
Nota Técnica: Mercado de capitales, una forma de financiación empresarial

PID_00269267

Joan Gómez Munuera

Joan Gómez Munuera

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona, máster en Comercio Exterior por la EAE Business School de Barcelona y PDD por el IESE Business School. Entre su experiencia profesional destacan los cargos de socio director del área de Corporate Finance en Morison AC y de consejero independiente de varias empresas. En cuanto a su experiencia docente, es profesor-consultor en la UOC, en los programas de Dirección Financiera, Finanzas Operativas y Estructurales, Finanzas Corporativas, Valoración de Empresas, Control de Gestión, etc., además de MBA, EMBA e In Company.1)

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por la profesora: Àngels Fitó (2019)

Primera edición: septiembre 2019
© Joan Gómez Munuera
Todos los derechos reservados
© de esta edición, FUOC, 2019
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Realización editorial: FUOC

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.

Índice

Introducción.....	5
1. Motivos y ventajas para que una empresa decida cotizar en los mercados de capitales.....	7
1.1. Proporcionar liquidez a los accionistas	7
1.2. Ampliar y mejorar las fuentes de financiación	7
1.3. Reforzar la imagen y marca de la empresa	8
1.4. Valoración de la empresa en el mercado	9
1.5. Adecuación de la estructura accionarial	9
1.6. Mejora de la liquidez de las acciones que se negocian en bolsa	10
1.7. Facilidad de acceso a los mercados de capitales	10
1.8. Facilita la realización de operaciones corporativas	11
1.9. Incentivar a directivos y empleados «estimular la gestión»	11
1.10. Ventajas fiscales	11
2. Desventajas para una empresa que decida cotizar en bolsa...	13
2.1. Exigencia de mayor información y transparencia en el mercado	13
2.2. Análisis diario de la empresa y de su cotización	14
2.3. Mayores costes	14
2.4. Cumplir con los códigos éticos de buen gobierno de la empresa	15
2.5. La entrada de accionistas no deseados	15
3. Condiciones y requisitos que una empresa debe cumplir para la salida a bolsa.....	17
3.1. Fases de una OPV	17
3.1.1. La estructura de la nueva propiedad de la empresa	18
3.1.2. Plan estratégico de la empresa que sale al mercado de valores	18
3.1.3. Comunicación e imagen corporativa	19
3.1.4. Equipo de dirección de la empresa en su salida a bolsa	19
3.1.5. Preparación de informes para los analistas	19
3.1.6. La firma del acuerdo de salir a bolsa	19
3.1.7. Análisis y selección de los bancos coordinadores de la salida a bolsa	19
3.1.8. Establecimiento del <i>free float</i> que cotizará en bolsa	20

4. Diseño y publicidad de la salida a bolsa por parte de una empresa.....	22
4.1. El folleto informativo de la salida a bolsa	22
4.2. Comunicación y aprobación por la CNMV	23
4.3. Plan de comunicación y marketing	24
4.4. ¿Cómo se fija el precio de salida de la OPV?	25
5. Valoración de la empresa en su salida a bolsa.....	27
5.1. Proceso de valoración	27
5.2. Mejoras para incrementar la valoración de la empresa	28
6. Ventajas de los mercados alternativos MAB, AIM, Alternext, equity crowdfunding.....	29
6.1. MAB	29
6.2. AIM	33
6.3. NYSE Alternext / NYSE Euronext	34
6.4. MARF	37
6.5. Equity crowdfunding	40
Resumen.....	42
Glosario.....	45
Bibliografía.....	48

Introducción

El crecimiento y la expansión son objetivos fundamentales en cualquier empresa.

El comité de dirección de la empresa, además de acertar en el enfoque estratégico de dicho crecimiento, suele ser crucial a la hora de establecer una estructura financiera óptima que se encuentre alineada con el plan estratégico de la empresa.

Una de las decisiones más importantes que tiene que asumir el director financiero de una compañía es la **estructura financiera óptima**. Para ello, hay que tener en cuenta que cada empresa es diferente y tiene una estructura de capital óptima distinta que depende de la industria y sector en el que participa, la madurez del mercado en el que opera, la coyuntura económica, etc. Esto es, no existe una regla universal sobre cuál es el coeficiente de endeudamiento óptimo.

Pero ¿qué principio debe seguir ese óptimo? Se han planteado tres posibles opciones:

- La **estructura de capital óptima** para una empresa es la que **maximiza el valor de las acciones**.
- La **estructura de capital óptima** para una empresa es la que **maximiza el valor actual de la empresa (valor de las acciones + valor de la deuda)**.
- La **estructura de capital óptima** es la que **minimiza el coste medio de capital (WACC)** de una empresa, es decir, el coste promedio del capital, entendiendo la proporción de deuda y fondos propios con sus respectivos costes de oportunidad.

La estructura financiera

Es la combinación de recursos financieros que una empresa dispone (recursos propios y endeudamiento a corto y largo plazo) para poder financiar su estructura económica o activo (activos corrientes y no corrientes).

