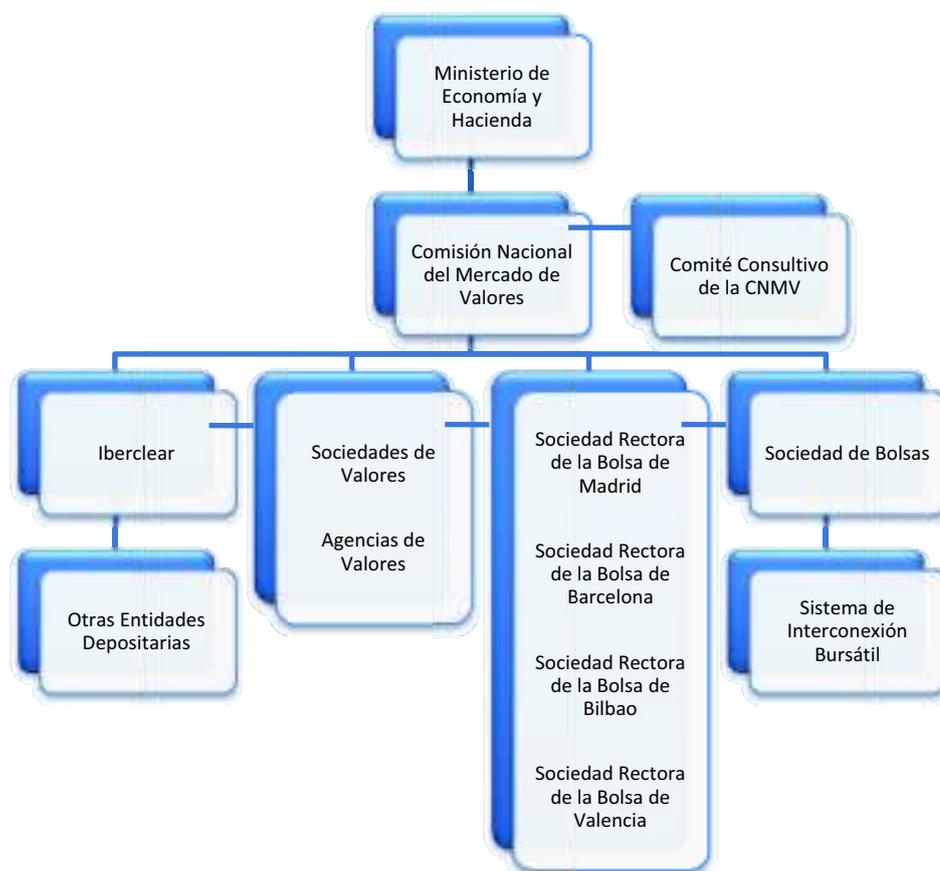


Ilustración 1 – Organización institucional de las Bolsas³⁰

En la “*Ilustración 1 – Organización institucional de las Bolsas*” se recoge la forma en la que se establece el régimen organizativo de las Bolsas. Como podemos observar, en el escalafón más alto se encuentra el Ministerio de Economía y Hacienda. En el siguiente nivel, y dependiendo directamente de este Ministerio, está la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV). Este organismo “*se trata de una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada a la que se le encomienda la supervisión e inspección del mercado de valores, sin perjuicio de su colaboración en la ordenación del mismo.*”³¹” Entre otras de sus funciones se encuentran el velar por la transparencia del mercado de valores, la correcta formación de los precios y la protección a los inversores. De igual manera, cumple una función de asesoramiento al

³⁰ (PAREJO, J., et al, 2007, pág. 520)

³¹ (PAREJO, J., et al, 2007, pág. 507)

Gobierno y al Ministerio. La organización dentro de la CNMV se rige por un Consejo que sigue la siguiente composición:

- Un presidente y un vicepresidente.
- El Director General del Tesoro y Política Financiera.
- El subgobernador del Banco de España.
- Tres consejeros nombrados por el ministro de Economía.

El Comité Consultivo de la CNMV es de vital importancia puesto que es un órgano asesor del Consejo mediante la elaboración de informes. Dependiendo directamente de la CNMV, se pueden observar distintas entidades que serán analizadas en el siguiente epígrafe.

1.3.2 El Mercado Secundario: La Bolsa de Valores

El mercado secundario tiene como finalidad “*proporcionar liquidez a los títulos ya emitidos, lo que supone incrementar el nivel de aceptación de éstos por parte de los ahorradores*³²”. Si un inversor que decide poner sus ahorros en títulos o valores mobiliarios no puede hacer efectiva su inversión en un momento anterior al vencimiento, en caso de que éste exista, podría dejar de interesarle realizar dicha operación y por lo tanto se frenaría el proceso productivo, lo que afectaría directamente a la economía. Cabe destacar que en España existen multitud de mercados secundarios oficiales en los que se intercambian distintos activos. No obstante, en la Bolsa de Valores se negocian solamente los siguientes títulos:

- Las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción.
- Aquellos otros valores para los que así lo determine la CNMV.

La función principal de la Bolsa de Valores es disponer de un mercado organizado, amplio y suficientemente operativo, en el cual se facilite la compraventa de los valores admitidos a negociación.

En España existen cuatro Bolsas de Valores, a saber: la *Bolsa de Madrid*, la *Bolsa de Barcelona*, la *Bolsa de Valencia* y la *Bolsa de Bilbao*. Cada una de ellas está regida por una *Sociedad Rectora* y se encargan de del correcto funcionamiento de cada uno de los parqués.

³² (PAREJO, J., et al, 2007, pág. 519)

La *Sociedad de Bolsas* es una sociedad anónima constituída por las *Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores*, y posee los medios necesarios para hacer funcionar el *Sistema de Interconexión Bursátil Español* (en adelante SIBE). Este sistema se encarga de interconectar informáticamente las cuatro Bolsas españolas con el fin de que no exista discrepancia de precios entre distintas plazas que tengan admitidos a cotización un mismo título-valor.

Para llevar a cabo las anotaciones en cuenta de las operaciones realizadas en la Bolsa de Valores, se establece la integración en la *Sociedad de Sistemas Iberclear*. De este modo, se realiza el registro contable, se gestiona la liquidación y compensación de valores, así como la prestación de servicios técnicos y operativos de una manera centralizada.

En cuanto a las *Sociedades de*³³ *Valores* y *Agencias de Valores*³⁴, son entidades autorizadas por el Ministerio de Economía para la intermediación de productos financieros y la gestión de carteras, además de prestar asesoramiento financiero. La diferencia que existe entre ambas es que la primera de ellas puede operar por cuenta propia y ajena, mientras que la segunda sólo está autorizada para operar por cuenta de terceros.

³³ (BOLSAS Y FONDOS DE INVERSIÓN, 2006)

³⁴ (BOLSAS Y FONDOS DE INVERSIÓN, 2006)

2 EL ANÁLISIS CUANTITATIVO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL DEL MERCADO CONTINUO ESPAÑOL DESDE LA ENTRADA DEL EURO

2.1 El ámbito temporal de la muestra recogida

Con el fin de poder acotar una muestra suficientemente amplia y a la vez representativa de las ampliaciones de capital que se han realizado en el mercado continuo español, se analizarán en este trabajo todas aquellas operaciones que se hayan llevado a cabo desde 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2007. La determinación de estas fechas corresponde a varios factores que veremos a continuación.

En primer lugar, era necesario analizar un periodo relativamente grande en el que se hubiese producido al menos un ciclo bursátil completo, encontrando en éste como mínimo un mercado alcista y un mercado bajista completos. Esto hubiese requerido que la recogida de datos hubiera comenzado, como mínimo, el 7 de marzo de 2000, día en el que el IBEX-35³⁵ alcanzó la cota de los 13.000 puntos, su máximo histórico hasta el momento. No obstante, el periodo de análisis no se inició en ese momento por las razones que veremos en el siguiente párrafo. Ese día, el 7 de marzo de 2000, comenzó un mercado bajista, a la vez que estallaba la burbuja tecnológica, que concluiría el 10 de octubre de 2002, cuando el selectivo anteriormente mencionado hizo su mínimo en los 5.267 puntos, dando por concluido el periodo con tendencia a la baja. Posteriormente, arrancó un impresionante mercado alcista que catapultaría al IBEX-35 hasta la cota de los 16.000. Este último mercado al alza acabaría el 12 de diciembre de 2007, y con el fin de que coincidiese el periodo de estudio con el final de un año natural, éste se alargó hasta el 31 de diciembre de 2007. En el “*Gráfico 1 – Histórico Ibex-35*” se puede ver la evolución diaria del selectivo español desde finales de 1998 hasta principios de 2008.

En segundo lugar, para el comienzo del estudio se requería de una fecha relevante y a pesar de que el 7 de marzo de 2000 comenzase un mercado bajista, pero ampliando la fecha de comienzo hasta el 1 de enero de 1999, obtendríamos en la muestra todas las ampliaciones de

³⁵ Principal selectivo del mercado continuo español que recoge la evolución de los 35 valores más líquidos.

capital que se hubieran realizado desde que el euro se convirtiese en la moneda oficial de la Unión Europea y de curso legal en la eurozona.



Gráfico 1 – Histórico Ibex-35

Por último, debido a la metodología que se ha llevado a cabo en el trabajo con el fin de evaluar las ampliaciones de capital, era necesario que desde que comenzase la operación transcurriese aproximadamente un año para analizar el efecto financiación en la empresa, como veremos más adelante. Por lo tanto, si hubiésemos analizado las operaciones realizadas a finales de 2008, deberíamos esperar hasta finales de 2009 para obtener los datos necesarios. Evidentemente, esto hubiese sido imposible dada la fecha en la que se ha llevado a cabo el estudio.

2.2 La determinación de la metodología la recogida de la muestra

2.2.1 Los periodos de recogida de datos

Para poder llevar a cabo un análisis homogéneo de las ampliaciones de capital realizadas en el mercado continuo español se ha determinado un estricto método de recogida de la muestra. Así, para cada ampliación de capital, se tomarán cuatro valores en el tiempo referidos al cierre de la cotización de esos días, a saber;

- **El día que comienza la ampliación de capital:** será el valor a partir del cual se obtendrán las rentabilidades. No se recoge el valor de cierre del día anterior puesto que, en muchos casos, se descuenta del precio de cotización el valor teórico del derecho de suscripción preferente, y esto podría causar un sesgo negativo sobre la valoración final.
- **El día que finaliza la ampliación de capital:** entre el día de inicio y el día de finalización estarán cotizando paralelamente las acciones de la empresa que realiza la ampliación de capital y los derechos de suscripción preferente. Por lo tanto, es en este periodo cuando el mercado evaluaría la operación dando lugar al efecto dilución; uno de los objetivos que se desea analizar en este trabajo.
- **Seis meses después de la finalización de la ampliación de capital:** dado que la empresa no recibe las aportaciones para suscribir las acciones nuevas, en caso de que fuesen necesarias, hasta la finalización de la operación no podemos hablar de que se empiece a producir un efecto de financiación hasta ese momento. Por lo tanto, y dejando un periodo prudencial para que se desarrolle este efecto, será seis meses después de la finalización de la operación de aumento de capital cuando se obtenga el primer valor.
- **Un año después de la finalización de la ampliación de capital:** en analogía con el punto anterior, el segundo valor que se obtendrá será pasado un año desde la finalización de la operación de aumento de capital.

En el “*Gráfico 2 – Periodos de la muestra*” se pueden apreciar esquemáticamente las fechas de los distintos momentos en los que se han recogido las muestras para cada unas de las ampliaciones de capital.

Por otro lado, al analizarse las operaciones del mercado continuo, las acciones cotizadas tienen, por definición, varios valores de cotización al día: desde la subasta que empieza a las 08:30 y acaba a las 09:00, hasta la subasta de cierre que comienza a las 17:30 y finaliza a las 17:35. El precio de cotización que se obtendrá para la muestra de cada día será aquel que corresponda al cierre de la sesión, es decir, al valor de la subasta de cierre.

En la “*Ilustración 2 – Vela de precios de una sesión*”, se puede apreciar a través de la representación del gráfico como *velas japonesas*³⁶, los diferentes precios que puede obtener un valor durante una sesión.

