
Nota tècnica: mercat de capitals, una forma de finançament empresarial

PID_00268662

Joan Gómez Munuera

Temps mínim de dedicació recomanat: 4 hores



Joan Gómez Munuera

Llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresariales per la Universitat de Barcelona, màster en Comerç exterior per l'EAE Business School de Barcelona i PDD per l'IESE Business School. Entre la seva experiència professional destaquen els càrrecs de soci director de l'àrea de Corporate Finance a Morison AC i de conseller independent de diverses empreses. Quant a l'experiència docent, és professor-consultor a la UOC en els programes de Direcció Financera, Finances Operatives i Estructurals, Finances Corporatives, Valoració d'Empreses, Control de Gestió, etc., a més d'MBA, EMBA i In Company.

L'encàrrec i la creació d'aquest recurs d'aprenentatge UOC han estat coordinats per la professora: Àngels Fitó

Primera edició: setembre de 2019
© Joan Gómez Munuera
Tots els drets reservats
© d'aquesta edició, FUOC, 2019
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Realització editorial: FUOC

Cap part d'aquesta publicació, incloent-hi el disseny general i la coberta, no pot ser copiada, reproduïda, emmagatzemada o transmesa de cap manera ni per cap mitjà, tant si és elèctric com mecànic, òptic, de gravació, de fotocòpia o per altres mètodes, sense l'autorització prèvia per escrit del titular dels drets.

Índex

Introducció.....	5
1. Avantatges de cotitzar en els mercats de capitals per part d'una empresa.....	7
1.1. Disposició de liquiditat per als accionistes	7
1.2. Ampliació i millora de les fonts de finançament	7
1.3. Reforç de la imatge i la marca de l'empresa	8
1.4. Valoració de l'empresa en el mercat	9
1.5. Adequació de l'estructura accionarial	9
1.6. Millora de la liquiditat de les accions que es negocien en borsa	10
1.7. Facilitat d'accés als mercats de capitals	10
1.8. Facilitat de realització d'operacions corporatives	10
1.9. Incentiu de directius i empleats perquè «estimulin la gestió»	11
1.10. Avantatges fiscals	11
2. Desavantatges per a una empresa que decideix cotitzar en borsa.....	12
2.1. Exigència de major informació i transparència en el mercat	12
2.2. Anàlisi diària de l'empresa i de la seva cotització	13
2.3. Majors costos	13
2.4. Formalització dels codis ètics de bon govern de l'empresa	13
2.5. Entrada d'accionistes no desitjats	14
3. Condicions i requisits que una empresa ha de complir per a sortir a borsa.....	15
3.1. Fases d'una oferta pública de venda	15
3.1.1. L'estructura de la nova propietat de l'empresa	16
3.1.2. Pla estratègic de l'empresa que surt al mercat de valors	16
3.1.3. Comunicació i imatge corporativa	16
3.1.4. Equip de direcció de l'empresa en la seva sortida a borsa	17
3.1.5. Preparació d'informes per als analistes	17
3.1.6. La signatura de l'acord de sortida a borsa	17
3.1.7. Anàlisi i selecció dels bancs coordinadors de la sortida a borsa	17
3.1.8. Establiment del capital flotant que cotitzarà en borsa ..	18
4. Disseny i publicitat de la sortida a borsa per part d'una empresa.....	19

4.1.	El fullet informatiu de la sortida a borsa	19
4.2.	Comunicació i aprovació per la Comissió Nacional del Mercat de Valors	20
4.3.	Pla de comunicació i màrqueting	21
4.4.	Com es fixa el preu de sortida de l'oferta pública de venda	22
5.	Valoració de l'empresa en la seva sortida a borsa.....	24
5.1.	Procés de valoració	24
5.2.	Millores per a incrementar la valoració de l'empresa	25
6.	Avantatges dels mercats alternatius MAB, AIM i	
	Alternext: finançament col·lectiu d'inversió.....	26
6.1.	Mercat alternatiu borsari	26
6.2.	Mercat alternatiu d'inversió	29
6.3.	NYSE Euronext i NYSE Alternext	30
6.4.	Mercat alternatiu de renda fixa	32
6.5.	Finançament col·lectiu d'inversió	36
	Resum.....	38
	Glossari.....	41
	Bibliografia.....	44

Introducció

El creixement i l'expansió són objectius fonamentals en qualsevol empresa.

El comitè de direcció de l'empresa, que ha d'encertar en l'enfocament estratègic d'aquest creixement, sol ser crucial a l'hora d'establir una estructura financera òptima que estigui alineada amb el pla estratègic de l'empresa.

Una de les decisions més importants que ha de prendre el director financer d'una companyia és dissenyar una **estructura financera òptima**. Per a això, cal tenir en compte que cada empresa és diferent i té una estructura de capital òptima diferent que depèn de la indústria i sector en què participa, la maduresa del mercat en què opera, la conjuntura econòmica, etc. Per tant, no hi ha una regla universal sobre quin és el coeficient d'endeutament òptim.

Però quin principi ha de seguir l'estructura de capital òptima per a una empresa? S'han plantejat tres opcions possibles:

- És l'estructura que **maximitza el valor de les accions**.
- És l'estructura que **maximitza el valor actual de l'empresa (valor de les accions més valor del deute)**.
- És l'estructura que **minimitza el cost mitjà de capital (WACC)** d'una empresa, és a dir, el cost mitjà del capital entesa la proporció de deute i fons propis amb els costos d'oportunitat respectius.

L'estructura financera

És la combinació de recursos financers de què disposa una empresa (recursos propis i endeutament a curt i llarg termini) per a poder finançar la seva estructura econòmica o actiu (actius corrents i no corrents).

Els objectius de la gestió financera de l'empresa són els següents:

- Maximitzar el rendiment de la inversió.
- Obtenir el *return on assets* (ROA) de la inversió total en actius.
- Obtenir el *return on equity* (ROE) de la inversió dels accionistes.
- Maximitzar el valor de l'empresa.
- Assegurar la liquiditat.

Per a una empresa que no és pública i no cotitza en borsa, les alternatives de finançament habituals són les següents:

- Autofinançament: té l'inconvenient que no sempre és suficient per als plans de creixement previstos.
- Endeutament: afegeix un risc addicional i pot ocasionar un desequilibri financer.

- Aportació privada de capital: no és fàcil trobar els inversors més adequats, i no s'aconsegueixen sempre els imports necessaris.

La borsa és un mitjà eficaç per a captar els recursos necessaris per a finançar el creixement desitjat perquè comporta:

- major independència financera
- l'enfortiment de l'estructura financera
- la disminució del risc financer
- l'augment de les possibilitats de finançament
- un millor aprofitament dels avantatges comparatius de les diferents alternatives de finançament existents a cada moment

1. Avantatges de cotitzar en els mercats de capitals per part d'una empresa

Els principals avantatges són les següents:

- Proporciona liquiditat als accionistes.
- Amplia i millora les fonts de finançament.
- Reforça la imatge i la marca de l'empresa.
- Valora l'empresa en el mercat.
- Adequa l'estructura accionarial.
- Millora la liquiditat de les accions que es negocien en borsa.
- Facilita l'accés als mercats de capitals.
- Facilita la realització d'operacions corporatives.
- Incentiva els directius i empleats perquè «estimulin la gestió».
- Proporciona avantatges fiscals.

1.1. Disposició de liquiditat per als accionistes

La decisió d'una empresa de sortir i cotitzar en borsa permet als actuals propietaris i accionistes de l'empresa convertir ràpidament en líquid el capital invertit en el negoci a un preu objectiu.

Hi ha quatre motius fonamentals pels quals els accionistes d'una societat inicien un procés de desinversió o venda d'accions:

- Obtenció de recursos líquids per a diversificar i afrontar noves inversions alternatives.
- Mitigació del risc patrimonial ampliant el nombre d'inversions.
- Afavoriment de la transformació de l'empresa (successió en empreses familiars).
- Conversió en líquids dels beneficis reinvertits i capitalitzats en les reserves del net patrimonial.

1.2. Ampliació i millora de les fonts de finançament

Els objectius fonamentals que tenen les empreses en el seu pla estratègic són:

- Acreixer la quota de mercat o *market share*.
- Expandir i internacionalitzar l'empresa per mitigar les crisis globals i sistèmiques que es produeixen en funció dels cicles econòmics.

Si l'empresa no cotitza en borsa, té tres alternatives en qualsevol procés d'inversió i creixement:

- L'autofinançament, és a dir, la reinversió dels beneficis nets obtinguts; no obstant això, aquests beneficis poden no ser suficients per a cobrir les necessitats financeres planificades de l'empresa.
- El finançament gràcies a les entitats de crèdit; no obstant això, cada vegada queden menys entitats de crèdit a causa dels processos d'integració o fusió, atès que el sector financer està en un procés de profunda transformació.
- Noves ampliacions de capital dels accionistes actuals o bé de nous, la qual cosa és moltes vegades complicada a causa del desconeixement de l'empresa i les seves característiques per part dels possibles nous accionistes. D'altra banda, si una empresa cotitza en borsa, obté una sèrie d'avantatges. El cost del finançament se sol reduir, ja que les empreses cotitzades se sotmeten a un major control per part dels agents reguladors que fa que el risc que presenten sigui menor que en empreses no cotitzades. L'empresa pot decidir, al seu torn, si amplia capital i col·loca les accions al mercat per a obtenir d'aquesta manera recursos amb els quals portar a terme les inversions. També pot accedir als mercats de capitals emetent renda fixa corporativa, que li permet aconseguir accessos de nous inversors a l'empresa, tant nacionals com internacionals.

Arribats en aquest punt, l'accés a la borsa de valors facilita a les empreses la millora de les seves estructures d'endeutament o palanquejament financer, de manera que permet:

- Optimitzar els costos financers.
- Obtenir una major liquiditat
- Consolidar i reestructurar el passiu del balanç de situació.
- Finançar nous projectes d'inversió, modernització, digitalització, expansió, internacionalització, R+D+I

1.3. Reforç de la imatge i la marca de l'empresa

Formar part del mercat de valors potencia la imatge de l'empresa des del punt de vista professional i, al mateix temps, facilita que en un futur es puguin fer:

- Operacions corporatives de col·laboració, com aliances d'empreses (JV), agrupacions d'interès econòmic (AIE) o unions temporals d'empreses (UTE).
- Operacions de fusions i adquisicions d'empreses (*mergers and acquisitions*, M&A).
- Un pla d'opcions d'accions (*stock options*) per als empleats.
- Atracció i retenció de talent professional, que incidirà en un increment de la productivitat i en l'eficiència de l'empresa i, per tant, de la seva rendibilitat.

1.4. Valoració de l'empresa en el mercat

Quan una empresa es converteix en cotitzada és sotmesa a la vigilància diària del mercat. La determinació del preu serà calculada amb l'oferta i la demanda del mateix mercat. Al seu torn, aquesta oferta i demanda és condicionada tant per la situació que viu actualment l'empresa com per les seves expectatives futures. Els analistes i inversors fan les seves estimacions de valoració objectives i, en funció d'aquestes valoracions, emeten ordres de compra i/o venda. Hi ha diversos mètodes de valoració d'empreses, però entre els més usats podem distingir el mètode de fluxs de caixa descomptats (amb els fluxs de caixa futurs s'estableix el preu actual de l'empresa) i la valoració per múltiples, que ens dona un preu mitjançant certs valors de la companyia (EBITDA, EBIT, vendes, valor comptable o del net patrimonial, etc.).