Objetivos de la gestión financiera en la empresa:

- Maximizar el rendimiento de la inversión
- Inversión total activos «ROA»
- Inversión de accionistas «ROE»
- Maximizar el valor de la empresa
- Asegurar la liquidez

Para una empresa que no es pública y no cotiza en bolsa, las alternativas de financiación habituales son las siguientes:

- Autofinanciación: tiene el inconveniente de que no siempre es suficiente para los planes de crecimiento previstos.
- Endeudamiento: añade riesgo adicional, y puede ocasionar desequilibrio financiero.
- Aportación privada de capital: no es una tarea fácil encontrar los inversores más adecuados, y además, no siempre se consiguen los importes necesarios.

El acceso a bolsa es un eficaz medio para la captación de los recursos necesarios para financiar el crecimiento deseado porque supone:

- Mayor independencia financiera
- Fortalecimiento la estructura financiera
- Disminución del riesgo financiero
- Aumento de las posibilidades de financiación
- Mejor aprovechamiento de las ventajas comparativas de las diferentes alternativas de financiación existentes en cada momento

1. Motivos y ventajas para que una empresa decida cotizar en los mercados de capitales

Las principales ventajas que posee una empresa que está dentro de la negociación bursátil son las siguientes:

- Proporcionar liquidez a los accionistas
- Ampliar y mejorar las fuentes de financiación
- Reforzar la imagen y marca de la empresa
- Valoración de la empresa en el mercado
- Adecuación de la estructura accionarial
- Mejora de la liquidez de las acciones que se negocian en bolsa
- Facilidad de acceso a los mercados de capitales
- Facilita la realización de operaciones corporativas
- Incentivar a directivos y empleados «estimular la gestión»
- Ventajas fiscales

1.1. Proporcionar liquidez a los accionistas

La decisión de una empresa de salir y cotizar en bolsa permite a los actuales propietarios y accionistas de la empresa una rápida conversión en liquidez del capital invertido en el negocio a un precio objetivo.

Existen cuatro motivos fundamentales por los que los accionistas de una sociedad inician un proceso de desinversión o venta de acciones:

- Obtener recursos líquidos para diversificar y afrontar nuevas inversiones alternativas.
- Mitigar su riesgo patrimonial ampliando el número de inversiones.
- Favorecer la transformación de la empresa (sucesión en empresas familiares)
- Hacer líquidos los beneficios reinvertidos y capitalizados en las reservas del neto patrimonial

1.2. Ampliar y mejorar las fuentes de financiación

Varios de los objetivos fundamentales que tienen las empresas dentro de su plan estratégico son:

- El crecimiento de la cuota de mercado o *market share*.
- La expansión e internacionalización de la empresa para mitigar las crisis globales y sistémicas que se producen en función de los ciclos económicos.

Si la empresa no cotiza en bolsa, para cualquier proceso de inversión y crecimiento tiene tres alternativas:

- En primer lugar, la autofinanciación, es decir, la reinversión de los beneficios netos obtenidos; sin embargo, estos pueden no ser suficientes para cubrir las necesidades financieras planificadas de la empresa.
- La segunda vía es la financiación a través de las entidades de crédito; sin embargo, aquí estamos observando que cada vez quedan menos por los procesos de integración o fusión que hemos visto últimamente, dado que el sector financiero se encuentra en un proceso de profunda transformación.
- Y, por último, nuevas ampliaciones de capital de los accionistas actuales o bien de nuevos inversores, lo cual resulta muchas veces complicado debido al desconocimiento de la empresa y sus características por parte de los posibles nuevos accionistas. Por otro lado, si una empresa cotiza en bolsa, obtiene por ello una serie de ventajas. El coste de financiación se suele ver reducido, debido a que las empresas cotizadas se someten a un mayor control por parte de los reguladores que hacen que el riesgo que presentan sea menor que una no cotizada. La empresa puede decidir, a su vez, si amplía capital y coloca las acciones en el mercado para de esa forma obtener recursos con los que acometer sus inversiones. También puede acceder a los mercados de capitales mediante la emisión de renta fija corporativa, que le permite los accesos de nuevos inversores a la empresa, tanto nacionales como internacionales.

Llegados a este punto, el acceso a la bolsa de valores facilita a las empresas mejorar sus estructuras de endeudamiento o apalancamiento financiero, permitiendo:

- Optimizar los costes financieros
- Obtener una mayor liquidez
- Consolidar y reestructurar el pasivo del balance de situación
- Financiar nuevos proyectos de inversión, de modernización, de digitalización, de expansión, de internacionalización, de I+D+i

1.3. Reforzar la imagen y marca de la empresa

Formar parte del mercado de valores potencia y fortalece la imagen de la empresa desde el punto de vista profesional, y, al mismo tiempo, facilita que en un futuro se puedan realizar:

- Operaciones corporativas de colaboración, como *joint venture* («JV»), agrupaciones de interés económico («AIE»), uniones temporales de empresas («UTE»).
- Operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (M&A por mergers and acquisitions).
- Plan de *stock options* para los empleados.