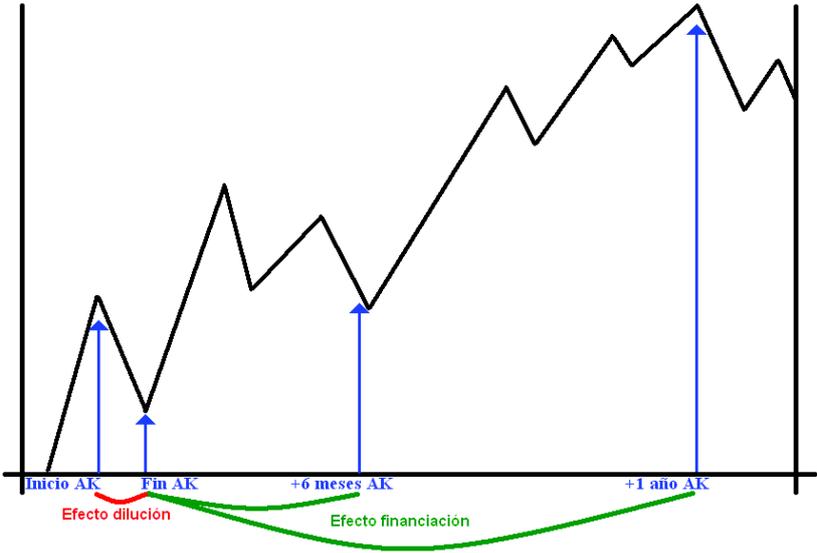


Gráfico 2 – Periodos de la muestra

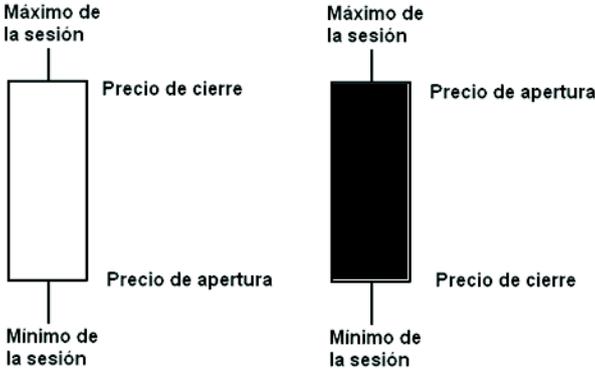


Ilustración 2 – Vela de precios de una sesión

³⁶ (MURPHY, 1999, pág. 63)

No obstante, los datos recogidos son en general valores ajustados. Esto quiere decir que a los valores proporcionados se les han aplicado las operaciones necesarias para ajustarlas a los *splits* o desdoblamiento de acciones, *contra-splits* o reagrupamiento de acciones que se hayan producido y a los dividendos repartidos, a saber:

- A) **Desdoblamiento de acciones:** en el caso de que se haya producido un desdoblamiento de acciones, todos los valores a partir de esa fecha, aparecerán divididos por la proporción del *split*.
- B) **Reagrupamiento de acciones:** cuando se hubiese producido un reagrupamiento de acciones, los valores de cierre se ajustarán multiplicando el valor de cierre anterior por la proporción del reagrupamiento.
- C) **Dividendos:** desde la fecha de reparto de un dividendo, los valores de cierre se ajustarán minorando el precio por el valor del dividendo efectivo

El tener en cuenta los precios ajustados a las operaciones arriba señaladas, en vez de utilizar los precios históricos, posee como base que el presente estudio se centra en analizar las variaciones porcentuales experimentadas por los precios y no éstos en sí mismos.

En la “*Tabla 1 – Comparativa de precios*”, se recoge la cotización de ELECNOR desde el 3 de septiembre de 2008 hasta el 15 de septiembre de 2008. Aunque las fechas estén fuera de nuestro periodo de análisis, el ejemplo muestra claramente cómo afecta el ajuste de precio al valor de cierre. Se puede apreciar que el valor de cierre del día 15 coincide con el valor de cierre ajustado. Por otro lado, el valor de cierre desde el 8 de septiembre hasta el 12 de septiembre se ajusta dividiendo el precio de cierre entre dos³⁷. Para ajustar el cierre de fechas anteriores al dividendo habrá que dividir primero el valor entre dos y luego restarle el dividendo efectivo³⁸.

³⁷ Por ejemplo, el día 11 de septiembre de 2008: $26.94/2=13.47$

³⁸ Por ejemplo, el día 5 de septiembre de 2008: $(26.00/2)-0.09=12.91$

Fecha	Apertura	Máximo	Mínimo	Cierre	Cierre Ajustado
15/09/2008	13.48	13.48	13.48	13.48	13.48
Desdoblamiento 2x1 Cada acción antigua equivale a dos nuevas					
12/09/2008	26.92	26.95	26.50	26.95	13.48
11/09/2008	26.94	26.94	26.60	26.94	13.47
10/09/2008	26.60	26.94	26.40	26.94	13.47
09/09/2008	26.94	26.94	26.51	26.85	13.43
08/09/2008	26.99	26.99	26.52	26.95	13.48
Reparto de 0,09€ de dividendo efectivo					
05/09/2008	27.00	27.00	25.85	26.00	12.91
04/09/2008	27.00	27.00	26.30	26.52	13.16
03/09/2008	27.40	27.40	26.75	27.00	13.40

Tabla 1 – Comparativa de precios

2.2.2 La presentación de los datos mediante tablas

La correcta interpretación de los datos obtenidos durante el estudio es esencial para valorar las ampliaciones de capital que se han llevado a cabo desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2007 en el mercado continuo español. A continuación, se aclarará la forma en la que se presenta la información cuantitativa obtenida en este trabajo, referente a las estas operaciones y a sus resultados, que se encuentra en el apéndice final.

En primer lugar, las tablas que agruparán las operaciones aportarán los siguientes datos:

- **Empresa:** es el nombre de la empresa de la cual se está analizando la ampliación de capital. En algunos casos aparecerán las siglas o la marca comercial en vez de la denominación societaria completa. Es el caso de ACS, que aparecerá como tal, y no como de cómo “Actividades de Construcción y Servicios”.
- **Inicio:** indica la fecha en la cual empieza la ampliación de capital, es decir, el momento en el que las acciones y los derechos de suscripción preferente cotizan paralelamente.
- **Fin:** es el día en el que los derechos de suscripción dejan de cotizar y se da por concluida la operación. Del mismo modo, es el momento en el que los antiguos accionistas o nuevos inversores deben realizar el desembolso de las aportaciones requeridas, en caso de que fuesen necesarias.
- **+6 meses:** es la fecha en la que han transcurrido seis meses contando desde la finalización de la ampliación de capital, es decir, desde el dato del apartado anterior.

- **+1 año:** análogamente con el punto anterior; es la fecha en la que ha transcurrido un año desde la finalización de la ampliación de capital.
- **Tipo:** hace referencia a la tipología de la ampliación de capital, bien sea liberada en la que no es preciso desembolsar nada, con prima de emisión, es decir, con un desembolso superior al valor nominal de las acciones, o a la par, cuyo desembolso coincidirá el valor nominal al que se emiten los títulos.
- **Desembolso:** es la cantidad que deben desembolsar los accionistas para suscribir una acción nueva. En el caso de las ampliaciones liberadas, su valor será cero.
- **Proporción:** es el número de acciones nuevas que se emiten por el número de las antiguas. Por ejemplo, una proporción “1x20” indica que se emite una nueva acción por cada veinte antiguas.
- **Valor Inicio:** es el precio de cierre de cotización del día correspondiente al inicio de la ampliación de capital; el segundo apartado de esta lista.
- **Valor Fin:** es el precio de cierre de cotización del día correspondiente a la finalización de la ampliación de capital; el tercer apartado.
- **Valor +6m:** es el precio de cierre de cotización del día en el que han pasado seis meses desde la finalización de la ampliación de capital; el cuarto apartado.
- **Valor +1 año:** es el precio de cierre de cotización del día en el que ha pasado un año desde la finalización de la ampliación de capital; el quinto apartado.
- **Δ%Fin:** es la variación porcentual desde el inicio de la ampliación de capital hasta su finalización. A efectos de este trabajo, supondremos que este dato corresponde al efecto dilución experimentado en la cotización del valor que ha producido la ampliación de capital. Matemáticamente corresponde a la siguiente ecuación:

$$\Delta\%Fin = \frac{\text{Cotización}_{Fin\ AK} - \text{Cotización}_{Inicio\ AK}}{\text{Cotización}_{Inicio\ AK}} \cdot 100$$

- **Δ%+6m:** variación porcentual del valor de cotización de la acción desde el inicio de la ampliación de capital hasta que hayan transcurrido seis meses desde su finalización. Suponemos que este es el efecto financiación experimentado en la empresa debido a la ampliación de capital en el primer semestre posterior a la finalización de la operación. Su cálculo se obtiene a partir de la siguiente ecuación:

$$\Delta\% + 6m = \frac{\text{Cotización}_{+6m\ AK} - \text{Cotización}_{Inicio\ AK}}{\text{Cotización}_{Inicio\ AK}} \cdot 100$$

- **Δ%+1año:** variación porcentual del valor de cotización de la acción desde el inicio de la ampliación de capital hasta que haya transcurrido un año desde su finalización. Corresponderá al efecto financiación que se produce en la empresa debido a la ampliación de capital durante el primer año desde su finalización. Matemáticamente:

$$\Delta\% + 1\text{año} = \frac{\text{Cotización}_{+1\text{Año AK}} - \text{Cotización}_{\text{Inicio AK}}}{\text{Cotización}_{\text{Inicio AK}}} \cdot 100$$

Por otro lado, dada la dificultad de estipular las ampliaciones de capital que han tenido éxito y las que no, los tres datos de variaciones porcentuales irán coloreados de forma degradada desde el color verde para los mayores incrementos hasta el color rojo para aquellos que hayan obtenido un menor valor, incluyendo las variaciones negativas. Esto se hace con el fin de que se pueda identificar rápidamente qué valores han reaccionado de mejor manera a la ampliación de capital. Este degradado se hará por columnas de variaciones porcentuales.

En la “*Tabla 2 – Ejemplo de degradado*” se aprecia cómo se ordenarían diez ampliaciones de capital ficticias y cuál sería su presentación. A simple vista, se identifican las operaciones que más se han revalorizado y aquellas que menos.

	Δ%Fin	Δ%+6m	Δ%+1a
AK-1	100%	-11%	76%
AK-2	90%	-64%	36%
AK-3	50%	79%	99%
AK-4	20%	67%	-56%
AK-5	0%	31%	22%
AK-6	-10%	-82%	-35%
AK-7	-30%	75%	-51%
AK-8	-60%	-66%	19%
AK-9	-70%	36%	-78%
AK-10	-80%	-55%	-32%

Tabla 2 – Ejemplo de degradado

Analizando de una manera más profunda la información de la tabla de ampliaciones de capital ficticias, podemos ver que en la primera columna de incrementos porcentuales – que corresponde al periodo durante el que se realiza la ampliación – se muestra el degradado de colores al que se hacía referencia en el párrafo anterior de manera de creciente. En las dos siguientes columnas, los datos han sido generados aleatoriamente.

2.2.3 Los problemas y ajustes necesarios a la hora de recoger los datos

Una vez obtenido el listado de las ampliaciones de capital realizadas en el periodo que corresponde a este trabajo – desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2007 – se procedió a recoger los datos del valor de la cotización en los días indicados. No obstante, surgieron una serie de problemas a la hora de cuantificar esos precios ya que, si bien el precio de cierre ajustado que explicamos con anterioridad recoge las operaciones de desdoblamiento de acciones, reagrupamiento de acciones y reparto de dividendos efectivos, no recoge la posible interferencia que puede crear el descuento del valor teórico del derecho de suscripción preferente. Cuando en nuestro periodo de análisis para una operación de ampliación de capital – que generalmente abarca un año y un mes – se solapa con otra ampliación de capital, puede surgir un sesgo que minorase las variaciones obtenidas.