Les empreses que es tornen públiques en cotitzar en un mercat organitzat són més atractives i tendeixen a generar major valor per als seus accionistes pels motius següents:

- La millora constant de l'organització de l'empresa, amb un compromís de major transparència i informació a totes les parts interessades (*stakeholders*) a l'entorn de l'empresa (accionistes, inversors, clients, proveïdors i empleats).
- Major informació i transparència en els plans estratègics de l'empresa.
- La posició en el mercat de valors, que és una garantia de solvència, rigor, disciplina, transparència i prestigi.

1.5. Adequació de l'estructura accionarial

Totes les companyies experimenten, durant el seu cicle de vida, diferents situacions, moltes vegades molt diferents les unes de les altres. Segons el moment en què estigui la companyia, tant l'estil de direcció com la composició de l'accionariat canviarà de manera substancial perquè la situació ho requerirà. Un moment crucial es dona en les empreses familiars quan han d'enfrontar-se al moment de la successió o decideixen emprendre el camí cap a la professionalització (per diverses raons). Quan aquestes empreses decideixen reorientar-se i prendre noves formes i/o camins de negoci, el canvi estructural pel mercat borsari és una bona idea, ja que permetrà l'entrada d'inversors institucionals o minoristes, que donaran suport a aquesta nova gestió en el si de l'empresa. D'aquesta manera, en l'empresa familiar se solucionen molts problemes a l'hora de la successió, la qual sol crear disputes habitualment, sobretot si no tots els accionistes de l'empresa són els que hi treballen. D'altra banda, si es pretén dur a terme la professionalització de l'empresa, la sortida al mercat

borsari i el seu escrutini per part dels inversors i accionistes farà que la direcció de l'empresa tracti d'actuar de la millor manera possible i, per tant, caldrà contractar professionals del sector perquè la gestió sigui al més eficient possible.

1.6. Millora de la liquiditat de les accions que es negocien en borsa

Aquest punt és totalment diferent de l'1.1: ens referim a la liquiditat de les accions en circulació (*free float*).

Quan una empresa cotitza en els mercats de valors, les seves accions són objecte d'operacions diàries per inversors, fons d'inversió, inversors institucionals, fons de pensions, inversors minoristes, etc., els quals fan operacions de compravenda d'accions i altres productes cotitzats. Si una empresa cotitza en borsa, els diferents agents del mercat en compraran i/o vendran els títols (en funció de les expectatives que tinguin sobre el futur del títol), la qual cosa atorgarà liquiditat als títols de l'empresa i permetrà així que l'accionista que ho vulgui pugui desfer la seva posició en qualsevol moment. En canvi, quan es tracta d'una empresa no cotitzada, desfer-se de les accions o participacions és la majoria de les vegades una mica més complex i difícil, essencialment per la falta de liquiditat d'aquestes accions o participacions; així, qualsevol operació sobre el capital de l'empresa s'ha de fer de manera privada.

1.7. Facilitat d'accés als mercats de capitals

Quan una empresa cotitza en borsa, s'obre camí cap a un major nombre de possibilitats que ofereix el mercat borsari de renda variable i renda fixa, de les quals són excloses les companyies que no formen part d'un mercat públic organitzat.

L'empresa que ja cotitza pot tenir accés a noves fonts de finançament per als nous projectes d'inversió, i amb major facilitat pel coneixement previ que té el mercat de l'empresa emissora. Aquestes fonts de finançament poden ser:

- ampliacions de capital
- emissions de deute, bons i obligacions a llarg termini

1.8. Facilitat de realització d'operacions corporatives

A les empreses que cotitzen en borsa els és més fàcil fer operacions corporatives d'alt valor estratègic, és a dir, operacions d'M&A, ja que aquesta cotització permet valorar ràpidament les accions, la qual cosa afavoreix les operacions de bescanvi.

L'evidència empírica ens confirma que la major part de les empreses les accions de les quals entren a cotitzar al mercat de valors utilitza una part dels fons obtinguts per a finançar operacions d'M&A.

1.9. Incentiu de directius i empleats perquè «estimulin la gestió»

La sortida a borsa és sens dubte un repte per al comitè de direcció de l'empresa i els seus directius, ja que el fet que l'empresa cotitzi els exigirà molt més requisits, per la qual cosa hauran d'actuar amb més professionalitat, transparència, ètica i disciplina.

Normalment, a partir de la sortida a borsa d'una empresa, **l'equip directiu té una retribució variable per objectius basada en la rendibilitat de l'empresa**; la majoria de vegades aquesta retribució es concreta en accions, amb la qual cosa **l'equip directiu es concentrarà perquè el mercat premiï l'empresa amb una major cotització borsària de l'acció** i obtenir d'aquesta manera majors resultats personals.

Aquest tipus de compensació es pot estendre als empleats clau de l'organització per a aconseguir una major motivació i vinculació amb el projecte d'empresa; d'aquesta manera, s'aconsegueix un major valor per a totes les parts interessades de l'empresa (accionistes, proveïdors, clients i empleats).

Finalment, **una empresa que cotitza en borsa és molt més atractiva per al nou talent**, ja que sempre atorga més visibilitat als directius i la remuneració sol ser més competitiva.

1.10. Avantatges fiscals

Malgrat que la matèria fiscal és molt àmplia i cada cas concret difereix de la resta, la inversió en accions cotitzades té en general incentius fiscals enfront de la inversió en accions no cotitzades. Cal esmentar alguns avantatges, com el temps d'espera per a evitar la norma d'antiaplicació de pèrdues, que en el cas d'accions cotitzades en un mercat regulat de la Unió Europea és de dos mesos i en el cas d'accions no cotitzades és d'un any. D'aquesta manera, les empreses cotitzades podran compensar les pèrdues abans.

2. Desavantatges per a una empresa que decideix cotitzar en borsa

Hi ha un conjunt de desavantatges a considerar quan es cotitza en un mercat consolidat. Aquests desavantatges són els següents:

- exigència de major informació i transparència en el mercat
- anàlisi diària de l'empresa i de la seva cotització
- majors costos
- formalització dels codis ètics de bon govern de l'empresa
- entrada d'accionistes no desitjats

2.1. Exigència de major informació i transparència en el mercat

Els requeriments sobre la informació econòmica i financera a desglossar, i la periodicitat amb què s'ha d'aportar, són molt més exigents per a empreses cotitzades. Això comporta evidentment un augment dels costos administratius per a l'empresa i, en alguns casos, la pèrdua d'opacitat, sobretot en el cas de les empreses familiars.

La informació que les empreses han d'aportar es pot dividir en dos blocs:

1) Informació periòdica en el mercat:

a) **Comptes anuals individuals i consolidats**, a subministrar en els sis primers mesos al tancament de l'exercici.

b) **Estats financers individuals i consolidats** semestralment, a subministrar en el termini de seixanta dies després de cada semestre.

c) **Avanç de resultats i informe de fets rellevants** trimestrals, a subministrar en els trenta dies següents al final de cada trimestre.

2) Informació no periòdica en el mercat:

a) **Anunci de tota la informació rellevant que pugui afectar de manera sensible la cotització del valor**, com per exemple:

- pagament de dividends (*pay out*)
- augment o reducció del valor nominal
- admissió en borses estrangeres
- convocatòries de juntes generals d'accionistes

- participacions financeres en altres empreses
- acords de fusió, dissolució, escissió
- concurs de creditors o declaració de fallida

b) Fullets informatius d'ampliacions de capital, emissions de deute (bons i obligacions a llarg termini), etc.

Adicionalment, **hi ha informació que les empreses cotitzades ofereixen de manera voluntària als seus inversors**, ja que és un mitjà efectiu per a **continuar mantenint la seva credibilitat i confiança en l'empresa emissora**.

Aquesta comunicació la fan els **departaments de relacions amb els inversors i/o oficines d'atenció a l'inversor**, emetent informes periòdics, presentacions a analistes i/o comunicacions en mitjans d'informació especialitzada.

2.2. Anàlisi diària de l'empresa i de la seva cotització

Una vegada que l'empresa es converteix en cotitzada, s'exposa a un escrutini diari per part del públic. Els inversors analitzaran diàriament l'evolució i el comportament operatiu de l'empresa. A més, com que el mercat tendeix a jutjar més a curt termini, les operacions, inversions o reestructuracions previstes per la companyia han d'oferir resultats positius en el curt termini perquè siguin acceptades i valorades pel mercat més fàcilment.

2.3. Majors costos

El fet de dur a terme una sortida a borsa comporta una sèrie de costos addicionals als implícits en el procés (despeses derivades de les comissions de direcció dels bancs, d'assegurament i col·locació, de publicitat i d'admissió, principalment).

Aquestes despeses poden ser **la creació d'un departament de relacions amb els inversors** o, com hem dit anteriorment, **els costos administratius derivats de la necessitat de complir les exigències addicionals de divulgació de la informació**.

2.4. Formalització dels codis ètics de bon govern de l'empresa

En els últims anys s'han produït escàndols financers com els d'Enron (2001), World-Com (2002) o Parmalat (2003). Posteriorment, hem tingut casos com els de Pescanova (2013), Abengoa (2015) i Banc Popular (2018), que han posat en dubte les pràctiques comptables i financeres de les empreses i provocat una pèrdua de confiança en la informació subministrada per les empreses cotitzades en els mercats de valors.

Amb les pràctiques de bon govern, les empreses pretenen recuperar o garantir la confiança del mercat. Aquesta preocupació pel bon govern de les empreses i la defensa dels interessos de les parts interessades ha comportat la necessitat que les empreses publiquin informes de govern corporatiu i que els governs de diferents països promulguin els denominats codis de bon govern.

2.5. Entrada d'accionistes no desitjats

Una empresa cotitzada és susceptible de ser objecte d'una oferta pública d'adquisició (OPA) no desitjada. En aquest sentit, hi ha certa protecció, ja que qualsevol compra o venda igual o superior al 5% ha de ser comunicada a la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) i fer-se pública.

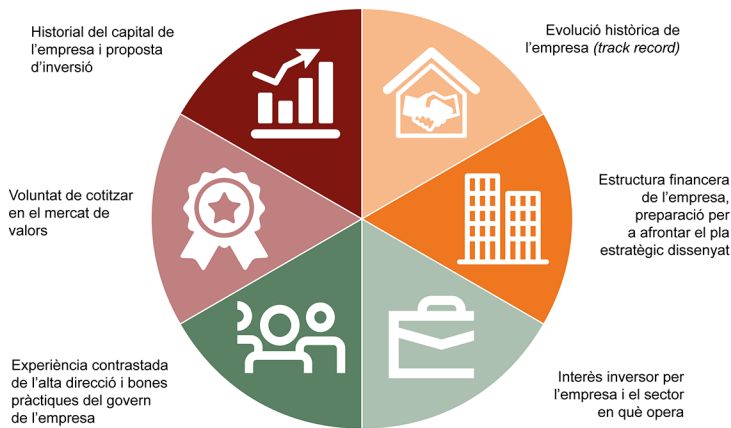
Oferta pública d'adquisició

Té lloc quan una persona pretén adquirir accions o altres valors d'una societat que puguin donar dret a subscripció o adquisició d'aquestes accions. Se sol fer per obtenir una participació significativa en el capital amb dret a vot en la societat.