- Atraer y retener el talento profesional que incidirá en un incremento de la productividad y eficiencia de la empresa, y, por consiguiente, de su rentabilidad.

1.4. Valoración de la empresa en el mercado

Cuando una empresa se convierte en cotizada está sometida a la vigilancia diaria del mercado. La determinación del precio vendrá calculada a través de la oferta y la demanda del mismo. A su vez, esta oferta y demanda está condicionada tanto por la situación que está viviendo actualmente la empresa como por las expectativas futuras de la misma. Los analistas e inversores hacen sus estimaciones objetivas de valoración y, en función de estas valoraciones, realizan órdenes de compra y/o venta. Existe una variedad de métodos de valoración de empresas, pero podríamos distinguir entre los más usados el método de flujos de caja descontados (a través de flujos de caja futuros se establece el precio actual de la empresa) y la valoración por múltiplos, que nos da un precio a través de ciertos valores de la compañía (EBITDA, EBIT, VENTAS, valor contable o del neto patrimonial, etc.).

Las empresas que se vuelven públicas al cotizar en un mercado organizado resultan más atractivas y tienden a generar mayor valor para sus accionistas, a través de:

- Una mejora constante en la organización de la empresa, con un compromiso de mayor transparencia e información a todos los *stakeholders* que rodean a la empresa (accionistas, inversores, clientes, proveedores y empleados).
- Una mayor información y transparencia en los planes estratégicos de la compañía.
- Estar en el mercado de valores es una garantía de solvencia, rigor, disciplina, transparencia y prestigio.

1.5. Adecuación de la estructura accionarial

Todas las compañías, durante su ciclo de vida, experimentan distintas situaciones, muchas veces muy diferentes unas de otras. Según el momento en el cual se encuentre la compañía, tanto el estilo de dirección como la composición del accionariado cambiará de manera sustancial, debido a que la situación lo va a requerir. Un momento crucial se da en las empresas familiares cuando deben enfrentarse al momento de la sucesión o deciden tomar el camino hacia la profesionalización (debido a diversas razones). Cuando dichas empresas deciden reorientar la empresa y tomar nuevas formas y/o caminos de negocio, el cambio estructural a través del mercado bursátil es una buena idea, ya que va a permitir la entrada de inversores institucionales o minoristas, que van a

apoyar esta nueva gestión dentro del seno de la empresa. De esta manera, en la empresa familiar se solucionan muchos problemas a la hora de la sucesión, que habitualmente suele crear disputas, sobre todo si no todos los accionistas de la empresa son los que trabajan en la misma. Por otro lado, si se pretende llevar a cabo la profesionalización de la misma, la salida al mercado bursátil y su escrutinio por parte de los inversores y accionistas hará que la dirección de la misma trate de actuar de la mejor manera posible y, por consiguiente, se tratará de contratar a profesionales del sector para que la gestión sea lo más eficiente posible.

1.6. Mejora de la liquidez de las acciones que se negocian en bolsa

Este punto es totalmente diferente a lo explicado en el punto 1.1; nos estamos refiriendo a la liquidez de las acciones en circulación (o free float).

Cuando una empresa cotiza en los mercados de valores, sus acciones son objeto de operaciones diarias por inversores, fondos de inversión, inversores institucionales, fondos de pensiones, inversores minoristas, etc., los cuales realizan operaciones de compraventa de acciones y otros productos cotizados. Si una empresa cotiza en bolsa, los distintos agentes del mercado van a comprar y/o vender los títulos de la misma (en función de las expectativas que posean sobre el futuro del título), lo cual va a otorgarle a los títulos de la empresa liquidez, permitiendo que el accionista que lo desee pueda deshacer su posición en cualquier momento. En cambio, cuando se trata de una empresa no cotizada, deshacerse de las acciones o participaciones es la mayoría de las veces algo más complejo y difícil, debido de forma esencial a la falta de liquidez de las mismas; así, cualquier operación sobre el capital de la empresa se tiene que hacer de forma privada.

1.7. Facilidad de acceso a los mercados de capitales

Cuando una empresa cotiza en bolsa, se abre camino hacia un mayor número de posibilidades que ofrece el mercado bursátil de renta variable y renta fija, y de las cuales están excluidas aquellas compañías que no forman parte de un mercado público organizado.

Para los nuevos proyectos de inversión, la empresa que ya cotiza puede tener acceso a nuevas fuentes de financiación, y con mayor facilidad por el conocimiento previo que ya tiene el mercado de la empresa emisora, como son:

- Nuevas ampliaciones de capital.
- Emisión de deuda, bonos y obligaciones a largo plazo.

1.8. Facilita la realización de operaciones corporativas

Las empresas que cotizan en bolsa ven facilitadas la realización de operaciones corporativas de alto valor estratégico, es decir, operaciones de M&A (fusiones y adquisiciones de compañías), ya que permite una valoración rápida de las acciones, lo que favorece las operaciones de canje.

La evidencia empírica nos confirma que la mayor parte de las empresas cuyas acciones entran a cotizar en el mercado de valores utiliza parte de los fondos obtenidos para financiar operaciones de M&A, es decir, de fusiones y de adquisiciones de empresas.