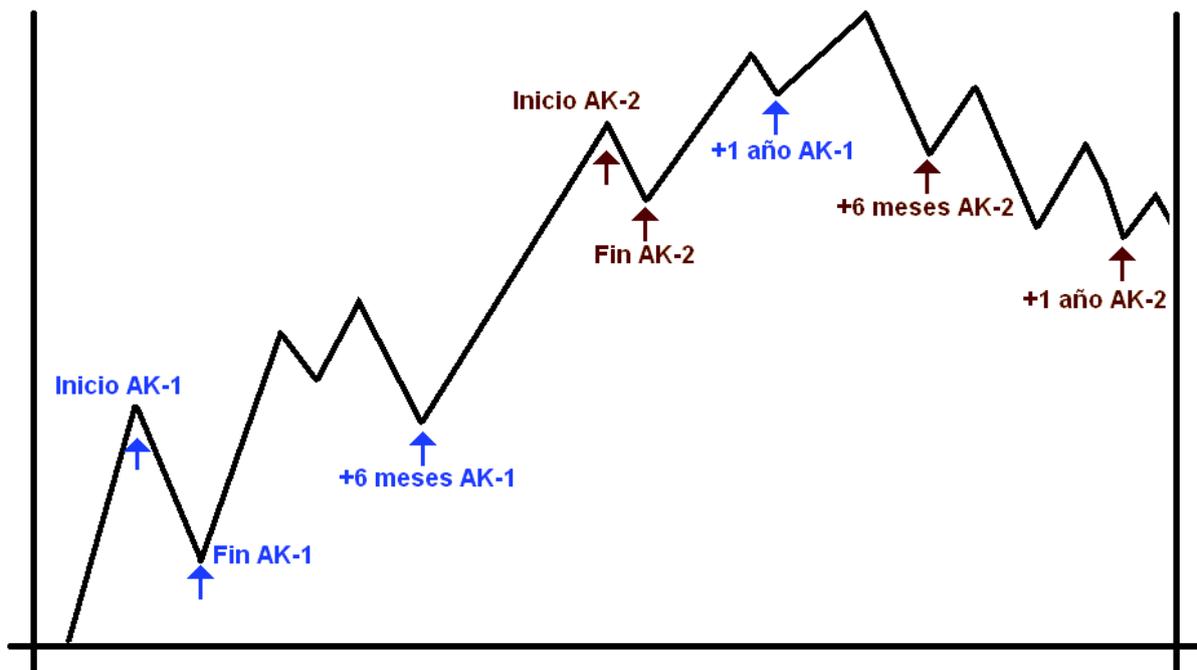


Gráfico 3 – Solapamiento de operaciones

Como se puede observar en el “Gráfico 3 – Solapamiento de operaciones”, en algunas ocasiones el periodo de análisis de una ampliación de capital se solapa con el de otra operación. En el caso de este gráfico, el momento de la segunda muestra para analizar el efecto financiación de la primera ampliación de capital – transcurrido un año desde la finalización de la operación – es posterior al inicio de la segunda ampliación de capital. Este problema puede ocurrir en distintos supuestos – con su correspondiente ajuste para cada uno de ellos – los cuales analizaremos a continuación

2.2.3.1 El solapamiento de ampliaciones de capital liberadas

Uno de los casos en los que puede surgir un problema de cuantificación del precio de cotización sucede cuando la empresa acomete ampliaciones de capital liberadas como modo de retribución para el accionista. Es decir, en vez de otorgar un dividendo que mermaría la liquidez de caja de la empresa, se realiza un aumento de capital en el que el accionista no debe hacer aportación alguna para recibir el nuevo valor.

Si bien no habría distorsión en el precio de cierre ajustado, sí existiría una diferencia en el número de acciones que se deberían cuantificar. Para entender de manera más clara este concepto analizaremos un ejemplo: un accionista posee 1.000 acciones de una empresa que cotizan a 10€ en el mercado, valorando su inversión en 10.000€. La sociedad decide, como método de retribución, realizar una ampliación de capital liberada y otorga 1 acción nueva por cada 20 antiguas – proporción 1x20. Suponiendo que el precio de cotización tras la ampliación de capital fuese 9,8€ debido al efecto dilución, si no tuviésemos en cuenta las nuevas acciones que recibe el accionista, podríamos valorar erróneamente la inversión 9.800€ al multiplicar los 1.000 títulos que poseía por el precio de cotización tras la ampliación es decir: 9,8€. De este modo, obtendríamos una minusvalía de 200€. Si por el contrario, sí tenemos en cuenta las nuevas acciones que le corresponderían al accionista, la valoración correcta de la inversión sería el resultado de multiplicar 1.050 acciones por el precio de cotización 9,8€ con un resultado de 10.290€; es decir, obtendría unas plusvalías de 290€, siendo la variación porcentual del patrimonio del accionista del 2,9%³⁹.

Lo explicado en el párrafo anterior sería una forma de subsanar el sesgo que tuviese el solapamiento de las operaciones. No obstante, a la hora de analizar las ampliaciones de capital en este trabajo, no se tiene en cuenta el número de acciones que un inversor pudiese poseer puesto que lo que nos interesa son las variaciones porcentuales experimentadas por el precio, con lo que no sería posible hacer el cálculo arriba realizado. Si bien existe otra forma en la que, sumando al precio de cotización después del aumento de capital la proporción de la ampliación liberada por ese precio, obtendríamos el mismo resultado. Para explicar mejor las operaciones que hay que realizar seguiremos con el ejemplo anterior: sumando al precio de

³⁹ Este porcentaje se obtiene realizando el siguiente cálculo:

$$\Delta\% = \frac{\text{Valor Final} - \text{Valor Inicial}}{\text{Valor Inicial}} \cdot 100\% = \frac{10.290\text{€} - 10.000\text{€}}{10.000\text{€}} \cdot 100\% = 2,9\%$$

cotización tras la ampliación – recordemos que era de 9,8€ - la proporción en la que se amplía el capital por ese mismo valor, obtendríamos un nuevo valor ficticio de 10,29€⁴⁰. Calculando la variación entre el precio antes de la ampliación de 10€ y el nuevo precio de 10,29€ obtendríamos exactamente el mismo incremento porcentual que en el obtenido en el párrafo anterior, es decir, 2,9%⁴¹. Estudiando los dos casos analíticamente:

Cálculo del incremento a través de la inversión total	Cálculo del incremento a través del precio
<i>Momento inicial:</i> 1.000acc · 10 €/acc = 10.000€	<i>Momento inicial:</i> Precio de cotización: 10€
<i>Momento final:</i> 1.050acc · 9,8 €/acc = 10.290€	<i>Momento final:</i> Precio de cotización: 9,8€ Nuevo precio de cotización ajustado: 10,29
Incremento porcentual: $\frac{10.290-10.000}{10.000} \cdot 100 = 2,9\%$	Incremento porcentual: $\frac{10,29-10}{10} \cdot 100 = 2,9\%$

Con el fin de hacer lo más transparente posible la presentación de la tabla de datos, aquellos precios en los que haya sido necesario realizar el ajuste por solapamiento de ampliaciones de capital liberadas irán sombreados con un color azul celeste, tal como el que aparece a continuación:

	Inicio	Fin	+6 meses	+1 año	Tipo	Proporción	Valor Inicio	Valor Fin	Valor +6m	Valor +1 año
AK-2	21/06/2000	05/07/2000	05/01/2001	05/07/2001	Liberada	1x20	5,53 €	5,49 €	5,78 €	6,56 €
AK-1	28/06/1999	12/07/1999	12/01/2000	12/07/2000	Liberada	1x20	6,42 €	6,22 €	5,36 €	5,59 €

Tabla 3 – Ejemplo de solapamiento

Como se puede apreciar en la “Tabla 3 – Ejemplo de solapamiento”, la fecha del análisis del último periodo de la primera ampliación de capital cronológica, AK-1, es posterior al comienzo de la segunda, por lo que existiría un solapamiento de operaciones. Fue necesario corregir el precio del valor correspondiente a un año después de la finalización del primer aumento de capital, y por lo tanto vendrá resaltado con el color azul.

⁴⁰ El cálculo que hay que realizar sería: $9,8€ + 9,8€ \cdot \frac{1}{20} = 10,29€$

⁴¹ Este porcentaje se obtiene realizando el siguiente cálculo:

$$\Delta\% = \frac{\text{Precio ficticio} - \text{Precio Inicial}}{\text{Precio inicial}} \cdot 100\% = \frac{10,29€ - 10€}{10€} \cdot 100\% = 2,9\% = 2,9\% =$$

2.2.3.2 El solapamiento de ampliaciones de capital no liberadas

De forma análoga a lo explicado en el punto anterior, puede existir un solapamiento en los periodos de observación en algunas ampliaciones de capital con la salvedad de que, en este caso, la segunda operación no sea un aumento de capital liberado, es decir, sin que el accionista deba hacer aportación alguna. Si se da esta circunstancia, no se podría llevar a cabo el ajuste anteriormente explicado porque sería necesario descontar el derecho de suscripción preferente que se desprende de la acción en estos casos y no en las ampliaciones de capital liberadas⁴².

No obstante, una vez que se desprende el derecho de suscripción de la acción en el momento en que comienza la operación de ampliación, éstos pasan a cotizar en un mercado paralelo en los que pueden ser comprados y enajenados libre e independientemente de lo que se haga con las acciones de las que procedían. El problema surge a la hora de valorar la evolución de un valor antes y después de que estos derechos se escindan del valor de la acción, puesto que si no tuviésemos en cuenta su valoración, podríamos estar perjudicando las variaciones que sufre un valor.

Para ver lo explicado en el párrafo anterior de forma más clara, pondremos un ejemplo: si una acción que antes de una ampliación de capital cotiza a 20€ y una vez que comience la operación el derecho de suscripción preferente queda valorado en 2€, la acción pasaría a cotizar automáticamente a 18€ (los 20€ iniciales menos los 2€ del derecho). Al calcular la variación porcentual del precio podríamos cometer el siguiente error:

$$\Delta\%Precio = \frac{Precio\ Final - Precio\ Inicial}{Precio\ Inicial} \cdot 100\% = \frac{18\text{€} - 20\text{€}}{20\text{€}} \cdot 100\% = -10\%$$

Como se puede apreciar, se obtendría una rentabilidad negativa, pero ese dato sería erróneo puesto que faltaría añadir el valor que otorga el derecho de suscripción preferente.

Del mismo modo, y con el fin de que la recogida de datos muestre el comportamiento más fidedigno de la evolución del valor tras la ampliación de capital, demostraremos que para

⁴² Recordemos que como vimos en el punto 1.2.2.4, apartado D) sobre los casos de exclusión del derecho de suscripción preferente, en las ampliaciones de capital liberadas este derecho no existe y por lo tanto no se descuenta.

valorar la variación porcentual experimentada por cualquier inversión de cuantía determinada, solamente será necesario sumar el valor teórico del derecho de suscripción preferente al precio de la acción.

Por otro lado, supongamos que un inversor posee 1.000 acciones de una empresa que cotizan a 20€, valorando inicialmente su inversión en 20.000€. Si la empresa lleva a cabo una ampliación de capital en la que se emite 1 acción nueva por cada 10 antiguas – proporción 1x10 – a un precio de 10€ cada título nuevo, según vimos en el apartado 1.2.2.3, sobre el derecho de suscripción preferente, el valor teórico sería:

$$VTDS = \frac{N \cdot (PA - PN)}{A + N} = \frac{1 \cdot (20\text{€} - 10\text{€})}{11} \cong 0,91 \text{€}/\text{derecho}$$

Inmediatamente, el precio de la acción en el mercado cotizaría descontando dicho valor:

$$\text{Precio Cotización} = \text{Precio Anterior} - VTDS = 20 \text{€}/\text{acc} - 0,91 \text{€}/\text{acc} = 19,09 \text{€}/\text{acc}$$

Suponiendo además que el inversor vende los derechos a su valor teórico y con el importe recibido compra acciones al nuevo precio, su situación quedaría de la siguiente manera:

Liquidación de los derechos:

$$\text{Importe recibido} = 1.000 \text{ derechos} \cdot 0,91 \text{€}/\text{derecho} = 910\text{€}$$

Compra de acciones:

$$N^{\circ} \text{ de acciones} = \frac{\text{Importe recibido}}{\text{Nuevo precio de cotización}} = \frac{910\text{€}}{19,09 \text{€}/\text{acc}} \cong 48 \text{ acciones}$$

En el momento posterior a la operación realizada, el inversor poseería las 1.000 acciones que tenía en un principio más las 48 acciones compradas con el importe que le otorgan los derechos. Es decir, tendría 1.048 acciones a un precio de 19,09€/acc, valorando la inversión en aproximadamente 20.000€⁴³, tal como tenía al principio.