Imatge 1. Avantatges d'una empresa en cotitzar en borsa

<p>Obtenir fons per a finançar el creixement</p>  <p>Sortir al mercat de valors permet que l'empresa obtingui nous fons per a finançar el seu pla estratègic i el seu pla d'inversions</p>	<p>Millora de la visibilitat i la reputació en el mercat</p>  <p>Millor visibilitat i reputació de l'empresa, tant en l'àmbit nacional com en l'internacional</p>	<p>Facilitar noves operacions corporatives M&A</p>  <p>Las empresas que cotizan en bolsa tienen más visibilidad y por tanto pueden acceder en mejores condiciones a las operaciones de compra/venta de empresas</p>
<p>És un atractiu per a atreure directius i empleats qualificats i retenir talent</p>  <p>Més visibilitat per a atreure i retenir nous talents, tant directius com empleats clau, la qual cosa es traduirà en una major vinculació i compromís amb el futur de l'empresa</p>	<p>Noves possibilitats de continuar aconseguint més fons</p>  <p>Noves ampliacions de capital i emissions de deute (bons i obligacions a llarg termini)</p>	<p>Obtenir liquiditat per als accionistes actuals</p>  <p>Una oferta pública de venda d'accions permet als accionistes actuals obtenir liquiditat en el mercat</p>

Imatge 2. Agents condicionants de la sortida a borsa d'una empresa



3. Condicions i requisits que una empresa ha de complir per a sortir a borsa

A Espanya hi ha bàsicament quatre alternatives d'accés a la borsa per part de les empreses:

1) **Introducció directa.** Amb aquest mètode, se sol·licita l'admissió a cotització de les accions existents i la propietat del capital no canvia de mans.

2) **Oferta pública inicial.** Es pot fer de dues maneres:

- **Oferta pública de venda (OPV).** És la via més adequada per a les empreses que tenen autocartera o quan els accionistes existents volen vendre una part o la totalitat de les seves accions. Les OPV de valors són operacions de mercat primari que consisteixen a oferir al públic una part o la totalitat del capital social d'una empresa.
- **Oferta pública de subscripció d'accions (OPS) noves procedents d'una ampliació de capital.** És la via principal si es pretén obtenir i canalitzar nous fons propis en l'empresa.

3) **Oferta privada.** Comporta la col·locació d'accions limitada a un determinat sector del públic inversor i pretén una major estabilitat de l'accionariat en evitar fortes oscil·lacions del preu de l'acció. Es tracta d'una col·locació a un preu determinat però fora del mercat de valors, i evita així unes variacions excessives del preu. Aquesta situació acostuma a produir-se quan es venen paquets importants d'accions entre inversors institucionals o professionals.

4) **Col·locació mixta.** És una combinació d'oferta pública inicial (OPI) i col·locació privada, i té els avantatges dels dos sistemes.

3.1. Fases d'una oferta pública de venda

En el procés d'una OPV es distingeixen quatre fases principals:

1) Anàlisi de la situació prèvia i preparació interna de l'empresa per a la seva sortida al mercat de valors.

Vegeu també

Parlarem de l'anàlisi i la preparació en els apartats 3.1.1, 3.1.2, 3.1.3, 3.1.4 i 3.1.5.

2) Adopció de l'acord de sortida a borsa.

Vegeu també

Parlarem de l'adopció de l'acord en l'apartat 3.1.6.

3) Selecció de les entitats coordinadores.

Vegeu també

Parlarem de la selecció de les entitats en l'apartat 3.1.7.

4) Execució de la sortida a borsa i establiment del capital flotant (*free float*).

Vegeu també

Parlarem de l'execució en l'apartat 3.1.8.

3.1.1. L'estructura de la nova propietat de l'empresa

Amb la sortida a borsa, la distribució de la propietat de l'empresa patirà un canvi important. L'entrada de nous accionistes externs a l'empresa pot provocar al seu torn un problema de cost d'agència entre els antics directius de l'empresa, que són propietaris majoritaris, i els nous inversors externs, que no seran directius i pot ser que busquin fer un canvi en diversos aspectes de l'empresa.

El *cost d'agència* són les «asimetries d'informació» entre els directius de l'empresa que també són accionistes i els accionistes o inversors externs que han entrat durant la sortida a borsa. És probable que els directius estiguin més ben informats sobre les perspectives de l'empresa que els accionistes o inversors externs, la qual cosa constitueix un motiu de preocupació per a aquests.

Una manera d'evitar aquest problema és oferint una major transparència en la informació a facilitar als nous accionistes per part dels directius de l'empresa que cotitza en borsa.

3.1.2. Pla estratègic de l'empresa que surt al mercat de valors

És necessari desenvolupar un pla estratègic per a la companyia a mitjà i llarg terminis amb la finalitat que els nous accionistes coneguin el pla estratègic de l'empresa en els propers anys. Cal tenir en compte que el mercat de valors també analitza l'empresa en el curt termini encara que aquest pla sigui a llarg termini; per tant, caldrà informar del pla d'inversions que es tradueixi en resultats en el curt termini perquè l'OPV tingui una bona acollida.

3.1.3. Comunicació i imatge corporativa

L'empresa ha de preparar un pla de comunicació i màrqueting que li atorgui una major visibilitat i notorietat, tant en la pròpia empresa com enfocada al mercat exterior.

3.1.4. Equip de direcció de l'empresa en la seva sortida a borsa

Mentre l'empresa no cotitza en borsa, la propietat del capital normalment està en mans d'un grup familiar i el comitè de direcció de l'empresa és format per membres de l'empresa familiar.

Quan l'empresa ha pres la decisió de cotitzar en un mercat de valors organitzat, és necessari reforçar l'actual equip de direcció amb nous professionals independents qualificats i, si pot ser, amb experiència en la seva relació amb el mercat de valors per a garantir el bon funcionament de l'empresa en el mercat en la nova etapa que comença.

3.1.5. Preparació d'informes per als analistes

És vital que el comitè de direcció de l'empresa elabori una sèrie d'informes que siguin clars, amb informació transparent i amb paràmetres econòmics i financers, per als analistes del mercat, dels fons d'inversió, dels bancs d'inversió, i sobretot per als bancs seleccionats que dirigiran i col·locaran una part del capital en borsa. Aquests informes serviran de presentació de l'empresa davant els diferents inversors i, en paral·lel, seran valorats per aquests professionals.

3.1.6. La signatura de l'acord de sortida a borsa

Una vegada que l'empresa està preparada internament per a col·locar una part del seu capital al mercat de valors, la decisió de cotitzar en borsa la pren de manera oficial el consell d'administració de l'empresa i/o la junta general d'accionistes.

3.1.7. Anàlisi i selecció dels bancs coordinadors de la sortida a borsa

Les entitats coordinadores coordinen l'oferta de l'OPV en tots els seus trams (quan parlem de trams, ens referim als percentatges que es destinen als inversors particulars o minoristes, als inversors institucionals o professionals del mercat, als empleats, als àmbits nacional i internacional, etc.), controlen l'estat i l'evolució de la demanda, fixen el preu definitiu de sortida a borsa d'acord amb l'empresa i fan, si s'escau, el prorratgeig entre els diferents trams. Així mateix, es responsabilitzen, juntament amb l'empresa, de la veracitat i integritat de la informació econòmica i financera continguda en el fullet informatiu.

És aconsellable contractar almenys dos bancs d'inversió, ja que la seva figura és decisiva i la competència entre ells sol ser bona per a l'empresa que surt a borsa.

Adicionalment a les entitats coordinadores globals, en una OPV intervenen també els bancs següents:

- **Bancs directors.** Són els que l'empresa emissora ha contractat per preparar la col·locació de les accions i l'organització de les operacions necessàries per a complir els objectius exposats per l'empresa que surt a borsa. Els bancs directors han de fer les actuacions i comprovacions oportunes per a cerciorar-se de la veracitat i integritat de les informacions contingudes en el fullet informatiu de l'emissió.
- **Bancs col·locadors.** Fan l'activitat d'oferir i promoure entre els inversors l'adquisició o subscripció de les accions de l'empresa emissora que surt a borsa.
- **Bancs que asseguren l'OPV.** Assumeixen, enfront de l'empresa emissora i/o els accionistes venedors, el compromís d'adquirir o subscriure les accions que no hagin estat col·locades als inversors durant el procés d'oferta.

I, finalment i no menys important, s'ha de **contractar un bufet d'advocats especialista en les sortides a borsa** amb la finalitat que l'OPV compleixi tots els requeriments legals en vigor.

3.1.8. Establiment del capital flotant que cotitzarà en borsa

El **capital flotant** es defineix com el capital de l'empresa que s'ofereix al mercat de valors i que serà objecte de cotització. Per tant, s'exclou del capital flotant el percentatge d'accions d'un inversor majoritari o grups de control.

Com més gran sigui el percentatge de capital flotant més liquiditat i menor volatilitat hi haurà en el preu de l'acció.

El **percentatge final de col·locació serà determinat, al seu torn, per les peticions que rebí l'empresa en els diferents trams de subscripció de l'OPV**, ja que si la demanda és bastant inferior a les previsions de l'empresa i dels bancs coordinadors, l'emissió a col·locar al mercat de valors serà a un preu menor de l'establert en la fase inicial i pot donar lloc a un fracàs en l'operació de sortida.

Imatge 3. Què busquen els inversors en una sortida a borsa

Dotze expectatives que analitzen els inversors		
Estratègia de creixement i <i>drivers</i> financers		
Creixement i visibilitat dels ingressos	Estructura financera del passiu del B&S	Marges, beneficis i flux de caixa. Com es generen?
Operacions i posicionament en el mercat		
Forta posició competitiva en el mercat	Tecnologia única o disruptiva	Creixement potencial de quota de mercat (nacional i internacional)
Relació amb les parts interessades		
Empresa de referència per a clients, proveïdors i accionistes	Alta direcció amb experiència contrastada	Aplicació de polítiques de bon govern de l'empresa
Historial del capital i de l'operació de sortida a borsa		
Optimització de l'estructura de capital que minimitzi el WACC	Transparència en els termes de sortida a borsa	Full de ruta del pla estratègic l'execució del qual sigui plausible

4. Disseny i publicitat de la sortida a borsa per part d'una empresa

Ara enumerarem els passos i requisits obligatoris des del punt de vista legal i que ha de tenir present el comitè de direcció de l'empresa per a assegurar l'èxit de la sortida a borsa.

4.1. El fullet informatiu de la sortida a borsa

El fullet informatiu ha de contenir informació tant de l'empresa emissor com dels valors que seran negociats en un mercat secundari regulat de la Unió Europea.

La informació que conté aquest fullet ha de ser suficient perquè:

«els inversors puguin fer una avaluació amb prou informació dels actius i passius, la situació econòmica i financera, l'estructura financera de l'empresa, la solvència a llarg termini i la liquiditat a curt termini, els marges i beneficis generats, a més de les perspectives de l'empresa que ha sortit a borsa i eventualment del banc que garanteix la col·locació i dels drets inherents a les accions de l'OPV».

Aquesta informació s'ha de presentar de manera que sigui fàcilment analitzable i comprensible.

El contingut del fullet s'estructura de la manera següent:

Contingut del fullet

- Capítol I: persones que assumeixen la responsabilitat del fullet.
- Capítol II: informació relativa al valor l'emissió del qual es registra.
- Capítol III: informació de caràcter general de la societat.
- Capítol IV: informació sobre l'activitat de la societat (en el qual s'inclou una descripció d'aquesta activitat, els riscos i les oportunitats del negoci, la quota de mercat i els competidors).
- Capítol V: informació economicofinancera de la societat.
- Capítol VI: representació, gestió i control de la societat.
- Capítol VII: evolució recent i perspectives de la societat.