1.9. Incentivar a directivos y empleados «estimular la gestión»

La salida a bolsa es sin duda un reto para el comité de dirección de la empresa y de sus directivos, debido a que al cotizar la empresa los requisitos que se les exigirán a los mismos van a ser mucho mayores, por lo que deberán actuar con mayor profesionalidad, transparencia, ética y disciplina.

Normalmente, a partir de la salida a bolsa de una empresa, **el equipo de directivos tiene una retribución variable por objetivos basados en la rentabilidad de la empresa**; la mayoría de las veces dicha retribución se concreta en acciones, con lo que **el equipo directivo se va a concentrar en que el mercado premie a la empresa con una mayor cotización bursátil de la acción**, para de esta manera obtener mayores resultados personales.

Este tipo de compensación se puede extender a los empleados clave de la organización para conseguir una mayor motivación y vinculación con el proyecto de empresa; de esta forma se consigue un mayor valor para todos los *stakeholders* que rodean a la empresa (accionistas, proveedores, clientes y empleados).

Por último, **una empresa que cotiza en bolsa es mucho más atractiva para atraer nuevo talento**, debido a que esto siempre otorga mayor visibilidad a los directivos, y la remuneración además suele ser más competitiva.

1.10. Ventajas fiscales

A pesar de que la materia fiscal es muy amplia y cada caso concreto difiere del resto, por lo general, la inversión en acciones cotizadas posee incentivos fiscales frente a la inversión en acciones no cotizadas. Cabe mencionar algunas ventajas, como son el tiempo de espera para evitar la norma antiaplicación de pérdidas, que en el caso de acciones cotizadas en algún mercado regulado

de la Unión Europea es de dos meses, y en el caso de acciones no cotizadas es de un año. De esta manera las empresas cotizadas podrán compensar antes las pérdidas.

2. Desventajas para una empresa que decida cotizar en bolsa

A su vez existen un conjunto de desventajas a tener en consideración cuando se cotiza en un mercado consolidado. Las desventajas son las siguientes:

- Exigencia de mayor información y transparencia en el mercado
- Análisis diario de la empresa y de su cotización
- Mayores costes
- Cumplir con los códigos éticos de buen gobierno de la empresa
- La entrada de accionistas no deseados

2.1. Exigencia de mayor información y transparencia en el mercado

Los requerimientos sobre la información económica y financiera a desglosar, así como la periodicidad con que se debe suministrar, son mucho más exigentes para empresas cotizadas. Esto supone evidentemente un aumento de los costes administrativos para la empresa y, en algunos casos, la pérdida de opacidad, sobre todo en el caso de las empresas familiares.

La información a suministrar por las empresas se puede dividir en dos bloques:

1) Información periódica al mercado:

a) **Cuentas anuales individuales y consolidadas**, a suministrar dentro de los seis primeros meses al cierre del ejercicio.

b) **Estados financieros individuales y consolidados** semestrales, a suministrar en un plazo de 60 días después de cada semestre.

c) **Avance de resultados e informe de hechos relevantes** trimestralmente, a suministrar dentro de los 30 días siguientes al término de cada trimestre.

2) Información no periódica al mercado:

a) Será necesario hacer pública **toda aquella información relevante que pueda afectar de forma sensible a la cotización del valor**, como (a título enunciativo):

- Pago de dividendos o *pay out*

- Aumento o reducción del valor nominal
- Admisión en bolsas extranjeras
- Convocatorias de juntas generales de accionistas
- Participaciones financieras en otras empresas
- Acuerdos de fusión, disolución, escisión
- Concurso de acreedores o declaración de quiebra

b) Folletos informativos de ampliaciones de capital, emisiones de deuda (bonos y obligaciones a largo plazo), etc.

Adicionalmente **hay información que, de manera voluntaria, las empresas cotizadas ofrecen a sus inversores**, ya que es un medio efectivo para **seguir manteniendo la confianza y credibilidad de estos en la empresa emisora**.

Esta comunicación se realiza a través de los **departamentos de relaciones con los inversores y/u oficinas de atención al inversor**, emitiendo informes periódicos, presentaciones a analistas y/o comunicaciones en medios de información especializada.

2.2. Análisis diario de la empresa y de su cotización

Una vez que la empresa se convierte en cotizada, se expone a un escrutinio diario por parte del público. Los inversores analizarán diariamente la evolución y el comportamiento operativo de la empresa. Además, como el mercado tiende a juzgar más a corto plazo, las operaciones, inversiones o reestructuraciones previstas por la compañía deben ofrecer resultados positivos en el corto plazo para que sean más fácilmente aceptadas y valoradas por el mercado.

2.3. Mayores costes

El hecho de llevar a cabo una salida a bolsa lleva aparejados una serie de costes adicionales a aquellos implícitos al proceso (gastos derivados de las comisiones de dirección de los bancos, de aseguramiento y colocación, de gastos de publicidad y gastos de admisión, principalmente).