⁴³ Realizando el cálculo: $1.048 \text{acc} \cdot 19,01 \text{€}/\text{acc} = 20.006,32 \cong 20.000\text{€}$. La diferencia de los 6,32€ proviene del redondeo aplicado en el cálculo del valor teórico del derecho de suscripción preferente.

Sin embargo, todo lo explicado en el supuesto anterior podría realizarse de la siguiente manera: sumando al nuevo precio de cotización el valor teórico del derecho de suscripción preferente y multiplicando este valor por el número de acciones que se poseía inicialmente. Analicemos la valoración de las dos maneras cálculo:

Cálculo a través de la inversión total	Cálculo a través del precio
<i>Momento inicial:</i>	<i>Momento inicial:</i>
$1.000acc \cdot 20 \text{ €/acc} = 20.000\text{€}$	$1.000acc \cdot 20 \text{ €/acc} = 20.000\text{€}$
<i>Momento final:</i>	<i>Momento final⁴⁴:</i>
$1.048acc \cdot 19,09 \text{ €/acc} \cong 20.000\text{€}$	$1.000ac \cdot (19,09 \text{ €/acc} + 0,91 \text{ €/acc}) =$ $= 1.000acc \cdot 20 \text{ €/acc} = 20.000\text{€}$

Aunque esto pueda parecer obvio en este ejemplo, es de vital importancia tenerlo en cuenta porque en nuestro análisis no estaremos trabajando con un número de acciones en concreto sino simplemente con los precios de cotización. Por lo tanto, y a pesar de que en el ejemplo coincidan los precios de cotización por haber analizado el momento preciso en el que se inicia la operación, posteriormente cuando se produzca el solapamiento – “Gráfico 4 – Suma del VTDS” – rara vez serán iguales y mediante la suma el valor teórico del derecho de suscripción al valor de mercado tendremos el problema del sesgo por solapamiento solucionado.

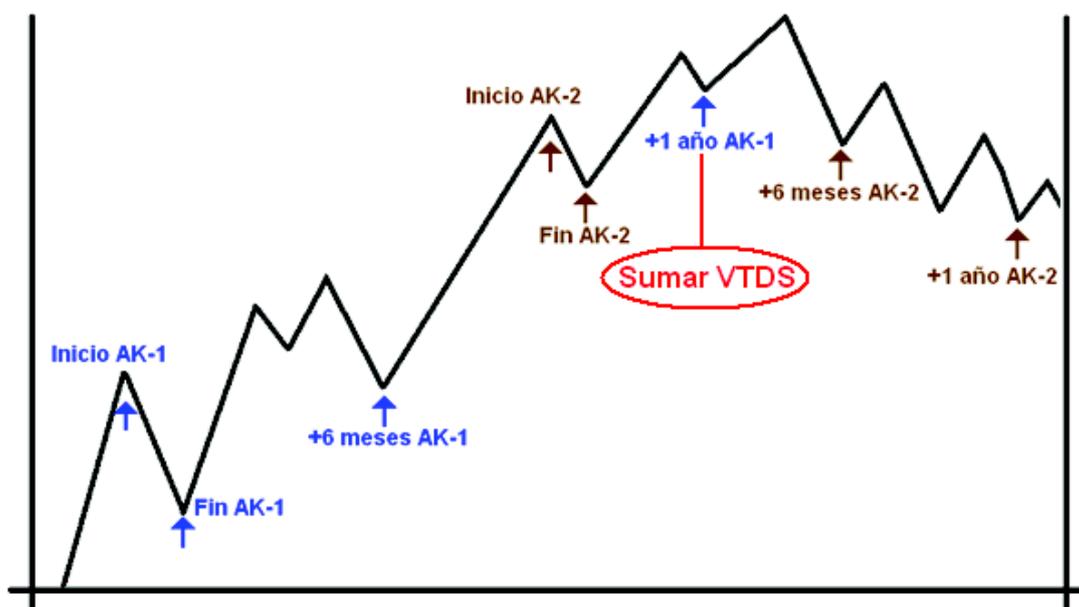


Gráfico 4 – Suma del VTDS

⁴⁴ $N^{\circ}Acciones\ Iniciales \cdot (Precio\ Cotización + VTDS) = 1.000acc \cdot (19,09 \text{ €/acc} + 0,91 \text{ €/acc})$

Sin embargo, para que la suma del valor teórico del derecho de suscripción preferente sea correcta, no se podrá agregar al precio ajustado. Esto es así puesto que si, por ejemplo, en el caso estudiado anteriormente se hubiese producido un desdoblamiento de acciones en la que por 1 acción antigua se diese lugar a 10 nuevas – siendo el precio de cotización tras la operación de *split* de 1,91€/acc⁴⁵, al sumarle el valor teórico del derecho de suscripción preferente obtendríamos un sesgo que haría aumentar las rentabilidades⁴⁶.

Para evitar este problema, en los casos en los que se produzca el solapamiento de ampliaciones de capital no liberadas, no se recogerán en la tabla los datos de precios ajustados, sino los valores históricos. Con el fin de diferenciar los precios históricos de los ajustados en las tablas de datos, los primeros irán sombreados con un color morado. De color azul oscuro irán los precios históricos a los que ya se les ha añadido el valor teórico del derecho de suscripción preferente. Finalmente, los precios históricos a los que se les haya afectado una ampliación de capital liberada y a los que se le haya realizado el ajuste para subsanar el sesgo producido, irán sombreados de verde.

	Inicio	Fin	6 meses	1 año	Tipo	Desemb.	Prop.	Valor Inicio	Valor Fin	Valor +6m	Valor +1 año
AK-2	19/07/2007	02/08/2007	02/02/2008	02/08/2008	Prima	3,1	1x6	3,99 €	3,63 €	1,63 €	0,43 €
AK-1	08/07/2006	22/07/2006	22/01/2007	22/07/2007	Prima	2,2	9x1	3,45 €	2,65 €	5,62 €	3,97 €

A modo de resumen, la leyenda de los colores de los valores de recogida de datos de las tablas sería la siguiente:

Leyenda Tablas
Modificación liberada + acciones nuevas liberadas
Valores Históricos
Valor histórico + VTDS
Valor histórico + acciones liberadas

⁴⁵ Al hacerse el desdoblamiento 1x10, las acciones que antes cotizaban a 19,09€ pasarían a valer:

$$\text{Precio después del desdoblamiento} = \frac{19,09 \text{ €/acc}}{10} \cong 1,91 \text{ €/acc}$$

⁴⁶ Cuando se suma el valor teórico del derecho de suscripción preferente, recordemos que era de 0,91€/acc al precio sin desdoblamiento – 19,09€/acc, su impacto no será tan grande como si lo sumamos al precio de cotización de la acción después del Split, a saber: 1,91€/acc.

2.2.4 Las fuentes para la obtención de datos

Para la recopilación de los datos, se han necesitado varias fuentes distintas. A continuación veremos cuáles han sido y qué información aporta cada una de ellas.

2.2.4.1 El listado de ampliaciones de capital llevadas a cabo en el periodo de análisis

El listado de todas las ampliaciones de capital susceptibles de ser valoradas en este estudio ha sido obtenido de la página web oficial de la Bolsa de Barcelona – <http://www.borsabcn.es>⁴⁷.

AMPLIACIONES DE CAPITAL (euros)						
Empresa	Inicio	Fin	Tipo	Desemb.	Proporción	ISIN
DAMM	01/09/2007	15/09/2007	Liberada	0,00	1x30	ES0125690513
AVANZIT	24/08/2007	13/09/2007	Prima	1,80	1x10	ES0172708317
INYPSA	24/07/2007	13/08/2007	Liberada	0,00	1x5	ES0152768612
COLONIAL	19/07/2007	02/08/2007	Prima	3,10	1x6	ES0139140018
TECNOCOM	16/07/2007	30/07/2007	Liberada	0,00	1x10	ES0147582B12
INVERFIATC	10/07/2007	24/07/2007	Prima	7,00	3x1	ES0143419010
MECALUX	10/07/2007	24/07/2007	Liberada	0,00	1x10	ES0161928116
CLEOP	09/07/2007	23/07/2007	Liberada	0,00	1x18	ES0158300410
ABERTIS	02/07/2007	16/07/2007	Liberada	0,00	1x20	ES0111845014
ABERTIS	02/07/2007	16/07/2007	Liberada	0,00	1x20	ES0111845113
LA SEDA BARCELONA	30/06/2007	14/07/2007	Prima	2,10	1x2	ES0175290115
LA SEDA BARCELONA	30/06/2007	14/07/2007	Prima	2,10	1x2	ES0375290014
BANCO DE CHILE	29/06/2007	13/07/2007	A la par	40,50	,04x1	CLP0939W1081
FERSA ENERGIAS	19/06/2007	03/07/2007	Prima	4,00	1x1	ES0136463017
ZARDOYA OTIS	14/06/2007	29/06/2007	Liberada	0,00	1x10	ES0184933812
CODERE	08/06/2007	07/07/2007	Prima	15,00	1x6	ES0119256115
ERCROS	25/05/2007	08/06/2007	Prima	0,50	2x5	ES0125140014
BANCO GUIPUZCOANO	22/05/2007	11/06/2007	Prima	10,00	1x11	ES0113580C31
BANCO GUIPUZCOANO	22/05/2007	11/06/2007	Prima	10,00	1x11	ES0113580D30
BANCO VALENCIA	07/05/2007	21/05/2007	Liberada	0,00	1x50	ES0113980330
SNIACE	24/04/2007	08/05/2007	Prima	3,65	3x8	ES0165380017
SERVICE POINT	10/04/2007	24/04/2007	Liberada	0,00	1x30	ES0143421011
FAES	09/04/2007	23/04/2007	Liberada	0,00	1x8	ES0134950F36
AMCI HABITAT	30/03/2007	13/04/2007	Prima	16,00	1x1	ES0109196016
NH HOTELES	28/02/2007	14/03/2007	Prima	15,27	1x8	ES0181580018

Ilustración 3 – Web de la Bolsa de Barcelona

En la “Ilustración 3 – Web de la Bolsa de Barcelona” se puede apreciar una captura de pantalla de la relación de ampliaciones de capital y la información que ésta presta. Una vez obtenida la relación completa y pasada a Excel, fue necesario calcular el resto de periodos de análisis a través de las funciones que incorpora la hoja de cálculo.

⁴⁷ (BOLSA DE BARCELONA, 2009)

2.2.4.2 La obtención de los precios ajustados y precios históricos

Después de realizar lo explicado en el apartado anterior fue necesario obtener los precios en los distintos periodos de análisis – recordándolos: inicio de la operación, fin de la operación, seis meses después del final de la operación y un año después del final de la operación. Para ello, se utilizaron distintas herramientas.

En primer lugar, para el valor de los precios ajustados se obtuvo la información de la plataforma gratuita ProRealTime⁴⁸. A través de una aplicación Java, se cargaban los gráficos históricos de precios ajustados de los valores que se deseaban analizar.



Gráfico 5 – Banco Pastor

En el “Gráfico 5 – Banco Pastor” se puede apreciar los distintos precios – apertura, máximo, mínimo y cierre, siendo este último el valor recogido para el estudio – a los que cotizó la acción de esta entidad financiera el 28 de abril de 2008.

⁴⁸ (PROREALTIME, 2009)

Sin embargo, para la obtención de los precios históricos, es decir, sin el ajuste por desdoblamiento de acciones, reagrupamiento de acciones o dividendos, fue necesario acudir a la página web de Yahoo! España – <http://www.yahoo.es>, en su sección de finanzas⁴⁹. Accediendo a la cotización de un valor en concreto, y delimitando las fechas se puede obtener los datos de precios históricos de dicho título.