Així mateix, s'ha de definir l'estructura i els percentatges del capital que s'amplia, dirigits als diferents trams de la col·locació (minoristes, institucionals, empleats, etc.), per a la qual cosa interessa aconseguir, en la mesura del possible, una operació equilibrada entre petits inversors i inversors institucionals o qualificats.

Quant a la **decisió de l'import de l'oferta, és a dir, del capital flotant** en borsa, **la pren l'empresa emissora amb l'assessorament dels bancs d'inversió coordinadors de l'OPV**. S'han de considerar aspectes com el fet que sigui una empresa de caràcter familiar o no, o el desig de conservar una majoria en el capital.

Diversos estudis sobre la borsa espanyola han demostrat que en les empreses familiars cotitzades se sol trobar un mínim del 50% de l'accionariat en mans del grup familiar encara després de la sortida a borsa de la companyia. En termes generals, es considera que la col·locació de menys del 30% del capital de l'empresa dificulta l'èxit de l'operació.

Un altre dels elements crítics de l'oferta a definir és l'opció de sobreadjudicació d'accions (*greenshoe*), que és una opció de venda de títols que l'empresa que surt al mercat de valors posa a disposició dels bancs d'inversió coordinadors en l'OPV per estabilitzar el preu de les accions quan hi ha una sobre demanda important. Comporta la possibilitat d'augmentar l'oferta inicial en un determinat percentatge d'accions (normalment entre el 10% i el 15%).

L'opció de sobreadjudicació d'accions té un termini de vigència que abraça els trenta primers dies de negociació de les accions després de la realització de l'OPV, és a dir, que l'opció de compra podrà ser executada en una única vegada qualsevol dia durant el primer mes i pel volum d'accions que considerin oportú els coordinadors globals, sense excedir el nombre acordat que compon l'opció. Si transcorren trenta dies i l'opció no ha estat executada, venç i les accions que la integren queden en poder de l'empresa emissora del capital flotant.

Quant al preu, en una OPV o OPS es fixa al llarg del període de subscripció. Es pot establir un preu màxim o una banda de preus. La banda pot ser vinculant (el preu definitiu ha d'estar dins de la banda) o no vinculant, i en aquest cas la banda de preus és solament orientativa, i es pot donar el cas que el preu definitiu surti fora de la banda.

4.2. Comunicació i aprovació per la Comissió Nacional del Mercat de Valors

Una vegada l'empresa ha elaborat el fullet i emplenat tots i cadascun dels punts, el resum i la nota sobre els valors, és necessari que aquest mateix fullet passi un procés d'aprovació per part de la CNMV.

Quan es presenta un fullet a la CNMV, aquesta **dona el seu vistiplau després de fer una anàlisi**, en la qual comprova que el fullet és escrit de manera clara i comprensible per als inversors, que la informació és veraç i coherent, i que és completat íntegrament.

Mentre el fullet no ha estat aprovat, l'empresa no podrà publicar-lo. **En un termini màxim de deu dies** la CNMV ha de comunicar a l'empresa sol·licitant l'admissió o no a negociació en el mercat de valors.

En cas que el fullet estigui incomplet, no es denega, sinó que la CNMV requereix a l'empresa la informació corresponent necessària per a completar-lo, i deixen de comptabilitzar-se els dies fins que la informació ha estat remesa.

Després de rebre l'aprovació del fullet per part de la CNMV, l'empresa ha de dur a terme el registre corresponent en el registre administratiu, i passa a ser de disposició pública tan aviat com sigui possible.

A aquest efecte, es considera que el fullet està disponible per al públic en general quan es publica en diaris, en format electrònic, amb còpies en les oficines de l'empresa o dels intermediaris, en el web del mercat en què s'entra a cotitzar o en la mateixa pàgina de la CNMV. Al seu torn, la CNMV ha de publicar els fullets de les empreses que hagin presentat un fullet en els dotze mesos anteriors, i normalment amb una redirecció a la pàgina web de l'empresa emissora. Per tant, **el fullet que aprovi la CNMV tindrà un període de validesa de dotze mesos des que és publicat**, sempre que estigui actualitzat degudament i subjecte a qualsevol modificació amb previ requeriment de la mateixa CNMV.

4.3. Pla de comunicació i màrqueting

El pla de màrqueting és vital per a l'èxit de la sortida a borsa, ja que una empresa que surt al mercat de valors mitjançant una OPV és com si llancés un nou producte financer per als potencials inversors. A més, com que és destinat a diferents tipus d'inversors, les accions de màrqueting dirigides a cadascun d'ells s'han de fer de manera individualitzada.

En el tram minorista s'utilitza sobretot la publicitat en mitjans generals o especialitzats. Són habituals els llançaments d'espots publicitaris o les comunicacions en premsa, i els documents més utilitzats són els tríptics explicatius de l'oferta i de l'*equity story* de l'empresa (arguments de venda que es remarcaran a partir de la història d'èxit de l'empresa i el seu potencial futur).

Quant al màrqueting dirigit als inversors institucionals, i considerant que la demanda dels inversors professionals o qualificats serà la que determinarà els preus de referència de la col·locació, la campanya serà completament di-

ferent. Es faran rodes de premsa i presentacions de l'empresa col·locadora de l'OPV (*road show*) amb els potencials inversors institucionals i els seus analistes per captar-ne l'atenció i recomanació d'acudir a l'OPV.

4.4. Com es fixa el preu de sortida de l'oferta pública de venda

Una vegada que s'ha calculat la banda de preus de la col·locació en borsa, s'estableix un límit inferior i un límit superior com a resultat de la comparació dels resultats obtinguts dels mètodes de valoració següents:

- mètode del preu basat en el valor comptable del net patrimonial
- mètode dels múltiples, sobre la PER (ràtio preu-benefici), EBITDA (*earnings before interest taxes depreciation and amortization*) i sobre les vendes
- mètode dels descomptes dels fluxs de caixa descomptats

El preu definitiu s'ha d'acordar conjuntament amb els bancs coordinadors una vegada finalitzat el període de *road show*, i abans de valorar com ha transcorregut durant les presentacions als diferents inversors institucionals i els seus analistes s'ha de fixar el preu definitiu de l'oferta de col·locació de l'OPV, que recollirà normalment un descompte d'una mitjana del 15% en els mercats de valors europeus amb la finalitat de compensar els accionistes i inversors que han decidit acudir i invertir en la col·locació de l'empresa emissora en borsa. D'aquesta manera, s'aconsegueix que els nous inversors tinguin la percepció que entren a un preu inferior del preu objectiu establert, amb la qual cosa ja generen una plusvàlua latent.

En general, podem afirmar que les empreses que surten a cotitzar amb un major PER mostren un pitjor comportament dels inversors.

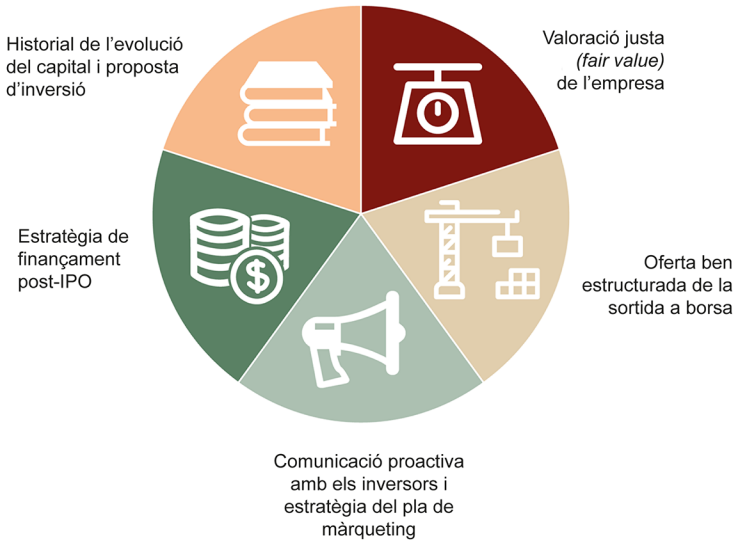
Així mateix, és difícil que una empresa pugui resistir una tendència de borsa a la baixa en la seva sortida. Dit això, **trobar el moment de mercat adequat és molt important.**

Algunes empreses retarden per diverses raons la data prevista de la seva sortida a borsa i, segons els experts, **és difícil avaluar si el retard significa un fracàs o una decisió presa a temps.** El cost més difícil de valorar és el **cost de pèrdua d'imatge** que pateix l'empresa emissora, encara que l'ajornament hagi estat a causa de la feblesa del mercat.

En cas que l'ajornament de la sortida a borsa es degui a una baixa demanda dels inversors en cadascun dels seus trams una vegada llançada la col·locació, o bé a problemes interns de la mateixa empresa emissora del capital flotant, la

recuperació posterior de la confiança dels inversors serà encara més difícil d'aconseguir. L'alternativa per a no parar i demorar la sortida seria rebaixar el preu de sortida fixat.

Imatge 4. Principals *drivers* per a tenir èxit en la sortida a borsa



5. Valoració de l'empresa en la seva sortida a borsa

Una vegada superada la crisi financera de l'any 2007, assistim a una reconversió del sistema financer. Per exemple, a Espanya es produeix una concentració d'entitats financeres, amb la qual cosa queden cada vegada menys bancs i, per tant, hi ha menor competència entre ells per a captar i atendre les necessitats financeres de les empreses, especialment les pimes.

El rescat del sistema financer espanyol i les noves normes de concessió de crèdit Basilea III han comportat que les condicions per a concedir crèdits i préstecs a les empreses s'hagin endurit pels criteris de solvència que s'exigeixen als bancs.

Les possibles alternatives que tenim actualment són accedir als mercats de capitals i a les plataformes de finançament alternatiu per les vies següents:

- accés al mercat alternatiu borsari (MAB)
- accés al mercat alternatiu de renda fixa (MARF)
- capital d'inversió (*private equity*) capital de risc
- finançament col·lectiu de préstec
- finançament col·lectiu

5.1. Procés de valoració

Per a finalitzar aquest apartat, presentem un quadre resum explicatiu del valor empresa, les seves rendibilitats i el retorn de la inversió.