Estos gastos pueden ser **la creación de un departamento de relaciones con los inversores o, como hemos citado anteriormente, los costes administrativos derivados de la necesidad de cumplir las exigencias adicionales de divulgación de la información**.

2.4. Cumplir con los códigos éticos de buen gobierno de la empresa

En los últimos años se han producido escándalos financieros, como los de Enron (2001), World-Com (2002) o Parmalat (2003); posteriormente, hemos tenido casos como el de Pescanova (2013), Abengoa (2015) y el Banco Popular (2018), que han puesto en duda las prácticas contables y financieras de las empresas, provocando en los mercados de valores una pérdida de confianza en la información suministrada por las empresas cotizadas.

Mediante las prácticas de buen gobierno, las empresas pretenden recuperar o afianzar la confianza del mercado. Esta preocupación por el buen gobierno de las empresas y la defensa de los intereses de los *stakeholders* ha traído consigo la necesidad de que las empresas publiquen informes de gobierno corporativo y que los gobiernos de distintos países hayan promulgado los denominados códigos de buen gobierno.

2.5. La entrada de accionistas no deseados

Una empresa cotizada es susceptible de ser objeto de una OPA no deseada. En este sentido, existe cierta protección ya que cualquier compra o venta igual o superior al 5 % debe ser comunicada a la CNMV y hacerse pública.

Una OPA o Oferta Pública de Adquisición

Tiene lugar cuando una persona pretende adquirir acciones u otros valores que puedan dar derecho a suscripción o adquisición de estas acciones de una sociedad. Se suele realizar para obtener una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad.

Imagen 1. Ventajas de una empresa al cotizar en bolsa






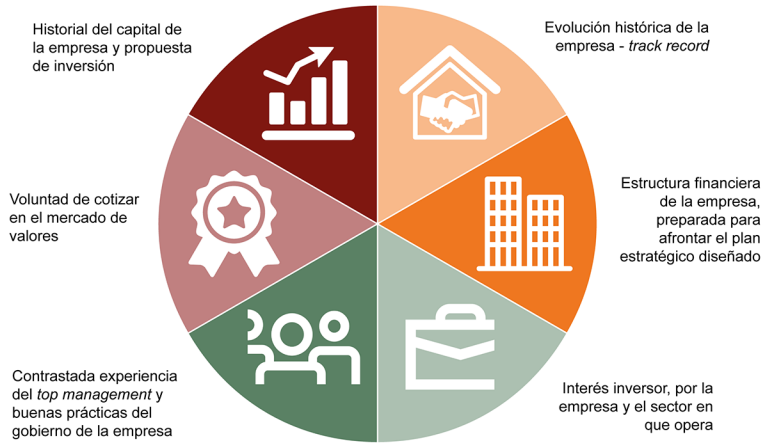
Obtener fondos para financiar el crecimiento	Mejora de visibilidad y reputación en el mercado	Facilitar nuevas operaciones corporativas M&A
 <p>Salir al mercado de valores permite que la empresa obtenga nuevos fondos para financiar su plan estratégico y su plan de inversiones</p>	 <p>Mejor visibilidad y reputación de la empresa, tanto en el ámbito nacional como internacional</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>
Es un atractivo para atraer directivos y empleados cualificados y retener talento	Nuevas posibilidades de seguir consiguiendo más fondos	Obtener liquidez para los actuales accionistas
 <p>Mayor visibilidad para retener y atraer nuevos talentos, tanto directivos como empleados clave, lo que se traducirá en una mayor vinculación y compromiso con el futuro de la empresa</p>	 <p>Nuevas ampliaciones de capital y emisiones de deuda (bonos y obligaciones a largo plazo)</p>	 <p>Una oferta pública de venta de acciones permite a los actuales accionistas obtener liquidez en el mercado</p>

Imagen 2. ¿Cuándo una empresa está preparada para salir a bolsa?



3. Condiciones y requisitos que una empresa debe cumplir para la salida a bolsa

Existen, básicamente, cuatro alternativas de acceso a la bolsa por parte de las empresas en España:

1) **Introducción directa:** método por el cual se solicita la admisión a cotización de las acciones existentes y la propiedad del capital no cambia de manos.

2) **Oferta pública inicial (OPV)**, que puede realizarse de dos formas:

- **Oferta pública de venta de acciones (OPV)**, que es la vía más adecuada para las empresas que cuentan con autocartera, o cuando los accionistas existentes desean vender parte o la totalidad de sus acciones. Las ofertas públicas de venta de valores («OPV») son operaciones de mercado primario que consisten en ofrecer al público una parte o la totalidad del capital social de una empresa.
- **Oferta pública de suscripción de acciones nuevas procedentes de una ampliación de capital (OPS)**, que es la vía principal si se pretende obtener y canalizar nuevos fondos propios a la empresa.

3) **Oferta privada:** supone la colocación de acciones limitada a un determinado sector del público inversor y pretende una mayor estabilidad del accionariado al evitar fuertes oscilaciones del precio de la acción; se trata de una colocación a un precio determinado, pero fuera del mercado de valores, evitando de esta forma unas variaciones excesivas del precio; esta situación acostumbra a producirse cuando se venden paquetes importantes de acciones entre inversores institucionales o profesionales.