The screenshot shows the Yahoo! Finanzas website interface. At the top, there are navigation links for 'Yahoo! Finanzas', 'Mercados', 'Tu dinero', 'Divisas', 'Noticias', and 'Mi cartera'. Below this, there are more specific market links like 'Ibex 35', 'Mayores subidas', 'EE.UU.', 'Internacional', 'Análisis', and 'Cómo invertir'. A search bar is present with the text 'Busca el valor' and buttons for 'En Y! Finanzas' and 'En la Web'. The main content area is titled 'BANCO SABADELL R (SAB.MC)'. On the left, there is a sidebar with various options like 'Cotizaciones', 'Resumen', 'Tiempo real/TECH', 'Precios históricos', 'Gráficos', 'Análisis técnico', 'Noticias', 'Compañía', 'Cobertura de analistas', and 'Estimaciones de analistas'. The main section is 'Precios históricos', which includes a date selection tool. The dates are set from 'Desde: 9 May 2007' to 'Hasta: 15 May 2007'. There are radio buttons for 'Diario', 'Semanal', and 'Mensual', with 'Diario' selected. A 'Obtener datos' button is visible. Below the date selection is a table of historical prices.

Fecha	Abierto	Máximo	Mínimo	Cierre	Volumen	Cierre ajustado*
15-may-07	8,51	8,62	8,50	8,57	3 839 600	7,78
14-may-07	8,66	8,69	8,51	8,52	2 656 700	7,73
11-may-07	8,47	8,70	8,45	8,61	7 148 700	7,82
10-may-07	8,54	8,94	8,41	8,49	91 148 600	7,71
9-may-07	8,55	8,60	8,41	8,49	3 919 600	7,71

* Ajustado por dividendos y splits.

Ilustración 4 – Finanzas en Yahoo! España

En la “Ilustración 4 – Finanzas en Yahoo! España” se puede observar una captura de pantalla de la web en la que se ofrece la información sobre la cotización del Banco Sabadell entre los días 9 y 15 de mayo de 2007. En este caso, cogeríamos la información correspondiente a la columna de “Cierre” en vez de la de “Cierre ajustado”.

⁴⁹ (Yahoo!, 2009)

2.2.4.3 La recogida de otro tipo de información

En los epígrafes anteriores se han enumerado las fuentes para la obtención de los precios, bien sean históricos o ajustados. Sin embargo, para el presente trabajo también se requería de diversos listados, a saber:

- Sectores y empresas correspondientes del mercado continuo español.
- Inclusiones y exclusiones históricas de los valores que formaban parte de los selectivos IBEX-35, IBEX MEDIUM CAP e IBEX SMALL CAP.

Para recopilar esta información, se han utilizado dos páginas web oficiales de la Bolsa de Valores. La primera de ellas es la página web de la Bolsa de Madrid⁵⁰, en la cual se han obtenido el Anexo B⁵¹, donde se listan todos los sectores y subsectores del mercado bursátil, así como una breve descripción de los mismos.

En segundo lugar, a través de la página web de la *Sociedad de Bolsas*⁵² se accedió a la información histórica de los índices arriba mencionados, tal como se puede apreciar en la “*Ilustración 5 – Sociedad de Bolsas*”.



Ilustración 5 – Sociedad de Bolsas

⁵⁰ (BOLSAS DE MADRID, 2009)

⁵¹ (BOLSAS DE MADRID, BARCELONA, BILBAO, VALENCIA Y SOCIEDAD DE BOLSAS, S.A., 2005)

⁵² (SOCIEDAD DE BOLSAS, 2009)

2.3 El análisis de las operaciones de ampliación de capital

Es en este punto donde procederemos a analizar cuantitativamente las operaciones de aumento de capital realizadas desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2007 por empresas que coticen en el mercado continuo español.

El proceso que se llevará a cabo será el siguiente: en primer lugar, se analizarán el comportamiento general del mercado. Para ello, analizaremos el comportamiento del selectivo IBEX-35 y del Índice General de la Bolsa de Madrid – IGBM – y éstos se compararán con los resultados obtenidos por el estudio de los valores que han sido afectados por una ampliación de capital. Se calcularán las revalorizaciones medias para un periodo de quince días, seis meses y un año.

En segundo lugar, se analizarán de manera general todas las ampliaciones de capital que cumplan los requisitos arriba mencionados. Para ello, se calculará la media aritmética de las variaciones porcentuales de los precios con respecto al valor de cotización de la acción de los siguientes periodos: finalización de la operación, seis meses tras la finalización de la operación y un año tras la finalización de la operación. Como se explicó en el punto 2.2.1, sobre los periodos de recogida de datos, con estos valores analizaremos el efecto dilución y el efecto financiación experimentado por la empresa tras haber realizado el aumento de capital.

Posteriormente, se analizarán las operaciones de igual manera que lo explicado en el párrafo anterior pero teniendo en cuenta diversas clasificaciones, como pueden ser el momento del ciclo bursátil en el que se haya llevado a cabo la operación, el sector al que corresponda la empresa, el tamaño... Dentro de cada apartado, se hará una comparativa entre las diferentes clasificaciones y se comparará con la evolución de los dos índices de referencia y la media general de las operaciones de ampliación de capital y con los índices de referencia.

Con el fin de hacer lo más cómoda posible la lectura de este trabajo y tener rápido acceso a las tablas de información de las operaciones de aumento de capital, éstas se insertarán en un apéndice final. Para no confundir las tablas de datos que forman parte de ese apéndice con aquellas que se integren dentro del propio trabajo, las primeras tendrán el rótulo con el siguiente formato: “*Tabla-Apéndice n° - TÍTULO DE LA TABLA*”. El formato de página será

horizontal debido a las dimensiones que tienen las tablas de ancho por el número de parámetros que hay que aportar para cada operación.

La muestra total de este análisis consta de 174 operaciones de capital realizadas por un total de 52 empresas distintas. De ellas, 110 se han realizado liberadas, el precio de emisión de 16 de operaciones ha coincidido con su valor nominal y un total de 48 ampliaciones se han llevado a cabo con un precio superior a su valor nominal, es decir, con prima de emisión.

2.3.1 Análisis de los índices IBEX-35 e IGBM

El procedimiento para poder realizar un análisis comparativo entre el comportamiento de los índices y los datos recogidos de valores que han llevado a cabo una ampliación de capital en el presente estudio requieren unos cálculos previos. Es preciso obtener las siguientes variaciones porcentuales medias para cada índices, experimentadas por en el periodo que comprende el análisis. El cálculo de estos valores, realizados a través de operaciones de matemática financiera ya indicados, será el que se comparé con los obtenidos en el estudio.

- **Variación porcentual media de quince días:** Este dato se comparará con la variación porcentual media entre el inicio de las ampliaciones de capital y su finalización de los valores analizados. El cálculo se realizaría mediante la siguiente operación, con un índice en la raíz de veinticuatro veces el número de años⁵³:

$$\Delta\%Medio\ Quincenal = \sqrt[n^{\circ}\ de\ años \cdot 24]{\frac{\text{Índice}_{31-dic-2007}}{\text{Índice}_{1-ene-1999}}} - 1$$

- **Variación porcentual media de seis meses:** Análogamente con el punto anterior, se comparará con el periodo transcurrido desde la finalización de la operación hasta seis meses después. Su cálculo se realizará de este modo, siendo el índice de la matriz el doble del número de años transcurridos⁵⁴:

$$\Delta\%Medio\ Semestral = \sqrt[n^{\circ}\ de\ años \cdot 2]{\frac{\text{Índice}_{31-dic-2007}}{\text{Índice}_{1-ene-1999}}} - 1$$

⁵³ Recordemos que en un año hay veinticuatro quincenas.

⁵⁴ En este caso, desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2007 pasan 9 años, con un total de 18 semestres.

- **Variación porcentual media de un año:** Del mismo modo, se comparará con la evolución de los valores desde que finalizó el aumento de capital hasta que hubo transcurrido un año. Para el cálculo de la variación porcentual medias de un año, será preciso realizar la siguiente operación, recordando que en el índice de la raíz se debe poner el número de años transcurridos:

$$\Delta\%Medio\ Anual = \sqrt[n^{\circ}\ de\ años]{\frac{\text{Índice}_{31-dic-2007}}{\text{Índice}_{1-ene-1999}}} - 1$$

2.3.1.1 Índice General de la Bolsa de Madrid

En el “Gráfico 6 – Índice General de la Bolsa de Madrid⁵⁵” se puede observar el comportamiento de este índice en el periodo del estudio.



Gráfico 6 – Índice General de la Bolsa de Madrid

⁵⁵ Índice que recoge el comportamiento de 113 valores que cotizan en la Bolsa de Madrid.

El 1 de enero de 1999, el IGBM cotizaba a 880 puntos, mientras que el 31 de diciembre de 2007 cerró el ejercicio en 1642 puntos. Por lo tanto, y de acuerdo con los cálculos expuestos en el punto anterior, en la “*Tabla 4 – Datos IGBM*” se muestran los datos relativos a este índice.

	01-ene-99	31-dic-07	$\Delta\%$ Medio 15 días	$\Delta\%$ Medio 6 meses	$\Delta\%$ Medio 1 año
IGBM	880	1.642	0,29%	3,53%	7,18%

Tabla 4 – Datos IGBM

2.3.1.2 IBEX-35

Para ver la evolución del selectivo español es preciso consultar el “*Gráfico 1 – Histórico Ibex-35*” que se encuentra en el epígrafe 2.1, sobre el ámbito temporal de la recogida de la muestra, en la página 30 de este trabajo. Para poder llevar a cabo los cálculos necesarios, resaltaremos los valores al principio y al final del estudio. El IBEX-35 cotizaba el 1 de enero de 1999 a 9.971 puntos, cerrando el ejercicio de 2007 en la cota de los 15.182 puntos. En la “*Tabla 5 – Datos IBEX-35*” se muestra la información una vez realizadas las operaciones matemáticas necesarias.

	01-ene-99	31-dic-07	$\Delta\%+15d$	$\Delta\%+6m$	$\Delta\%+1año$
IBEX-35	9971	15182	0,19%	2,36%	4,78%

Tabla 5 – Datos IBEX-35

2.3.2 Análisis general

La información correspondiente a la totalidad de las ampliaciones de capital realizadas en el periodo de estudio se recoge en la “*Tabla-Apéndice 1 – DATOS GENERALES*”, y se puede apreciar de manera resumida en la “*Ilustración 6 – Resultado general e índices*” así como en la “*Tabla 6 – Resultado general e índices*”, en la que aparece comparada con los datos obtenidos en los índices.

Por un lado, las variaciones porcentuales experimentadas desde el inicio de la ampliación hasta su conclusión en la totalidad de la muestra han tenido un promedio del 0,56%. Este dato viene a revelar que, a pesar de existir un efecto dilución, al llevar a cabo una ampliación de capital, los títulos de las sociedades incrementan su valor en ese periodo. Es más, si comparamos la evolución bursátil de estos valores con la media correspondiente a los índices, se aprecia claramente que el comportamiento de los valores que han realizado un aumento de capital es superior.

Por otro lado, la media de las variaciones porcentuales transcurridos seis meses y un año desde la finalización de capital han sido del 6,39% y 16,66%, es decir, el valor esperado de las revalorizaciones de una acción tras realizar una ampliación de capital. Al igual que sucedió para las observaciones del efecto dilución, el comportamiento de los valores que han realizado ampliaciones de capital en el periodo de estudio es significativamente superior al de ambos índices, - IGBM e IBEX-35. Por lo tanto, cabría pensar que para obtener unas rentabilidades superiores a las del mercado, cuyo comportamiento está reflejado en estos índices, los inversores deberían realizar sus operaciones en aquellas sociedades que lleven a cabo un aumento de capital.