Imatge 5. Valor d'empresa, rendibilitats i retorn de la inversió

1	2	3
Anàlisi en profunditat de la companyia objectiu (auditoria preventiva)	Anàlisi i/o projecció dels estats financers de la companyia objectiu i valoració	Càlcul de retorn de la inversió i de rendibilitats
Objectiu		
Fer una auditoria en profunditat dels principals aspectes tècnics, operatius, legals, laborals, fiscals, financers, etc. de la companyia i identificar possibles riscos	Obtenir uns estats financers (EF) projectats i fixar, amb l'aplicació de mètodes acceptats comunament, un valor del negoci (<i>enterprise value</i>) i/o de les accions (<i>equity value</i>) de l'objectiu	Mesurar, amb l'aplicació d'un mètode específic, el retorn i la rendibilitat de la inversió tenint en compte la inversió necessària i el retorn esperat
Conceptes a destacar		
Des d'una perspectiva operativa, financera, legal, fiscal o laboral, s'analitzen, entre d'altres: <ul style="list-style-type: none"> • els riscos i les contingències potencials • el compliment de la normativa aplicable • l'evolució històrica de la companyia • els efectes d'esdeveniments no recurrents • la normalització d'estats financers 	Sobre la base de la informació obtinguda durant el procés d'auditoria preventiva: <ul style="list-style-type: none"> • anàlisi dels EF de l'objectiu • projecció dels EF de l'objectiu • valoració de l'objectiu <ul style="list-style-type: none"> – aplicació de mètodes de valoració – càlcul de les taxes de descompte 	Sobre la base de les anàlisis fetes amb anterioritat, es fan anàlisis del retorn de la inversió i de les rendibilitats: <ul style="list-style-type: none"> • valor actual net (VAN) • TIR <ul style="list-style-type: none"> – TIR projecte – TIR accionista • termini de recuperació
Durant aquesta fase s'identifiquen ajustaments potencials que cal fer sobre els estats financers de la companyia objectiu o sobre el preu final	S'obté un valor de la companyia objectiu que servirà, entre d'altres, per a establir el límit de preu que es pot pagar o cobrar per a satisfer les diverses fonts de finançament (<i>deute/equity</i>)	Es fa una avaluació del retorn de la inversió i de la seva rendibilitat. <u>Atenció: Diversos perfils d'inversor o fonts de finançament exigeixen retorns i rendibilitats diferents</u>

Vegeu també

Consulteu l'NT del mòdul *Fusions i adquisicions, operacions d'M&A*.

5.2. Millores per a incrementar la valoració de l'empresa

Alguns dels principals aspectes financers perquè la col·locació en borsa de l'empresa tingui èxit entre els inversors majoristes i minoristes són:

- Bons nivells de **marges de contribució** i un EBITDA en creixement.
- **Projectes d'inversió** ja realitzats o bé absència de grans inversions en capacitat, com nova maquinària o trasllats de fàbrica.
- **Poca volatilitat** en els marges bruts o marges de contribució (*gross margins*).
- **Rendibilitats** financeres i econòmiques elevades, i sempre amb nivells en què el ROE és major que el ROA, palanquejament financer positiu.
- Bon **dossier de clients** (poca morositat), sense elevada concentració, amb clients multinacionals en una part del fons de comerç, amb contractes comercials, etc.
- Gestió del negoci amb **pràctiques totalment legals**, que segueixen el compliment normatiu.
- **Auditoria dels comptes** anuals sense excepcions.
- Capacitat d'assumir un major nivell de **palanquejament financer (o endeutament)**.
- **Palanquejament operatiu** no excessivament alt (variabilitat de l'estructura de costos).
- Gestió òptima del **circulant operatiu**, és a dir, dels períodes de maduració econòmica i financera i de les necessitats operatives de finançament (NOF).
- Gestió eficient del **fons de maniobra**, recursos permanents majors que l'ANC.
- Major nivell de **recurrència i previsibilitat** en la xifra d'ingressos i dels diferents marges i beneficis de l'empresa (EBITDA, BAIT, BAT, BN).

6. Avantatges dels mercats alternatius MAB, AIM i Alternext: finançament col·lectiu d'inversió

6.1. Mercat alternatiu borsari

Aquest mercat neix l'any 2009 amb la característica de ser un mercat de renda variable no oficial, enfocat especialment a les pimes. El MAB facilita a aquestes empreses un accés senzill i eficient al mercat de valors.

És una plataforma dissenyada perquè les pimes i mitjanes empreses amb projectes d'expansió puguin beneficiar-se dels avantatges del mercat: finançament, visibilitat, liquiditat, valoració, etc.

Una altra de les seves característiques és que **permet a les empreses internacionalitzar-se** gràcies a la seva plataforma. També és rellevant que aquestes empreses poden fer diverses activitats amb la sortida borsària de les accions, com l'intercanvi d'aquestes accions amb una altra companyia per a tenir-hi així una participació o, a l'hora de fusionar-se amb una altra empresa, usar aquestes accions com a pagament en espècie en comptes d'utilitzar efectiu.

El MAB s'organitza amb el sistema multilateral de negociació (SMN) i va dirigit a tot tipus d'inversors, tant petits estalviadors particulars com empreses. Aquest mercat va ser creat pel conjunt de borses espanyoles (BME). La regulació és duta a terme per la CNMV.

Arribats en aquest punt, l'horitzó temporal per a invertir en aquest tipus d'empreses no ha de ser inferior a dos o tres anys. El MAB és adequat per a l'inversor que pretén una rendibilitat similar al capital de risc i està disposat a assumir risc de liquiditat.

Entre els requisits que han de complir les empreses per a cotitzar en aquest mercat hi ha que han de ser societats anònimes i complir les característiques següents:

- **Tenir els comptes auditats dels últims tres anys** d'acord amb la normativa local o amb normes internacionals d'informació financera (NIIF).
- **Tenir en mans d'accionistes minoritaris una part del seu capital** el valor estimat del qual superi dos milions d'euros.

- **No tenir com a requisit beneficis en els últims tres anys, com en el mercat continu espanyol.**

Empreses que conformen el mercat alternatiu borsari

Aquestes empreses es classifiquen segons onze sectors definits, que són:

- comerç
- cartera i societat de cartera
- electrònica i programari
- energies renovables
- enginyeria i altres
- mitjans de comunicació i publicitat
- mineria, metal·lúrgia i transformació
- oci, turisme i hostaleria
- productes farmacèutics i biotecnologia
- telecomunicacions i altres
- transport i distribució

El percentatge d'empreses és el següent, entre les quals predominen els sectors tecnològics:

- Productes farmacèutics i biotecnologia: 22,2%
- Electrònica i programari: 20,6%,
- Enginyeria i altres: 16%
- Energies renovables: 13,7%

A més de les empreses en expansió, en el MAB cotitzen:

1) **59 societats anònimes cotitzades d'inversió en mercat immobiliari (SOCIMI).** El seu objecte social és adquirir i promocionar actius immobiliaris de naturalesa urbana per al seu lloguer, sigui quin sigui l'ús. Es caracteritzen per oferir un règim fiscal molt avantatjós a canvi d'exigir el repartiment via dividend de gairebé la totalitat de les rendes generades. A més, les seves accions han de ser admeses a negociació en un mercat regulat (borsa), **amb una capitalització propera a 8.000 milions d'euros.**

Exemples de socimis

Testa Residencial, General Galerías Comerciales, Albirana, Castellana Properties, etc.

2) **2.746 societats d'inversió mobiliària de capital variable (SIMCAV) amb forma de societat anònima.** S'entén per SIMCAV el que estableixin els estatuts. Igual que els fons d'inversió mobiliària, inverteixen la major part del seu patrimoni en valors mobiliaris com accions, deute públic, obligacions, etc.

Exemples de SIMCAV

Quantica XXII Sicav, Privaclar Sicav, Azvalor Value Selection Sicav, Lierde Sicav, Lluç Valor Sicav, Torrenova de Inversiones Sicav o CAT Patrimonis Sicav.

3) **1 entitat de capital risc (ECR).** Les ECR porten a terme preses de participació minoritàries però significatives en el capital d'empreses que consideren atractives pel seu potencial de creixement, amb un escenari temporal i amb l'ànim de potenciar la seva gestió, i per tant el seu valor, per a desinvertir posteriorment en aquesta participació i obtenir el retorn a la seva inversió, **amb uns 300 milions de capitalització.**

Exemple d'ECR

BBVA Capital Privado F.C.R.

4) **13 societats d'inversió lliure (SIL)** . Les SIL tenen una àmplia flexibilitat inversora i es destinen a inversors que necessiten menys protecció per la seva major experiència o formació financera. Aquests fons no estan sotmesos als

Exemples de SIL

Arín Inversiones Financieras SIL, Belona Inversiones Financieras SIL o Equilibria Investments SIL.

límits d'inversió i concentració de caràcter general, de manera que poden invertir en qualsevol tipus d'actius i instruments financers derivats i endeutar-se (palanquejar) fins a cinc vegades el seu patrimoni.

Els **requisits per a formar part d'aquest mercat** es poden resumir en els següents:

- En la **fase de decisió**, designar l'assessor registrat. Es tracta d'un professional especialitzat que valora la idoneïtat de les empreses per a incorporar-se al MAB i, una vegada s'han incorporat, les assisteix i acompanya durant tot el temps que romanen operatives en aquest mercat. Tota empresa ha de tenir assignat un assessor registrat en tot moment.
- Pel que fa a la **sol·licitud d'incorporació**, cal que l'empresa lliuri la documentació necessària en què certifiqui el compliment dels requisits del MAB. Aquest mercat també exigeix presentar un fullet informatiu o un document informatiu d'incorporació, el contingut del qual ha de tenir informació de la companyia descrita amb detalls i del seu negoci i perspectives.
- En la **tramitació**, la sol·licitud enviada per l'empresa passarà a ser avaluada i es donarà una resposta sobre la seva incorporació o rebuig.
- En la **incorporació**, si la sol·licitud és aprovada, es publicarà en el *Butlletí de Cotització* amb el codi SIBE corresponent i la inclusió en el Registre d'Anotació en Compte.

Podem destacar algunes dades importants quant al nombre d'empreses que formen aquest mercat i la seva capitalització:

- El nombre d'empreses que el formen són quaranta-una, les quals s'han anat incorporant des de la creació fins a l'any 2013.
- La capitalització de les empreses que el formen s'acosta a 1.056 milions d'euros a la fi de l'any 2017 (excloses les SOCIMI, SICAV, societats de capital de risc i SIL).
- L'any 2017 les empreses que cotitzen en el MAB van aconseguir nous fons per més de 903 milions d'euros en trenta-una ampliacions de capital.
- Des de l'any 2013 el seu gran competidor és el MARF, i a causa de la seva creació han disminuït les incorporacions a aquest mercat en l'últim any.

Les empreses que sol·liciten la seva incorporació al MAB han d'assumir un nivell de transparència i comunicació amb el mercat, nivell que implicarà un canvi profund en la mentalitat dels accionistes de referència, en els òrgans de govern i les seves formes d'actuació, per diferents mecanismes. No es tracta solament de complir les normes establertes, sinó també d'actuar pensant sempre en els nous accionistes que ara acompanyaran l'empresa en el seu pla estratègic de creixement i que mereixen ser atesos de manera adequada i professional per a mantenir el nivell de confiança que han posat en l'empresa:

- Cada semestre remetran els estats financers no auditats, i si s'escau, les previsions del pressupost anual i el grau de compliment.
- Anualment, remetran els estats financers auditats.

Addicionalment, la companyia ha de comunicar immediatament els fets rellevants que es produeixen, és a dir, les circumstàncies o esdeveniments que poden afectar el preu de la companyia (avís de revisió de resultats, *profit warning*). En aquest punt, és molt important la labor d'orientació i la sensibilitat que aportarà l'assessor registrat, que ajudarà l'empresa a distingir quins fets s'han de considerar rellevants i quan comunicar-los.

Totes les informacions exigibles a la companyia, al marge de les obligacions que estableix la legislació general, s'han de remetre al MAB amb prèvia revisió per l'assessor registrat i publicar a la pàgina web de l'empresa per a la seva millor difusió i transparència. També el MAB les difondrà per la seva pàgina a internet.