4) **Colocación mixta:** es una combinación de OPI y colocación privada, permitiendo las ventajas de los dos sistemas.

3.1. Fases de una OPV

En el proceso de una OPV se distinguen cuatro fases principales:

1) **Análisis de la situación previa y preparación interna de la empresa para su salida al mercado de valores.**

Ved también

Hablaremos del análisis y la preparación en los apartados 3.1.1, 3.1.2, 3.1.3, 3.1.4 y 3.1.5.

2) Adopción del acuerdo de salir a bolsa.

Ved también

Hablaremos de la adopción del acuerdo en el apartado 3.1.6.

3) Selección de las entidades coordinadoras.

Ved también

Hablaremos de esta selección en el apartado 3.1.7.

4) Ejecución de la salida a bolsa, establecimiento del *free float*.

Ved también

Hablaremos de la ejecución en el apartado 3.1.8.

3.1.1. La estructura de la nueva propiedad de la empresa

Con la salida a bolsa, la distribución de la propiedad de la empresa va a sufrir un cambio importante. La entrada de nuevos accionistas externos en la empresa puede provocar a su vez un problema de coste de agencia entre los antiguos directivos de la empresa, que son propietarios mayoritarios, y los nuevos inversores externos, que no van a ser directivos y puede que busquen darle un cambio a la empresa en varios aspectos.

¿Qué se entiende por *coste de agencia*?; es la existencia de «asimetrías de información» entre los directivos de la empresa y que también son accionistas y los accionistas o inversores externos que han entrado en la salida a bolsa, es decir, que es probable que los directivos estén mejor informados acerca de las perspectivas de la empresa que los inversores o accionistas externos, lo que constituye un motivo de preocupación para estos últimos.

Llegados a este punto, una forma de evitar este problema sería a través de una mayor transparencia en la información a facilitar a los nuevos accionistas por parte de los directivos de la empresa que cotiza en bolsa.

3.1.2. Plan estratégico de la empresa que sale al mercado de valores

Es necesario desarrollar un plan estratégico para la compañía a medio y largo plazo, con el fin de que los nuevos accionistas conozcan el plan estratégico de la empresa en los próximos años. Es necesario tener en cuenta que, aunque dicho plan sea a largo plazo, el mercado de valores también analiza la empresa en el corto plazo; por lo tanto, habrá que informar del plan de inversiones que se traduzcan en resultados en el corto plazo para que la OPV tenga una buena acogida.

3.1.3. Comunicación e imagen corporativa

La empresa debe preparar un plan de comunicación y marketing que le otorgue una mayor visibilidad y notoriedad, tanto en la propia empresa como enfocada al mercado exterior.

3.1.4. Equipo de dirección de la empresa en su salida a bolsa

Mientras que la empresa no cotiza en bolsa, la propiedad del capital se encuentra en manos normalmente de un grupo familiar, y el comité de dirección de la empresa está formado por miembros de la empresa familiar.

Llegados a este punto, cuando la empresa ha tomado la decisión de cotizar en un mercado de valores organizado, será necesario reforzar el actual equipo de dirección con nuevos profesionales independientes cualificados, y, a poder ser, con experiencia en su relación con el mercado de valores para garantizar el buen funcionamiento de la empresa con el mercado en la nueva etapa que comienza.

3.1.5. Preparación de informes para los analistas

Es vital y muy importante que el comité de dirección de la empresa realice una serie de informes, que sean claros, con información transparente y con parámetros económicos y financieros, para los analistas del mercado, de los fondos de inversión, de los bancos de inversión, y, sobre todo, para los bancos seleccionados que van a dirigir y colocar parte del capital en la bolsa. Estos informes van a servir de presentación de la empresa ante los distintos inversores y, en paralelo, van a ser valorados por dichos profesionales.

3.1.6. La firma del acuerdo de salir a bolsa

Una vez que la empresa internamente está preparada para colocar parte de su capital en el mercado de valores, la decisión de cotizar en bolsa se toma de forma oficial por el consejo de administración de la empresa y/o por la junta general de accionistas.

3.1.7. Análisis y selección de los bancos coordinadores de la salida a bolsa

Las entidades coordinadoras son aquellas que coordinan la oferta de la OPV en todos sus tramos (cuando hablamos de tramos, nos referiremos a qué porcentaje se destina a los inversores particulares o minoristas, a los inversores institucionales o profesionales del mercado, a los empleados, nacional e internacional etc.), controlan el estado y la evolución de la demanda, fijan el precio definitivo de salida a bolsa de acuerdo con la empresa y, en su caso, realizan

el prorrateo entre los distintos tramos. Asimismo, se responsabilizan, junto con la empresa, de la veracidad e integridad de la información económica y financiera contenida en el folleto informativo.

Lo aconsejable es contratar al menos dos bancos de inversión, puesto que su figura es decisiva y la misma competencia entre ellos suele ser buena para la empresa que sale a bolsa.