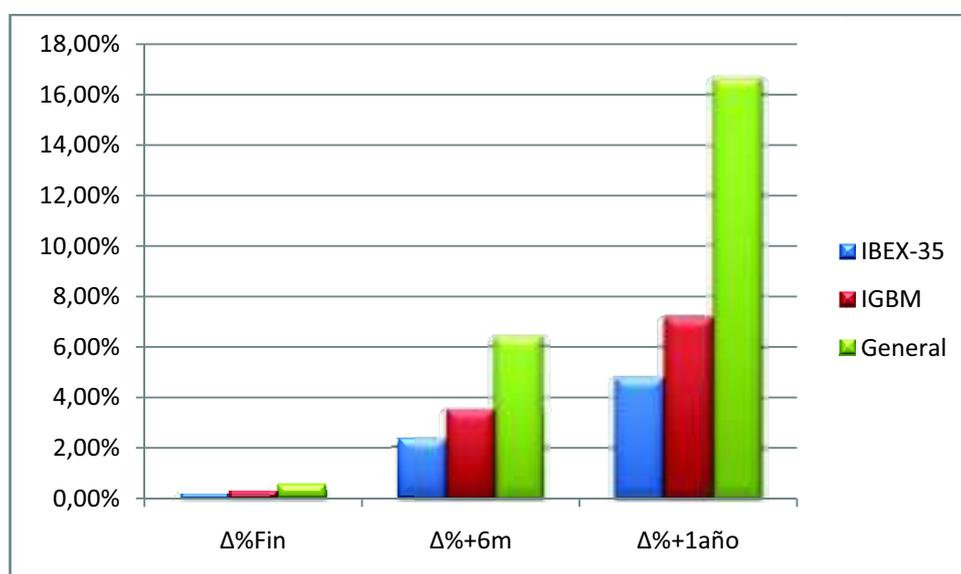


Ilustración 6 – Resultado general e índices

	Δ%Fin	Δ%+6m	Δ%+1año
IBEX-35	0,19%	2,36%	4,78%
IGBM	0,29%	3,53%	7,18%
General	0,56%	6,39%	16,66%

Tabla 6 – Resultado general e índices

No obstante, y con el fin de saber cuáles son aquellas operaciones de ampliación de capital más propicias para “batir al mercado”⁵⁶, analizaremos los aumentos de capital según varios criterios, comparándolos con el comportamiento general y con la media de variaciones del IGBM y del IBEX-35.

⁵⁶ Obtener una rentabilidad superior a algún índice representativo en un periodo determinado.

2.3.3 Según el ciclo bursátil

Unas de las claves para tener unos buenos rendimientos en una cartera de valores es invertir en aquellos momentos en los que la bolsa sube, es decir, en los que existe una tendencia alcista. Por el contrario, es preferible no tener “posiciones largas⁵⁷” en aquellos momentos en los que el mercado se encuentra en una tendencia bajista.

En el periodo de nuestro análisis, y según se puede observar en el “*Gráfico 1 – Histórico Ibex-35*”, se han desarrollado tres grandes tendencias, dos de ellas alcistas y una bajista que resumimos a continuación:

- **Primer ciclo alcista:** comienza mucho antes que el periodo de análisis de este estudio, por lo tanto y a sus efectos, consideraremos que su inicio es el 1 de enero de 1999, día en el que el IBEX-35 cotizaba a 9.971 puntos. El final de esta primera etapa alcista coincide con el inicio de la etapa bajista, el día 7 de marzo de 2000 cuando se alcanzó la cota de los 13.000 puntos.
- **Ciclo bajista:** incluye desde el día 7 de marzo de 2000, hasta el 10 de octubre de 2002, cuando el selectivo español hizo su mínimo en los 5.267 puntos.
- **Segundo ciclo alcista:** comienza con el mínimo anteriormente nombrado y finaliza el 12 de diciembre de 2007, cuando se alcanzaron los 16.000 puntos. No obstante, a efectos de este trabajo, se considerará el fin de ciclo el día 31 de diciembre de 2007, día en el que el IBEX-35 cerró en el nivel de 15.182 puntos.

Para ver los datos de las ampliaciones de capital de los diferentes periodos es preciso consultar los siguientes apartados: “*Tabla-Apéndice 2 – ÚLTIMO CICLO ALCISTA*”, “*Tabla-Apéndice 3 – CICLO BAJISTA*” y “*Tabla-Apéndice 2 – ÚLTIMO CICLO ALCISTA*”. Sin embargo, y con el fin de facilitar la información más relevante, en la “*Ilustración 7 – Análisis del ciclo bursátil*” y en la “*Tabla 7 – Análisis del ciclo bursátil*” vienen recogido los resultados medios de las operaciones y la comparación de estos con los índices de referencia y los resultados generales.

Como se puede observar, es en el momento en el que se produce un ciclo alcista cuando las operaciones de ampliación de capital tendrán más probabilidades de “batir al mercado”. No

⁵⁷ Término que en el argot bursátil se emplea para definir que se tienen títulos-valores comprados.

obstante, hay que tener cuidado con la fase de ese ciclo alcista en el que se produzca el aumento, puesto que si éste se hace cuando esté finalizando, los resultados pueden ser devastadores para la cartera del inversor, tal y como se puede observar en las operaciones realizadas desde principio de 2007 y hasta el final del estudio que se encuentran recogidas en la tabla “*Tabla-Apéndice 2 – ÚLTIMO CICLO ALCISTA*”. Análogamente, si un aumento de capital se realiza en el último estadio de un ciclo bajista – cuando éste ya se encuentre terminando – las variaciones porcentuales que experimentarán los precios pueden llegar a ser excepcionales, como se puede observar en las operaciones que se llevaron a cabo a partir de principios de 2002 y que pueden ser consultadas en la “*Tabla-Apéndice 3 – CICLO BAJISTA*”.

Tanto en los casos vistos para el final del ciclo alcista como para la última fase del ciclo bajista – en los que se obtienen unos resultados contrarios al ciclo en el que se produce la operación – se produce una paradoja debido a que en el año que abarca el periodo de estudio para las ampliaciones de capital se desarrolla un cambio de tendencia de alcista a bajista, en el primer caso, y al contrario para el segundo.

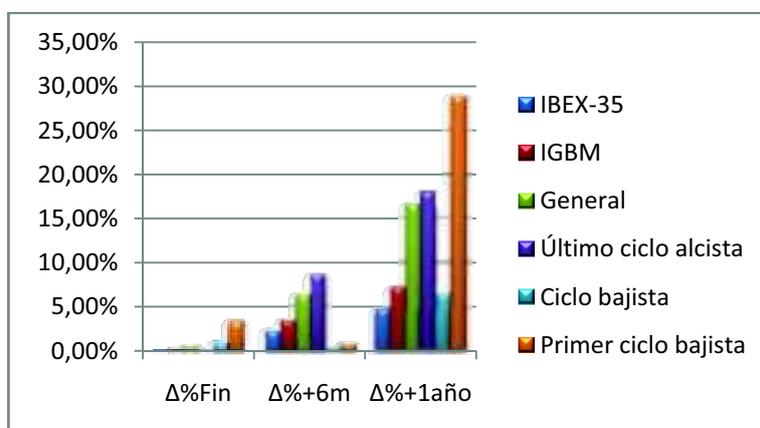


Ilustración 7 – Análisis del ciclo bursátil

	Δ%Fin	Δ%+6m	Δ%+1año
IBEX-35	0,19%	2,36%	4,78%
IGBM	0,29%	3,53%	7,18%
General	0,56%	6,39%	16,66%
Último ciclo alcista	0,14%	8,60%	18,02%
Ciclo bajista	0,99%	0,45%	6,58%
Primer ciclo bajista	3,31%	0,90%	28,84%

Tabla 7 – Análisis del ciclo bursátil

2.3.4 Según el sector

Dependiendo del sector al que pertenezca una empresa, éste afectará de una forma u otra al comportamiento bursátil de un valor, dado que existen algunos sectores más defensivos que otros⁵⁸. Del mismo modo, cabe pensar que esa clasificación sectorial pueda afectar al comportamiento de una acción tras realizar una ampliación de capital. Para obtener esa información completa hay que consultar los siguientes apartados del apéndice: “*Tabla-Apéndice 5 – SECTOR: 1. PETRÓLEO Y ENERGÍA*”, “*Tabla-Apéndice 6 – SECTOR: 2. MAT. BÁSICOS, INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN*”, “*Tabla-Apéndice 7 – SECTOR: 3. BIENES DE CONSUMO*”, “*Tabla-Apéndice 8 – SECTOR: 4. SERVICIOS DE CONSUMO*”, “*Tabla-Apéndice 9 – SECTOR: 5. SERVICIOS FINANCIEROS E INMOBILIARIOS*” y la “*Tabla-Apéndice 10 – SECTOR: 6. TECNOLOGÍA Y TELECOMUNICACIONES*”. No obstante, tal y como se viene haciendo en los apartados anteriores, en la “*Ilustración 8 – Análisis sectorial*” y en la “*Tabla 8 – Análisis sectorial*” se puede encontrar un resumen.

Analizando, en primer lugar los resultados a largo plazo y viendo los datos aportados, cabe destacar que los dos mejores sectores para invertir en empresas que hayan realizado una ampliación de capital son los correspondientes a “Materiales Básicos, Industria y Construcción” y “Bienes de Consumo”, ya que los resultados obtenidos para estos sectores durante el periodo de estudio han sido superiores tanto a la media general como a los índices de referencia. Por el contrario, se desaconsejaría invertir en los sectores de “Petróleo y Energía” y “Servicios de consumo”, ya que experimentan valores muy por debajo de la media general y de los índices, obteniendo incluso rentabilidades negativas en los datos recogidos seis meses y un año después de la finalización de la operación.

Sin embargo, y pasando ya a una perspectiva cortoplacista – aquellas en la que se analizan los efectos de las ampliaciones desde su comienzo hasta su finalización – son precisamente los sectores en los que se desaconseja invertir a largo plazo – “Petróleo y Energía” y “Servicios de consumo” – los que obtienen unas rentabilidades superiores al resto de valores, tanto a la media general, a los índices, como al resto de sectores.

⁵⁸ Dependiendo de la *beta* del sector o del valor con respecto al índice de mercado.

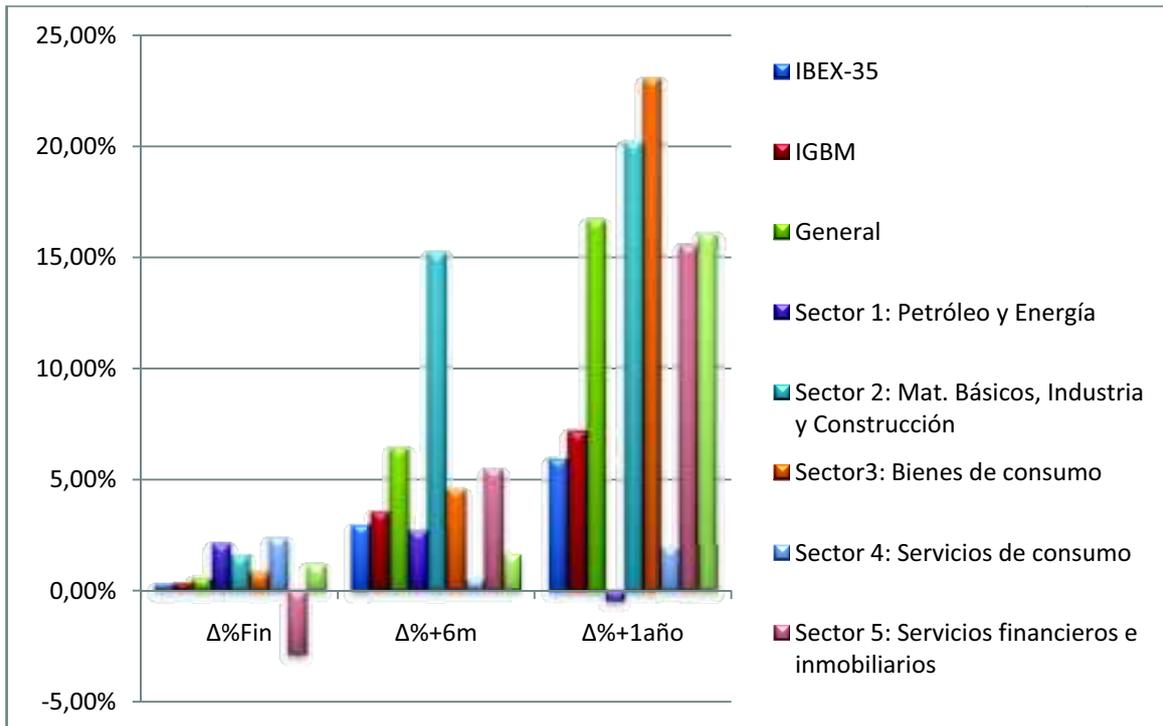


Ilustración 8 – Análisis sectorial

	Δ%Fin	Δ%+6m	Δ%+1año
IBEX-35	0,24%	2,93%	5,94%
IGBM	0,29%	3,53%	7,18%
General	0,56%	6,39%	16,66%
Sector 1: Petróleo y Energía	2,08%	2,66%	-0,44%
Sector 2: Mat. Básicos, Industria y Construcción	1,58%	15,18%	20,14%
Sector3: Bienes de consumo	0,82%	4,53%	23,00%
Sector 4: Servicios de consumo	2,32%	0,51%	1,95%
Sector 5: Servicios financieros e inmobiliarios	-2,85%	5,43%	15,50%
Sector 6: Tecnología y telecomunicaciones	1,15%	1,62%	16,02%