6.2. Mercat alternatiu d'inversió

L'AIM és el mercat alternatiu borsari que ha tingut més èxit a escala mundial en termes de volum i empreses cotitzades. Aquest mercat de valors va néixer l'any 1995 en el London Stock Exchange amb l'objectiu de convertir-se en el mercat adequat per a les empreses de petita capitalització (*small caps*), pertanyents a qualsevol sector i de qualsevol part del món, en fase d'expansió, una gran part de les quals està relacionada amb la innovació. Durant aquests més de vint-i-cinc anys d'existència ha facilitat finançament a més de 3.800 pimes per un import superior a 108.000 milions de lliures esterlines.

Entre les característiques que han catapultat el seu èxit en els últims anys, destaquen l'autonomia i la flexibilitat en els seus requeriments i obligacions. Per exemple, per a entrar a cotitzar en l'AIM no es requereix cap capital mínim (recordem que en el cas del MAB el capital mínim exigít és de 2 milions d'euros).

Una de les similituds entre el MAB i l'AIM és **la figura de l'assessor registrat, conegut com a *nominated advisor* o *NOMAD***. Compleix la funció d'assessorar l'empresa durant tot el procés de sortida a borsa.

D'altra banda, cal destacar la **figura del *broker***, la funció del qual és **facilitar la liquiditat dels valors** i que té un paper molt més rellevant que en el MAB, ja que també pot actuar com a assessor registrat.

Finalment, l'AIM té una altra figura singular, que és coneguda com a **especialista de mercat (*market specialist*)**, que **inclou intermediaris que poden participar en el procés de sortida al mercat i cotització**. Entre aquests intermediaris hi ha advocats, comptables o relacions públiques, la missió dels quals és donar suport i assessorament a les empreses.

Respecte a la flexibilitat que ofereix aquest mercat, és remarcable la **no exigència d'antiguitat mínima de les empreses a l'hora de cotitzar** i la **no existència de restriccions a la transmissibilitat d'accions**. Aquests dos factors ajuden una empresa a prendre la decisió de començar a cotitzar en l'AIM.

Finalment, un altre dels aspectes destacables de l'AIM és la fiscalitat. L'AIM ofereix **unes condicions fiscals favorables tant per als inversors com per a les companyies**. Si a tot això sumem la cultura financera existent a Londres, una de les places financeres més importants del món, l'èxit obtingut és més que comprensible.

La City londinenca

És la plaça financera més important d'Europa. Ofereix àmplies facilitats per a desenvolupar projectes d'inversió i per a captar i atreure inversors.

6.3. NYSE Euronext i NYSE Alternext

El NYSE Euronext (corporació americana-europea amb finalitats de lucre) es creà l'any 2007, i avui dia és **la major borsa europea**. Està formada per les borses de París, Amsterdam, Brussel·les, Lisboa i Porto, i també pel LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange).

El NYSE Euronext és actualment **la principal plaça financera mundial** i actua en les borses següents: Brussel·les, París, Amsterdam, Lisboa, Londres, Chicago, Nova York i San Francisco.

El NYSE Alternext és un mercat alternatiu **dirigit a les pimes**. Els ofereix menys obligacions, les fa més atractives per als inversors i els dona oportunitats de finançament. **No és un mercat regulat, i el sistema emprat és l'MTS (*multilateral trading facility*)**, ja que és operat amb el nom del propi mercat pels operadors de mercat de Brussel·les, Amsterdam, Lisboa i París. **Per a poder cotitzar en aquest mercat, és necessari triar un patrocinador llistat (*listing sponsor*)** que les ajudi durant el procés d'admissió i les guiï al llarg del temps que estiguin cotitzant a Alternext.

Gairebé totes les seves característiques són molt similars a les del NYSE Euronext; per exemple, la plataforma de negociació és la mateixa, és a dir, se centra en la millora de liquiditat.

Hi ha la figura del proveïdor de liquiditat, dirigit a les empreses petites, per a assegurar als inversors suficient liquiditat. Com ja hem esmentat anteriorment, les empreses que cotitzen en aquest mercat es veuen beneficiades clarament d'un mercat amb requisits menys estrictes i formes de funcionament innovadores, de manera que es garanteix la transparència als inversors.

Aquest mercat també ofereix «una sortida de capital privat i capital de risc per als inversors».

A l'hora de voler formar part d'aquest mercat alternatiu, cal seguir una sèrie de passos similars als dels mercats ja regulats, encara que aquests passos són moltes vegades més simples i reduïts perquè els qui en volen formar part són pimes.

Hi ha tres maneres de formar part del NYSE Alternext:

- **Amb una oferta pública.** És la manera més normal de fer una sortida a borsa, augmentant el capital en el moment de l'oferta de títols i publicant el necessari fullet informatiu. En aquest tipus de sortida poden participar tot tipus d'inversors.
- **Amb una col·locació privada.** Es tracta de col·locar accions per una quantitat de 2,5 milions d'euros com a mínim l'any abans d'haver enviat la sol·licitud d'admissió. Aquest tipus de sortida va dirigit als inversors institucionals i als qualificats.
- **Amb un llistat directe o cotització directa.** És l'admissió a cotització d'emissors ja admesos anteriorment en un mercat regulat sense que hagin obtingut capital.

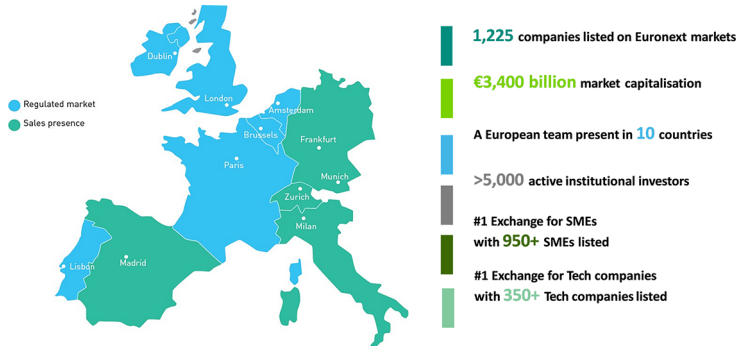
Quant a la figura del patrocinador llistat, s'encarrega de revisar si l'empresa compleix tots els criteris abans de publicar qualsevol notícia o anunci. Això ho fa juntament amb l'empresa i els seus auditors, i també amb els seus assessors legals. Aquesta figura sol recaure en un banc d'inversió.

Aquest mercat alternatiu ja ha finançat cent-vuitanta-quatre companyies cotitzades amb una capitalització de 8.325 milions d'euros al llarg dels quinze anys de vida (dades proporcionades per la pàgina oficial d'Alternext).

Imatge 6. Els països i les borses que conformen Euronext

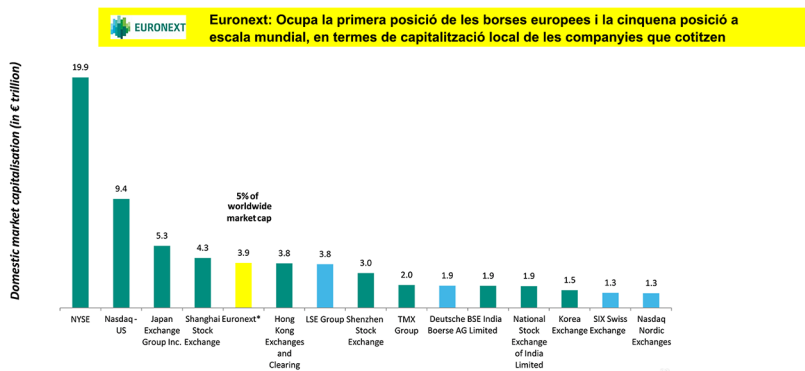
LA IMPORTÀNCIA DE SELECCIONAR EL MERCAT ADEQUAT PER A SORTIR A BORSA

EURONEXT = THE LEADING PAN-EUROPEAN STOCK EXCHANGE IN EUROPE



Imatge 7. Euronext a Europa i el món per capitalització

EURONEXT → 1 STOCK EXCHANGE IN EUROPE AND →5 WORLDWIDE



6.4. Mercat alternatiu de renda fixa

El MARF neix a l'octubre del 2013 com una preocupació del Govern per a pal·liar la sequera creditícia de la banca, denominada també *crunch* financer, arran de la crisi financera mundial de l'any 2007. Per tant, està relacionat amb la falta de finançament a les empreses i amb una imposició de Brussel·les recollida en el Memoràndum d'Entesa (MoU) entorn del rescat bancari d'Espanya l'any 2012, en el qual es manifestava que s'havia d'ajudar les empreses espanyoles a buscar nous canals de finançament.

Aquest nou mercat alternatiu té l'objectiu que les pimes i les mitjanes empreses puguin emetre deute i evitin la dependència del finançament bancari, donada la rigidesa de les noves condicions imposades pel Banc Central Europeu al sistema financer, segons Basilea II i III.

Les empreses que vulguin emetre en el MARF hauran de **ser solvents i tenir un compte de pèrdues i guanys que presenti uns bons marges i beneficis**.

Encara que el MARF és per a pimes, inicialment ha estat un canal de finançament per a les mitjanes empreses.

La **tipologia d'empreses que emeten deute en el MARF** ha de reunir almenys els requisits següents:

- Ser una empresa mitjana o gran.
- Tenir un EBITDA superior a 10 milions d'euros.
- Tenir unes xifres de vendes superiors a 50 milions d'euros.
- Tenir un creixement sostingut en els últims anys.
- Tenir un *rating* igual o superior a BB.
- Tenir una ràtio de cobertura del deute o EBITDA inferior a 4x si pot ser.

Una de les claus del MARF és la **confiança dels inversors en matèria de transparència i informació sobre la solvència de l'empresa emissora**. Quant a la transparència, els requisits són molt similars als dels mercats secundaris oficials en exigir-se que l'empresa emissora pugui presentar:

- estats financers i comptes anuals auditats
- informes trimestrals
- publicació de fets rellevants

En canvi, el **fullet** (document regulat necessari per a fer les emissions en mercats secundaris oficials) **serà substituït per un document informatiu**, més simplificat i amb un format estandarditzat establert pel mercat i aprovat per la CNMV.

Les **qualificacions de *rating* més baixes** (les que les agències de *rating* com Moody's, Standard & Poor's i Fitch han qualificat prèviament com a emissions especulatives amb grans incerteses) s'atorguen a les **emissions de major risc**, és a dir, les efectuades per emissors als quals s'imputa major risc d'impagament (*default*). Se solen denominar **bons d'alta rendibilitat (*high yield*) els emesos per emissors de baixa qualificació**.

La importància d'aquestes qualificacions és que **com més risc més elevat és el tipus d'interès amb què obliguen l'emissor a efectuar les seves emissions**, és a dir, més remuneració per a l'inversor.

Aquests bons se solen mesurar **en termes de referència amb els bons del deute públic**, de manera que la diferència respecte de la rendibilitat dels bons sobirans es diu prima de risc de qualitat i fluctua en funció de la percepció que tinguin els inversors sobre el risc de les emissions.

Per aquest motiu, en èpoques de crisi o d'incerteses **els inversors acudeixin en major mesura als bons públics, la qual cosa se sol denominar, en l'argot financer, *flight to quality*, 'fugida cap a la qualitat o cap a un menor risc'**.

Les agències de *rating* especialitzades de més notorietat són **Moody's, Standard & Poor's i Fitch**. El seu sistema de classificació és alfabètic, amb afegits numèrics:

- La màxima qualificació d'un bo per a Moody's és Aaa i per a Standard & Poor's (S&P) és AAA.
- Les qualificacions CCC o Caa consideren l'emissió com a molt especulativa, amb risc greu i grans incerteses.
- CC és la qualificació quan s'ha interromput el pagament del cupó per part de l'emissor.
- DD és la qualificació quan l'emissor ha impagat diversos cupons.