Adicionalmente a las entidades coordinadoras globales, en una OPV intervienen también los:

- **Bancos directores;** son aquellos a los que la empresa emisora ha contratado para preparar la colocación de las acciones y la organización de las operaciones necesarias para el cumplimiento de los objetivos expuestos por la empresa que sale a bolsa. Los bancos directores deben realizar las actuaciones y comprobaciones oportunas para cerciorarse de la veracidad e integridad de las informaciones contenidas en el folleto informativo de la emisión.
- **Bancos colocadores;** realizan la actividad de ofrecer y promover entre los inversores la adquisición o suscripción de las acciones de la empresa emisora que sale a bolsa.
- **Bancos que aseguran la OPV;** asumen frente a la empresa emisora y/o los accionistas vendedores el compromiso de adquirir o suscribir las acciones que no hayan sido colocadas a los inversores durante el proceso de oferta.

Y, por último y no menos importante, se debe **contratar un bufete de abogados especialista en las salidas a bolsa**, con el fin de que la OPV cumpla con todos los requerimientos legales en vigor.

3.1.8. Establecimiento del *free float* que cotizará en bolsa

El *free float* se define como el capital de la empresa que se está ofreciendo en el mercado de valores y que será objeto de cotización. Es decir, se excluyen del *free float* el porcentaje de acciones de un inversor mayoritario o grupos de control.

Cuanto mayor sea el porcentaje de *free float*, habrá mayor liquidez y menor volatilidad en el precio de la acción.

El porcentaje final de colocación vendrá determinado, a su vez, por las peticiones que reciba la empresa en los diferentes tramos de suscripción de la OPV, ya que si la demanda es bastante inferior a las previsiones de la

empresa y de los bancos coordinadores, esto implica que la emisión a colocar en el mercado de valores sea a un precio menor del establecido en la fase inicial y puede dar lugar a un fracaso en la operación de salida.

Imagen 3. ¿Qué buscan los inversores en una salida a bolsa?

12 expectativas que analizan los inversores		
Estrategia de crecimiento y <i>drivers</i> financieros		
Crecimiento y visibilidad de los ingresos	Estructura financiera del pasivo del B&S	Márgenes, beneficios y <i>cash flow</i> ¿cómo se generan?
Operaciones y posicionamiento en el mercado		
Fuerte posición competitiva en el mercado	Única / disruptiva tecnología	Crecimiento potencial de cuota de mercado (nacional e internacional)
Relación con los <i>stakeholders</i>		
Empresa de referencia para clientes, proveedores y accionistas	<i>Top management</i> con experiencia contrastada	Aplicación de políticas de buen gobierno de la empresa
Historial del capital y de la operación de salida a bolsa		
Optimización de la estructura de capital que minimice el WACC	Transparencia en los términos de salida a bolsa	Hoja de ruta del plan estratégico cuya ejecución sea plausible

4. Diseño y publicidad de la salida a bolsa por parte de una empresa

Ahora vamos a enumerar los pasos y requisitos que son obligatorios, tanto desde el punto de vista legal como los que ha de tener presente el comité de dirección de la empresa para asegurar el éxito de la salida a bolsa.

4.1. El folleto informativo de la salida a bolsa

El folleto informativo ha de contener información tanto de la empresa emisora como de los valores que vayan a ser negociados en un mercado secundario regulado de la Unión Europea.

La información que contiene este folleto ha de ser suficiente para que:

«Los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación económica y financiera, la estructura financiera de la empresa, la solvencia a largo plazo y la liquidez a corto plazo, los márgenes y beneficios generados, así como de las perspectivas de la empresa que va salir a bolsa y eventualmente del banco que garantiza la colocación y de los derechos inherentes a las acciones de la OPV».

Esta información se presentará en forma fácilmente analizable y comprensible.

El contenido del folleto se estructura de la siguiente forma:

Contenido del folleto

- Capítulo I: Personas que asumen la responsabilidad del folleto.
- Capítulo II: Información relativa al valor cuya emisión se registra.
- Capítulo III: Información de carácter general de la sociedad.
- Capítulo IV: Información sobre la actividad de la sociedad (en el que se incluyen una descripción de las mismas, riesgos y oportunidades del negocio, cuota de mercado y competidores).
- Capítulo V: Información económico-financiera de la sociedad.
- Capítulo VI: Representación, gestión y control de la sociedad.
- Capítulo VII: Evolución reciente y perspectivas de la sociedad.

Asimismo, se debe **definir la estructura y porcentajes del capital que se amplía, dirigidos a los diferentes tramos de la colocación** (minoristas, institucionales, empleados, etc.), para lo cual interesa alcanzar, en la medida de lo posible, una operación equilibrada entre pequeños inversores e inversores institucionales o cualificados.

Por otra parte, en cuanto a **la decisión del importe de la oferta, es decir, del *free float*** en bolsa, ésta **la toma la empresa emisora con el asesoramiento de los bancos de inversión coordinadores de la OPV**. Aspectos tales como el hecho de que sea una empresa de carácter familiar o no, o el deseo de conservar una mayoría en el capital, deben ser considerados.