Tabla 8 – Análisis sectorial

2.3.5 Según el índice al que pertenezcan

Siguiendo la metodología anteriormente empleada, en la “Ilustración 9 – Análisis según índice de pertenencia” y en la “Tabla 9 – Análisis según índice de pertenencia” encontraremos un resumen de la información más relevante de las operaciones de aumento de capital comparadas, como también se viene haciendo, con el resultado general y los índices de referencia. Para analizar la información de una manera más detallada, será preciso consultar los siguientes puntos del apéndice: “Tabla-Apéndice 11 – PERTENECIENTES AL IBEX-35”, “Tabla-Apéndice 12 – PERTENECIENTES AL IBEX MEDIUM CAP”, “Tabla-Apéndice 13 – PERTENECIENTES AL IBEX SMALL CAP”, así como la “Tabla-Apéndice 14 –

PERTENECIENTES AL IGBM". En primer lugar, definiremos cada uno de los índices analizados:

- **IBEX-35:** este índice se encuentra formado por los 35 valores más líquidos⁵⁹ y representativos del mercado continuo español. Su volumen de contratación representa más de las tres cuartas partes de la negociación media del mercado. Su composición se revisa semestralmente con el fin de que las empresas que los forman sean las más líquidas.
- **IBEX MEDIUM CAP y SMALL CAP:** son índices que representan la cotización de empresas de mediana y pequeña capitalización que se encuentran en el SIBE. Su objetivo es mejorar la forma en la que se identifican y se realiza el seguimiento de estos valores tanto nacional como internacionalmente, mejorando la utilización de estos valores como subyacentes de productos derivados.
- **IGBM:** el Índice General de la Bolsa de Madrid recoge, como ya habíamos dicho anteriormente, el comportamiento de los 113 valores que lo componen, a pesar de que algunas de estas acciones también pertenezcan a otros índice – véase el caso de Banco Sabadell.

No obstante, es necesario aclarar otros aspectos antes de continuar con el análisis. En primer lugar, cabe señalar que para clasificar las empresas en sus respectivos índices hemos utilizado la información histórica disponible en la web de la Sociedad de Bolsas⁶⁰. En algunos casos, empresas que han llevado a cabo varias ampliaciones de capital en el periodo de estudio del análisis en unas ocasiones pertenecían a un índice y en otras no, como por ejemplo, Metrovacesa. Cuando se ha dado esta circunstancia, se ha analizado la operación en el índice que le correspondía a la empresa en el momento que se efectuó. También es preciso aclarar que aquellas empresas que perteneciesen a varios índices – por ejemplo al IBEX-35 y al IGBM – se han analizado en el que más segmentase la muestra, es decir en el IBEX-35. Este aspecto también sucedía con el resto de los índices y se ha actuado de manera similar. Por lo tanto, aquellas operaciones que se encuentren analizadas en la *“Tabla-Apéndice 14 –*

⁵⁹ La liquidez mide la facilidad con la que puede realizarse o deshacerse una inversión. En valores pequeños, comprar un 1% del capital haría que su precio se elevase en mayor proporción en la que lo haría el de una gran empresa.

⁶⁰ (SOCIEDAD DE BOLSAS, 2009)

PERTENECIENTES AL IGBM”, serán las que, por exclusión, no pertenezcan al resto de índices.

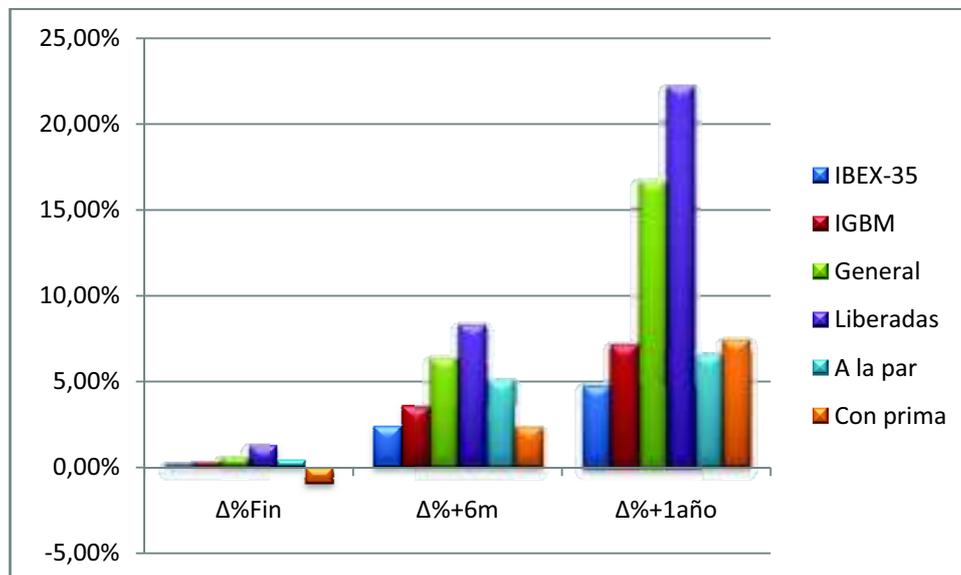


Ilustración 9 – Análisis según índice de pertenencia

	Δ%Fin	Δ%+6m	Δ%+1año
IBEX-35	0,19%	2,36%	4,78%
IGBM	0,29%	3,53%	7,18%
General	0,56%	6,39%	16,66%
Liberadas	1,24%	8,33%	22,15%
A la par	0,41%	5,10%	6,57%
Con prima	-0,94%	2,36%	7,43%

Tabla 9 – Análisis según índice de pertenencia

Analizando, en primer lugar, el efecto a corto plazo – el periodo entre el inicio de la ampliación y su finalización – vemos que la media de las empresas pertenecientes al Ibex Small Cap resalta claramente sobre las demás. No obstante, esto es debido a que la evolución de la operación número 36 recogida en la “Tabla-Apéndice 13 – PERTENECIENTES AL IBEX SMALL CAP”, que hace referencia a una ampliación de capital llevada a cabo por la empresa Pescanova a principios de 2001 tuvo un comportamiento excepcionalmente bueno, incrementando su valor en un 73% en apenas 15 días. Si obviásemos este dato, la media del incremento porcentual de las operaciones de empresas pertenecientes al Ibex Small Cap sería del 0,71%, en línea con el resto de resultados. Sin embargo, sí cabe resaltar el comportamiento negativo en este mismo periodo de las empresas del Ibex Medium Cap.

En segundo lugar, vemos que en las columnas de los incrementos a medio y largo plazo – seis meses y un año, respectivamente – las mayores revalorizaciones las experimentan los índices de empresas de pequeña y mediana capitalización. Por lo tanto, a la hora de realizar una inversión, deberíamos considerar la posibilidad de realizar las operaciones necesarias en empresas pertenecientes a estos índices que estén en proceso o vayan a realizar ampliaciones de capital.

2.3.6 Según la tipología de la ampliación

Por último, analizaremos las operaciones desde la perspectiva de su tipología, es decir, si son ampliaciones liberadas, emitidas a la par o bien si tienen prima de emisión. Para ver los datos completos de estas operaciones hay que acudir a las siguientes tablas del apéndice: “*Tabla-Apéndice 15 – AMPLIACIONES DE CAPITAL LIBERADAS*”, “*Tabla-Apéndice 16 – AMPLIACIONES DE CAPITAL “A LA PAR”*” y finalmente “*Tabla-Apéndice 17 – AMPLIACIONES DE CAPITAL CON PRIMA DE EMISIÓN*”. De la misma forma que se ha hecho anteriormente, en la “*Ilustración 10 – Análisis según la tipología*” y la “*Tabla 10 – Análisis según la tipología*” se puede apreciar un resumen de las operaciones ordenadas según su emisión, así como la comparación con el resultado general y los índices de referencia IBEX-35 e IGBM.

Para analizar la evolución bursátil de las operaciones de aumento de capital según la tipología no lo haremos mediante los plazos, como hemos venido haciendo hasta ahora, sino que lo haremos en general dado que existe un tipo de ampliación que obtiene unos resultados medios mejores que el resto para cualquier caso. Podemos ver claramente que, en todos los periodos, las ampliaciones de capital liberadas son las que mayor revalorización han tenido y las que se han emitido con algún tipo de reembolso – bien a la par o con prima – han experimentado un peor comportamiento, llegando su media a tener valor negativo para las operaciones primadas en el periodo comprendido entre su inicio y su finalización.

La razón de este resultado empírico radica en que las ampliaciones de capital liberadas se usan como medio de retribución para el inversor sin que exista un flujo de caja desde la empresa hacia éste, pudiendo la segunda emplear esos recursos económicos y financieros en otros proyectos cuya viabilidad otorguen un mayor valor añadido. De hecho, este es uno de los grandes debates abiertos actualmente con respecto a las políticas de dividendos de las

empresas. ¿Se debe llevar una política en la que la mayor parte de los beneficios obtenidos se reinviertan con el objetivo de seguir creciendo o bien mantener contento al accionista mediante una remuneración de su inversión vía dividendos? Muchas empresas han optado por la solución de remunerar mediante ampliaciones de capital liberadas y que sea el propio accionista el que decide si hacer líquida parte de su inversión o no a través de la venta de esas acciones.

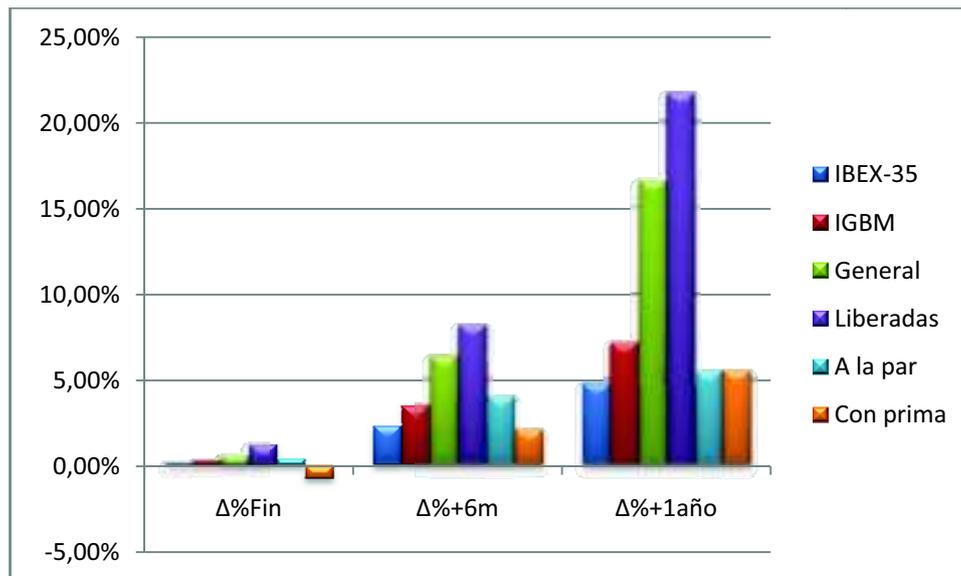


Ilustración 10 – Análisis según la tipología

	Δ%Fin	Δ%+6m	Δ%+1año
IBEX-35	0,19%	2,36%	4,78%
IGBM	0,29%	3,53%	7,18%
General	0,56%	6,39%	16,62%
Liberadas	1,24%	8,21%	21,72%
A la par	0,41%	4,06%	5,53%
Con prima	-0,78%	2,10%	5,54%

Tabla 10 – Análisis según la tipología

3 CONCLUSIONES

Antes de entrar en las conclusiones que se puedan obtener del presente trabajo, es necesario hacer un repaso por todo el proceso que se ha llevado a cabo. Por un lado, se analizaron los aspectos teóricos de las ampliaciones de capital, desde una perspectiva jurídico-económica, viendo primero como se formaba el capital social y examinando *a posteriori* los casos de sus modificaciones. Finalmente, en el primer apartado, se analizó la forma en la que se estructura el Mercado de Valores español, haciendo especial referencia a la Bolsa de Valores.