En el MARF hi ha dos tipus d'emissions, pagarés i bons, segons que les necessitats de finançament són més a curt termini (pagarés) o bé s'opta per emissions de deute a llarg termini (bons). Això permet a l'emissor obtenir economies d'escala si decideix emetre diferents instruments, i a l'inversor trobar l'instrument que s'adequa més als seus objectius de «rendibilitat-risc».

A més, l'import de les emissions oscil·la entre 20 i 25 milions d'euros, encara que no es descarta que puguin produir-se a partir de 10 milions o superiors a 50 milions, per la qual cosa una qualificació creditícia completa i regulada és imprescindible.

Els tipus d'interès resultants de les emissions depenen directament de la sol·vència i qualitat dels emissors. Aquestes emissions es fan en una forquilla de tipus d'interès entre el 5% i el 8%, tipus molt interessants per als inversors si tenim en compte els tipus del Banc Central Europeu del zero per cent.

Les col·locacions de les emissions del MARF són dirigides directament als inversors institucionals i a les gestores de patrimoni familiar tant nacionals com internacionals, perquè aquest mercat funciona amb un SMN. Es tracta d'inversors que volen diversificar les seves carteres amb valors de renda fixa de companyies de dimensió mitjans, habitualment no cotitzades i amb bones perspectives de negoci.

El Ministeri preveu obrir aquest mercat a fons d'inversió i fons de pensions de manera que **qualsevol gran inversor pugui comprar una part d'aquestes emissions i incloure-les en els seus dossiers d'inversió**.

«Tampoc no hi haurà limitacions per a les entitats de capital de risc ni per a les asseguradores. Quant al nominal unitari, serà de 100.000 euros i estarà subjecte a les noves directives que plantegen MIFID II i III.»

El MARF ha canalitzat **emissions per valor de 12.750 milions d'euros** de finançament en els últims cinc anys.

I, si ens referim a l'any 2018, el volum **total emès en el MARF supera 5.000 milions d'euros**, el 30% més que l'any 2017.

En aquests moments **fins a cinquanta-set empreses han pogut col·locar deute al mercat** amb el MARF, que experimenta un creixement exponencial.

Finalment, a Europa funcionen mercats de renda fixa alternatius similars al MARF i que en comparteixen les característiques:

- Són mercats no regulats, encara que depenen d'un mercat oficial per a la gestió, configurats com a SMN, amb major simplicitat en la documentació i els tràmits.
- Hi participa un assessor (patrocinador o mànager), que serveix de guia i ajuda en tot el procés, etc.

El mercat noruec Nordic ABM, dependent de la Borsa d'Oslo, es va crear en 2005 i va ser el primer dissenyat per a acollir emissions de bons i renda fixa a curt termini amb menors requeriments que la borsa.

Té dos segments:

- Un de minorista, destinat al públic general (Nordic ABM Retail).
- Un de dirigit als inversors professionals (Nordic ABM Professional).

En 2010, a Alemanya la Borsa de Stuttgart va llançar un segment especialitzat en emissions de renda fixa per a pimes que es va convertir en l'**alternatiu BondM**, amb bastant èxit quant al nombre d'emissions, raó per la qual s'ha convertit en certa manera en el mercat alternatiu de referència per a altres països.

A França l'activitat de renda fixa s'inclou com a segment en el **mercat alternatiu genèric Alternext**, on es negocia tot tipus d'actius, tant de renda fixa com de renda variable.

El febrer del 2013 Itàlia va llançar el segment **ExtraMOT PRO**, destinat a la cotització de bons i paper comercial, que ha tingut bastant acceptació.

6.5. Finançament col·lectiu d'inversió

El finançament col·lectiu d'inversió (*equity crowdfunding*) és una modalitat d'inversió que funciona per a projectes amb necessitats financeres d'un cert import, especialment projectes o models de negoci d'empresa que ja funcionen però que necessiten abordar nous mercats, noves línies d'activitat o bé ampliar capital per al seu pla d'expansió.

El funcionament d'una **campanya de finançament col·lectiu d'inversió** no és molt diferent que en la resta de modalitats de finançament col·lectiu, ja que els promotors de projectes hauran d'establir **una meta de recaptació, un percentatge de repartiment d'accions o participacions i un termini de temps, durant el qual la seva campanya rebrà inversió**, que establirà, en la majoria dels casos, la mateixa plataforma.

Les plataformes de finançament col·lectiu d'inversió **solen cobrar una comissió sobre les quantitats recaptades després de la campanya**. No obstant això, cal tenir en compte que en el finançament col·lectiu d'inversió **el sistema de recaptació és basat en el tot o res**, la qual cosa implica que si la campanya d'inversió no ha aconseguit la meta de recaptació durant el temps que dura la campanya de finançament col·lectiu, no es cobrarà res als inversors.

En l'àmbit del finançament col·lectiu d'inversió hi ha una variant que ha tingut un creixement important en els últims anys: el **finançament col·lectiu immobiliari**. Aquesta modalitat d'inversió funciona igual que la que hem explicat fins ara, però és centrada en el finançament de la compra i lloguer d'immobles. Per tant, es tracta **d'inversions immobiliàries en què els inversors esperen obtenir una rendibilitat a mitjà o llarg terminis de la venda o lloguer dels immobles** que són adquirits amb la figura del finançament col·lectiu immobiliari.

Un dels aspectes que diferencia el finançament col·lectiu d'inversió de la resta de modalitats de finançament col·lectiu és el fet que **ha estat regulat juntament amb el finançament col·lectiu de préstec** en la normativa aprovada pel Govern l'abril del 2015. Aquesta normativa regula el finançament col·lectiu d'inversió, que és, segons la mateixa regulació, el que es desenvolupa mitjançant plataformes de finançament participatiu.

Aquesta normativa significa un pas cap endavant en **el reconeixement d'aquest finançament com una alternativa més consolidada en el panorama del finançament empresarial** i, a més, una certa protecció als inversors que s'endinsen en aquests projectes. La Llei 5/2015, de 27 d'abril, de foment del finançament empresarial **estableix que les plataformes de finançament**

participatiu han de ser registrades en la CNMV per a exercir l'activitat i que no poden prestar als clients serveis d'assessorament que sí són autoritzats per a un altre tipus d'entitats.

Amb relació als inversors, també **s'estableixen certs requisits orientats a limitar el risc de les operacions**. Així, un inversor no qualificat no pot invertir més de 3.000 euros per projecte ni més de 10.000 euros en la mateixa plataforma en el període d'un any.

Per la seva banda, els promotors de projectes **poden rebre el màxim de 2 milions d'euros de finançament en la mateixa plataforma, i aquesta xifra pot arribar a 5 milions** en cas que es tracti d'inversors qualificats.

Actualment, a Espanya operen entorn de nou plataformes de finançament col·lectiu d'inversió. Algunes d'aquestes plataformes no és d'origen espanyol, com és el cas de Crowdcube, que és del Regne Unit.

Cal tenir en compte que les **plataformes de finançament col·lectiu d'inversió posen en contacte inversors amb l'empresa que necessita finançament (que normalment no cotitza en borsa)**. Per aquest motiu, els inversors que participen en el projecte a finançar es converteixen en **accionistes amb drets a participar en els futurs beneficis** de la companyia en qüestió.

Principals plataformes que operen a Espanya

Startupxplore
Crowdcube
Housers
The Crowd Angel
Capital Cell
Inverem
Socios Inversores
La Bolsa Social
Fellow Funders

Resum

La sortida a borsa és un esdeveniment transcendent per a qualsevol empresa que, en cas de ser reeixida, li reportarà nombrosos avantatges. El seu èxit, i la seva evolució futura, dependrà en gran manera del disseny de l'operació prèvia a la sortida (OPV) i, en concret, de factors clau com la fixació del capital flotant i del preu de l'emissió, la intervenció de bons assessors legals i financers, els bancs d'inversió coordinadors i un pla de màrqueting i de presentació de l'empresa en un *road show* amb inversors institucionals, bancs d'inversió i analistes.

L'èxit de l'operació es manifesta en la col·locació de la totalitat de les accions ofertes, el manteniment o augment del preu de les accions els primers dies de cotització i, en general, el grau de consecució dels objectius de la societat i dels antics i nous accionistes.

La cotització en el mercat de valors representa una garantia de solvència i perspectives de futur de la societat cotitzada per al potencial inversor, però també una garantia de transparència reforçada per la necessitat de complir els codis de bon govern. Aquests codis tenen per objectiu assegurar una gestió més transparent de les societats cotitzades per donar una major protecció i seguretat als inversors.

D'altra banda, la valoració que el mercat fa de les empreses cotitzades contribueix a professionalitzar i millorar la qualitat de la seva gestió, amb un objectiu clar de l'alta direcció orientat a «crear valor» per a l'accionista.

En el context europeu actual, amb el lliure moviment dels fluxos de capital i el desenvolupament de les noves tecnologies, s'ha produït un increment dels fluxos econòmics. De la mateixa manera, en els mercats financers s'han obert les portes a noves empreses i inversors supranacionals. Les directives comunitàries en la matèria (com el règim transfronterer dels fullets informatius), i la unificació de les normes comptables, per a adaptar-se a les normes internacionals d'informació financera (IFRS), tenen com a objectiu facilitar una major integració dels mercats. Encara que ja s'han produït algunes unions, com el projecte iniciat per les borses de París, Amsterdam i Brussel·les, conegut com Euronext, al qual en 2003 es va incorporar la Borsa de Valors de Lisboa i Porto (BVLP), el procés no és senzill no solament per la unificació de regulacions legals sinó pels interessos enfrontats.

En definitiva, la sortida a borsa, sigui en el mercat continu sigui en el MAB, proporciona a l'empresa més avantatges que inconvenients. Com que hi ha nombrosos factors no controlables en tot procés de sortida a borsa, si l'empresa

emissora fa un bon disseny mitigarà una gran part del risc de l'operació de col·locació i conclourà amb èxit si ha definit de manera encertada el rang del preu de la col·locació.

Finalment, hem detallat la possibilitat que les pimes puguin prendre decisions sobre l'estructura financera dels seus balanços fora del sistema bancari tradicional, és a dir, sobre l'accés al MARF i a les plataformes de finançament alternatiu (finançament col·lectiu d'inversió).