Por otro lado, el trabajo se enfocó en analizar cuantitativamente todas las operaciones de ampliación de capital que hayan llevado a cabo los valores del mercado continuo español desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2007. La primera parte de dicha sección se dedicó a explicar cómo se habían obtenidos los datos y la manera en la que se habían solventado los problemas que hubiesen podido concurrir. En la segunda parte, y una vez procesados toda la información, se analizaron las operaciones de aumento de capital desde distintas perspectivas, haciendo hincapié en aquellos casos de especial interés – tanto por ser significativamente superiores a la media como por obtener unos resultados peores –. Tras todo el proceso llevado a cabo se pueden sacar una serie de conclusiones que veremos pormenorizadamente.

En primer lugar, las empresas que han llevado a cabo ampliaciones de capital durante el periodo analizado han superado la media de los índices representativos de la economía española. Por lo tanto, y a pesar de que muchos inversores temen las ampliaciones de capital por el efecto dilución que se puede producir al incrementar el número de títulos – y por consiguiente disminuir el beneficio por acción que se pueda obtener – en este trabajo se ha demostrado empíricamente que esta es una falsa creencia y que este tipo de operaciones no sólo no diluye el valor a largo plazo sino que incluso hace éste que aumente más que el resto del mercado debido al efecto financiación que se produce.

En segundo lugar, se analizaron las operaciones desde una óptica que tenía en cuenta el momento del ciclo bursátil en el que se realizaba la ampliación. Este análisis arrojó que los aumentos llevados a cabo en los ciclos alcistas eran los que mayores probabilidades de éxito tenían. No obstante, es preciso considerar la fase del ciclo alcista o bajista en la que se encontraba el mercado, pues aquellas operaciones que se llevasen a cabo en la fase final del

mismo, y por lo tanto muy próximos al cambio de tendencia, podrían tener unos resultados inesperados. Es especialmente peligroso acudir a ampliaciones de capital que se produzcan en la última fase de la tendencia alcista dado que, cuando el mercado se gire y entre de lleno en una fase bajista, los inversores podrán sufrir las consecuencias de encontrarse comprados⁶¹ en valores que no hacen más que caer. Este efecto se ha visto en el último año y medio, desde que comenzó la crisis financiera con el estallido de la burbuja hipotecaria a través de las *sub-prime*⁶² americanas. En el caso contrario, acudir a una ampliación de capital en la última fase de una tendencia bajista no sólo no traerá una pérdida patrimonial del importe destinado a la inversión, sino que, por el contrario, se experimentarán grandes plusvalías motivadas por el cambio de tendencia de mercado y por el efecto financiación que la operación producirá en la empresa.

En tercer lugar, y una vez analizadas las ampliaciones de capital desde una perspectiva sectorial, podemos concluir que los sectores cuyos valores han experimentado un mejor comportamiento cuando han realizado una ampliación de capital son el Sector 2, correspondiente a “Materiales Básicos, Industria y Construcción” y el Sector 3, “Bienes de consumo”. Por el lado contrario, encontramos que aquellos títulos pertenecientes al Sector 1 o al Sector 4, “Petróleo y Energía” y “Servicios de Consumo”, respectivamente, y que han llevado a cabo un aumento de capital han experimentado en su cotización bursátil una evolución media por debajo de la del mercado.

En cuarto lugar, se compararon las distintas operaciones en función del índice al que pertenecían. En este caso, aquellos valores que superaron con la media son los que formaban parte de los índices de media y pequeña capitalización, es decir, el Ibex Medium Cap y el Ibex Small Cap, respectivamente. La causa de este hecho viene determinada porque son empresas con un gran potencial de recorrido al alza debido a que, normalmente, sus productos aún no han alcanzado la madurez y la refinanciación que obtienen mediante ampliaciones de capitales les permiten acometer inversiones productivas que mejorarán su resultado empresarial. Aquellas que más revalorizaciones experimentan son empresas ligadas al desarrollo, como las Zeltia o FAES Farma, dedicadas a la investigación farmacológica.

⁶¹ Poseer títulos de un valor.

⁶² Hipotecas de alto riesgo que, a través de la titulización, esparcieron el riesgo asumido por todo el mundo y de las que se cree que es una de las principales causas de la actual crisis económica y financiera.

En quinto y último lugar, se analizaron las operaciones según su tipología. De este último apartado se desprendió que las ampliaciones de capital liberadas – cuyo fin último suele ser la retribución al accionista sin que la empresa haga un desembolso hacia éstos – son las que, con gran diferencia, mejor resultado experimentan. Esto es debido a que, como se comentó en el punto 2.3.7, sobre la tipología de las ampliaciones de capital, este método de remuneración da la posibilidad al accionista de o bien vender esas acciones en el mercado y recibir la parte en efectivo que le correspondiera, o bien quedarse con los títulos dado que cree en el proyecto empresarial de la sociedad y espera que la rentabilidad futura de esos valores sea superior a la del mercado.

Finalmente, a modo de resumen y como conclusión final del trabajo, teniendo en cuenta todo lo expuesto en los cinco puntos anteriores: desde el 1 de enero de 1999 y hasta el 31 de diciembre de 2007, las ampliaciones de capital llevadas a cabo en el mercado continuo español que más éxito han tenido, por término medio, atienden a los siguientes aspectos:

- 1) **Momento:** se han realizado al final de una tendencia bajista o al comienzo de una nueva tendencia alcista.
- 2) **Sector:** han estado incluidas en los sectores 2 y 3, correspondientes a “Materiales Básicos, Industria y Construcción” y “Bienes de Consumo”.
- 3) **Índice:** han pertenecido a los índices Ibex Medium Cap o al Ibex Small Cap.
- 4) **Tipología:** Han sido ampliaciones de capital liberadas, a modo de retribución para el accionista.

Buscando en las tablas las operaciones que coincidiesen con esos parámetros, encontraríamos las siguientes empresas: FAES Farma, Miquel y Costas, Pescanova, Prim, Tavex Algodonera y Unipapel. En la “*Tabla-Apéndice 18 – SEGÚN EL CRITERIO DEL TRABAJO*” se recoge la información correspondiente a estas ampliaciones y se puede observar el comportamiento bursátil de las mismas. En la “*Ilustración 11 – Análisis según criterio del trabajo*” y en la “*Tabla 11 – Análisis según criterio del trabajo*” se puede apreciar el resultado comparado. Tal y como cabía esperar, el resultado medio de las operaciones realizadas según el criterio del presente trabajo es muy superior a los resultados obtenidos por los índices representativos o por la media general, corroborando así la conclusión final de este estudio.

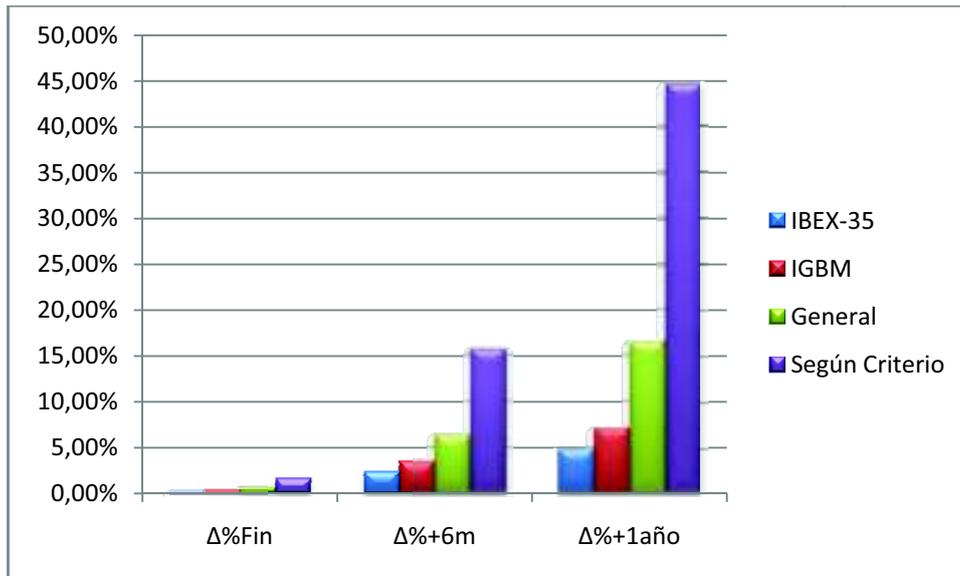


Ilustración 11 – Análisis según criterio del trabajo

	Δ%Fin	Δ%+6m	Δ%+1año
IBEX-35	0,19%	2,36%	4,78%
IGBM	0,29%	3,53%	7,18%
General	0,56%	6,39%	16,62%
Según Criterio	1,55%	15,80%	44,77%

Tabla 11 – Análisis según criterio del trabajo

4 TABLA DE CONTENIDOS

ILUSTRACIONES:

Ilustración 1 – Organización institucional de las Bolsas	26
Ilustración 2 – Vela de precios de una sesión	32
Ilustración 3 – Web de la Bolsa de Barcelona	44
Ilustración 4 – Finanzas en Yahoo! España	46
Ilustración 5 – Sociedad de Bolsas	47
Ilustración 6 – Resultado general e índices	52
Ilustración 7 – Análisis del ciclo bursátil	54
Ilustración 8 – Análisis sectorial	56
Ilustración 9 – Análisis según índice de pertenencia	58
Ilustración 10 – Análisis según la tipología	60
Ilustración 11 – Análisis según criterio del trabajo	64

TABLAS:

Tabla 1 – Comparativa de precios	34
Tabla 2 – Ejemplo de degradado	36
Tabla 3 – Ejemplo de solapamiento	39
Tabla 4 – Datos IGBM	51
Tabla 5 – Datos IBEX-35	51
Tabla 6 – Resultado general e índices	52
Tabla 7 – Análisis del ciclo bursátil	54
Tabla 8 – Análisis sectorial	56
Tabla 9 – Análisis según índice de pertenencia	58
Tabla 10 – Análisis según la tipología	60
Tabla 11 – Análisis según criterio del trabajo	64

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Histórico Ibex-35	30
Gráfico 2 – Periodos de la muestra	32
Gráfico 3 – Solapamiento de operaciones	37
Gráfico 4 – Suma del VTDS	42
Gráfico 5 – Banco Pastor	45
Gráfico 6 – Índice General de la Bolsa de Madrid	50

TABLAS-APÉNDICE:

Tabla-Apéndice 1 – DATOS GENERALES.....	67
Tabla-Apéndice 2 – ÚLTIMO CICLO ALCISTA.....	71
Tabla-Apéndice 3 – CICLO BAJISTA.....	73
Tabla-Apéndice 4 – PRIMER CICLO ALCISTA.....	74
Tabla-Apéndice 5 – SECTOR: 1. PETRÓLEO Y ENERGÍA.....	75
Tabla-Apéndice 6 – SECTOR: 2. MAT. BÁSICOS, INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN.....	75
Tabla-Apéndice 7 – SECTOR: 3. BIENES DE CONSUMO.....	76
Tabla-Apéndice 8 – SECTOR: 4. SERVICIOS DE CONSUMO.....	78
Tabla-Apéndice 9 – SECTOR: 5. SERVICIOS FINANCIEROS E INMOBILIARIOS.....	78
Tabla-Apéndice 10 – SECTOR: 6. TECNOLOGÍA Y TELECOMUNICACIONES.....	79
Tabla-Apéndice 11 – PERTENECIENTES AL IBEX-35.....	80
Tabla-Apéndice 12 – PERTENECIENTES AL IBEX MEDIUM CAP.....	81
Tabla-Apéndice 13 – PERTENECIENTES AL IBEX SMALL CAP.....	82
Tabla-Apéndice 14 – PERTENECIENTES AL IGBM.....	83
Tabla-Apéndice 15 – AMPLIACIONES DE CAPITAL LIBERADAS.....	84
Tabla-Apéndice 16 – AMPLIACIONES DE CAPITAL “A LA PAR”.....	87
Tabla-Apéndice 17 – AMPLIACIONES DE CAPITAL CON PRIMA DE EMISIÓN.....	87
Tabla-Apéndice 18 – SEGÚN EL CRITERIO DEL TRABAJO.....	89