Glossari

bo *m* Valor de renda fixa amb venciment entre cin i deu anys, emès per una entitat pública o privada, en el qual l'inversor coneix la rendibilitat per endavant i al venciment. L'emissor retornarà el capital més uns interessos, que es pagaran periòdicament. En general, s'emet al portador i és negociat en borsa.

borsa de valors *f* A Espanya, mercat organitzat, subjecte a regulació oficial i supervisat per la CNMV. Té l'exclusiva per a negociar accions i valors convertibles o que atorguin dret de subscripció. També s'hi contracta renda fixa, tant pública com privada, i *warrants* i certificats.

capital flotant *m* Part del capital social d'una empresa que cotitza lliurement en el mercat borsari, és a dir, percentatge de capital de la societat que ha estat col·locat en borsa a disposició dels nous inversors i accionistes de l'empresa emissora. *en free float*

capital subscrit *m* En les emissions de capital per constitució de societat o ampliació de capital, capital subscrit efectivament per les accions o pel públic en general, amb independència que sigui desemborsat o no en el moment.

capitalització borsària *f* Preu global de totes les accions d'una companyia que cotitza en borsa, referit a una data determinada. És el valor que atorga el mercat a una empresa. Aquest preu o valor s'obté en multiplicar el nombre de títols d'una empresa per l'últim preu dels títols (nombre de títols per preu de cotització). La suma de la capitalització dels valors que es negocien en un mercat constitueix la capitalització borsària del mercat.

cash flow *m* Vegeu flux de caixa

CNMV *f* Vegeu Comissió Nacional del Mercat de Valors

col·locació assegurada *f* Col·locació en què un banc es compromet amb l'emissor a adquirir els títols que no sigui capaç de col·locar al mercat borsari.

col·locació privada *f* Col·locació en què l'emissió s'adjudica a un inversor o grup d'inversors sense fer oferta pública, per la qual cosa els requisits legals que s'han de satisfer en la col·locació són menys estrictes de l'habitual. Aquest procediment comporta un estalvi de costos notable per a l'emissor.

Comissió Nacional del Mercat de Valors *f* Entitat espanyola de dret públic i amb personalitat jurídica pròpia, creada per la Llei de reforma del mercat de valors de 1988, que té entre les seves funcions ordenar, supervisar i inspeccionar els mercats de valors i l'activitat de les persones físiques i jurídiques que s'hi relacionen. És regida per un consell, al capdavant del qual hi ha un president nomenat pel Govern. sigla CNMV

comptes anuals *m pl* Comptes formats pel balanç, que informa sobre la situació patrimonial de l'empresa, el compte de pèrdues i guanys, que informa sobre els ingressos i despeses generades per la companyia i el seu resultat, i la memòria explicativa, que ofereix informació addicional explicativa i complementària.

EBITDA *f* Vegeu *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

earnings before interest, taxes, depreciation and amortization *m pl* Beneficis abans d'interès, impostos, depreciació i amortització. És un mètode d'anàlisi que mostra el multiplicador de l'empresa sobre els recursos que genera, amb independència de la seva estructura financera. acrònim EBITDA

empresa cotitzada *f* Empresa que decideix posar les seves accions a fluctuar en un mercat borsari amb l'objectiu principal d'obtenir finançament. Se li exigeix uns requisits específics d'informació economicofinancera i mercantil. El fet de cotitzar en els mercats borsaris li atorga una major facilitat a l'hora de trobar nous socis. Després de sortir a borsa pot recórrer a les ampliacions de capital com a forma de finançament complementària.

empresa emissora *f* Persona jurídica de caràcter públic o privat que emet valors o actius financers com un mitjà per a captar recursos externs en qualitat de préstecs, emissions o ampliacions de capital. En el cas de la societat, conforma inicialment el capital social o les ampliacions futures mitjançant emissions públiques d'accions.

Euronext *m* Mercat paneuropeu nascut el 22 de setembre de 2000 fruit de la fusió de les borses de París, Amsterdam i Brussel·les. És la primera plaça borsària de la zona euro. Es va expandir al principi del 2002 amb l'adquisició de LIFFE i la fusió amb la Borsa de Valors de Lisboa i Porto. És la primera borsa europea en contractació i la cinquena a escala mundial

per volum de capitalització. Té la seu a Amsterdam i filials a París i Brussel·les. Disposa de l'índex borsari Euronext 100, entre d'altres.

flux de caixa *m* Disponibilitats financeres o de tresoreria de l'empresa. El seu augment o disminució mostra la capacitat per a generar riquesa. Se sol utilitzar com a paràmetre borsari en substitució del benefici, sobretot quan aquest és distorsionat per resultats extraordinaris elevats, polítiques comptables conservadores, amortitzacions i provisions fiscals, etc. *en* cash flow

fons de maniobra *m* En termes de funcionament, diferència entre l'actiu corrent i el passiu corrent. En termes de plantejament, part dels recursos permanents que finança l'actiu no corrent. És la part d'actiu corrent que no pot ser finançada amb recursos espontanis i, per tant, ha d'aconseguir recursos permanents.

free float *m* Vegeu capital flotant

fullet d'emissió *m* Document que informa sobre la situació de l'empresa i les seves perspectives o sobre les condicions d'una determinada emissió que es farà, i és preceptiu en determinats casos, com en la realització d'una emissió de bons o accions o en la sol·licitud d'admissió a cotització. Ha estat regulat per directives de la Unió Europea per uniformar-lo i és un requisit imprescindible per a emissions d'oferta pública en el mercat de valors espanyol.

greenshoe *f* Vegeu Sobreadjudicació d'accions

MAB *m* Vegeu mercat alternatiu borsari

mercat alternatiu borsari *m* Mercat dedicat a empreses de reduïda capitalització que busquen expandir-se amb una regulació a mesura dissenyada específicament per a elles, i amb uns costos i processos adaptats a les seves característiques. Es caracteritza per ser un sistema de negociació operat per les borses, promogut per BME i supervisat per la Comissió Nacional del Mercat de Valors. Proporciona finançament, visibilitat, liquiditat i valoració, i ofereix un règim d'informació i contractació adaptat a les singularitats d'aquest tipus d'empreses. sigla MAB

mercat de capitals *m* Conjunt dels mercats financers d'accions, obligacions i altres títols de renda fixa o variable. Se n'exclouen els actius monetaris, que formen el mercat dels diners.

NYSE Euronext *m* Corporació americana-europea amb finalitat de lucre que opera amb nombrosos valors borsaris, sobretot en el NYSE, l'Euronext i el NYSE Arca. Va néixer en 2007 de la fusió del NYSE amb Euronext. És la principal plaça financera mundial i actua en les borses de Brussel·les, París, Amsterdam, Lisboa, Londres, Chicago, Nova York i San Francisco.

oferta pública de subscripció *f* Operació de mercat primari dirigida a captar fons en els mercats oferint fons procedents d'una ampliació de capital. La poden fer societats cotitzades i no cotitzades, i en aquestes té la finalitat de captar fons i aconseguir el requisit de difusió accionarial necessari perquè siguin admeses a cotització. sigla OPS

oferta pública de venda *f* Operació que consisteix a oferir al públic una part o la totalitat del capital social d'una empresa. Es pot promoure amb motiu de la privatització d'una empresa pública, en el moment de la sortida a borsa d'empreses privades, o perquè un accionista majoritari o de control vol desprendre's d'una participació important en una societat cotitzada. sigla OPV

OPS *m* Vegeu oferta pública de subscripció

OPV *m* Vegeu oferta pública de venda

pagament de dividendes *m* Pagament d'una part dels beneficis d'una companyia. S'expressa en forma de ràtio, que és el resultat de dividir el dividend pel benefici net i multiplicar per cent el resultat. Un pagament de dividendes del 50% d'una empresa és el repartiment de la meitat dels beneficis nets entre els accionistes. *en* pay out

pagaré *m* Actiu de renda fixa a curt termini. La seva vida és de divuit mesos com a màxim. Cobreix el finançament de les empreses a curt termini. S'emet al descompte com la lletra del tresor.

pay out *m* Vegeu pagament de dividendes

PER *f* Vegeu ràtio pre-benefici

rating *m* Instrument analític que permet valorar el risc d'una empresa o d'una emissió. A emissors amb pitjor *rating* s'exigeixin rendiments superiors per compensar el major risc

que s'assumeix. Qualifica el risc de crèdit de manera normalitzada segons els criteris d'una agència registrada de *rating*: AAA, AA, A, BBB o altres notacions similars.

ràtio d'endeutament *f* Pes que tenen els recursos aliens en el finançament de l'activitat empresarial. Les més utilitzades són la de palanquejament, la d'estructura financera i la de cobertura de despeses financeres. Mostra als inversors el risc que té l'empresa, per la qual cosa es refereix a la possibilitat de fer front als seus deutes amb els recursos de què disposa.

ràtio preu-benefici *f* Un dels principals coeficients borsaris que s'expressa amb el valor de mercat de les accions dividit pel benefici de les accions després d'impostos. sigla **PER**

return on assets *m* Ràtio que indica la rendibilitat d'una empresa en relació amb el seu actiu total. Es calcula dividint el BAIT entre l'actiu total. sigla **ROA**

return on equity *m* Ràtio que indica la relació entre el BN obtingut per la societat i els fons propis. Ofereix una mesura de la rendibilitat que obtenen els accionistes de l'empresa. sigla **ROE**

risc de liquiditat *m* Possible penalització en el preu d'un valor en cas que es necessiti desfer la inversió per a recuperar el capital ràpidament. Generalment, els valors cotitzats són més líquids que els que no cotitzen, ja que hi ha més possibilitats de trobar contrapartides a un preu raonable. A vegades, els valors no cotitzats incorporen algun tipus de clàusula o garantia de liquiditat per part de l'emissor o un tercer, però no hi ha transparència quant al preu. Com menys líquid és un valor, més disminució en el preu ha d'acceptar l'inversor per a vendre els seus valors. En casos de liquidesa extrema, pot ser impossible recuperar la inversió en el moment desitjat.

ROA *m* Vegeu **return on assets**

ROE *m* Vegeu **return on equity**

sobreadjudicació d'accions *f* Clàusula dels contractes de col·locació d'una oferta pública de venda en la qual es permet als col·locadors vendre fins al 10% d'accions addicionals aproximadament en els casos que la demanda arribi a ser molt major del previst. El terme anglès té origen en la companyia Green Shoe Company, que va utilitzar aquesta clàusula fa setanta anys. *en* greenshoe

taxa de descompte *f* Tipus d'interès utilitzat per a calcular valors actuals de fluxos de tresoreria futurs. Com més gran és la taxa de descompte, menor és el valor actual.

taxa interna de rendibilitat *f* Tipus d'interès al qual es descompten els fluxos futurs de cobraments i pagaments previstos en una inversió per igualar-los amb el valor inicial de la inversió i obtenir un valor actual net igual a 0. Indica la rendibilitat de la inversió, és a dir, el tipus al qual és indiferent disposar del capital en el moment actual o diferir-ne la disponibilitat a les dates de cobrament previstes. sigla **TIR**

TIR *m* Vegeu **taxa interna de rendibilitat**

valor actual net *m* Valor que tindrien en el moment actual tots els cobraments i pagaments que es preveu que generi en el futur un determinat actiu financer. Per a descomptar aquests fluxos, s'utilitza, en general per simplicitat operativa, un tipus d'interès apropiat al risc i a l'horitzó temporal d'aquest actiu segons la hipòtesi que es mantindrà sense canvis durant tota la vida de la inversió. sigla **VAN**

VAN *m* Vegeu **valor actual net**

Bibliografia

BME. *Guía para salir a bolsa.* http://www.bmerv.es/docs/bmadrid/docssubidos/guia_salir_a_bolsa_.pdf

Fernández, Pablo (2008). *Métodos de valoración de empresas.* IESE Business School, Universitat de Navarra.

Fernández, Pablo (2013). *Valoración de empresas y sentido común* (2a. ed.).

Mascareñas, Juan (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*

Pàgines web

<http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/>

https://cnmv.es/portal/gpage.aspx?id=mp_faq3

<https://moneycheck.com/alternative-investment-market/>

<https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>

<https://www.euronext.com/en>

<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/home.aspx>

https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/mab/mab_comoincorporarse.aspx

<http://www.bmerf.es/esp/asp/portadas/homeiaif.aspx>