Diversos estudios en la bolsa española han demostrado que, en las empresas familiares cotizadas, un mínimo del 50 % del accionariado se suele encontrar aún tras la salida a bolsa de la compañía en manos del grupo familiar. En términos generales, se considera que la colocación de menos del 30 % del capital de la empresa dificulta el éxito de la operación.

Otro de los elementos críticos de la oferta a definir es la denominada opción *green shoe* u opción sobre adjudicación, que es una opción de venta de títulos que la empresa que sale al mercado de valores pone a disposición de los bancos de inversión coordinadores en la OPV para estabilizar el precio de las acciones cuando existe una importante sobredemanda. Supone la posibilidad de aumentar la oferta inicial en un determinado porcentaje de acciones (normalmente entre un 10 % y un 15 %).

La opción *green shoe* tiene un plazo de vigencia que abarca los treinta primeros días de negociación de las acciones tras la realización de la OPV, es decir, la opción de compra podrá ser ejecutada en una única vez cualquier día durante el primer mes y por el volumen de acciones que consideren oportuno los coordinadores globales, sin exceder el número acordado que compone la opción. Si transcurren treinta días y no ha sido ejecutada la opción, vence, quedando las acciones que la integran en poder de la empresa emisora del *free float*.

En cuanto al precio, en una OPV/OPS el precio se fija a lo largo del periodo de suscripción. Puede establecerse un precio máximo o una banda de precios. La banda puede ser vinculante (el precio definitivo tiene que estar dentro de la banda) o no vinculante, en cuyo caso la banda de precios es solo orientativa y se puede dar el caso de que el precio definitivo salga fuera de la misma.

4.2. Comunicación y aprobación por la CNMV

Una vez la empresa haya elaborado el folleto y cumplimentado todos y cada uno de los puntos del mismo, el resumen y la nota sobre los valores, es necesario que ese mismo folleto pase un proceso de aprobación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Cuando se presenta un folleto a la CNMV, esta **da su visto bueno después de realizar un análisis**, en el cual comprobará que el folleto está escrito de manera clara y comprensible para los inversores, que la información es veraz y coherente y que está completado en su totalidad.

Mientras que el folleto no haya sido aprobado, la empresa no podrá publicarlo. **En un plazo máximo de 10 días** la CNMV comunicará a la empresa solicitante la admisión o no a negociación en el mercado de valores.

En el caso de que el folleto estuviera incompleto, no se deniega, sino que la CNMV requiere a la empresa la información correspondiente necesaria para completarlo, dejando de contabilizar los días hasta que la información hubiera sido remitida.

Después de haber recibido la aprobación del folleto por parte de la CNMV, la empresa deberá llevar a cabo el registro correspondiente en el registro administrativo, pasando a ser de disposición pública tan pronto como sea posible.

Para este hecho, se considerará que el folleto está disponible para el público en general cuando se publique a través de periódicos, formato electrónico, copias en las oficinas de la empresa o de los intermediarios, en la web del mercado en el que se entra a cotizar o en la misma página de la CNMV. A su vez, la CNMV publicará los folletos de las empresas que hayan presentado un folleto en los 12 meses anteriores, y normalmente con una redirección a la página web de la empresa emisora. Por lo tanto, **el folleto que apruebe la CNMV tendrá un periodo de validez de 12 meses desde que este es publicado**, siempre y cuando el mismo se encuentre siempre debidamente actualizado, y sujeto a cualquier modificación previo requerimiento de la misma CNMV.

4.3. Plan de comunicación y marketing

El plan de marketing es vital para el éxito de la salida a bolsa, puesto que una empresa que sale al mercado de valores mediante una OPV es como si se lanzara un nuevo producto financiero para los potenciales inversores. Además, al estar destinado a distintos tipos de inversores, las acciones de marketing dirigidas a cada uno de ellos se han de realizar de forma individualizada.

En el tramo minorista se utiliza sobre todo la publicidad, en medios generales o especializados. Son habituales los lanzamientos de *spots* publicitarios o las comunicaciones en prensa, y en cuanto a los documentos más utilizados,

estos son los trípticos explicativos de la oferta y del *equity story* de la empresa (argumentos de venta que se van a resaltar, a partir de la historia de éxito de la empresa y su potencial futuro).

En cuanto al marketing dirigido a los inversores institucionales, y considerando que la demanda de los inversores profesionales o cualificados será la que determine los precios de referencia de la colocación, la campaña será completamente distinta. Se realizan ruedas de prensa y presentaciones de la empresa colocadora de la OPV (lo que se denomina *road show*), con los potenciales inversores institucionales y sus analistas para captar su atención y recomendación de acudir a la OPV.

4.4. ¿Cómo se fija el precio de salida de la OPV?

Una vez que se ha calculado la **banda de precios de la colocación en bolsa**, estableciéndose un límite inferior y un límite superior, como resultado de la comparación de los resultados obtenidos de los siguientes métodos de valoración:

- Método del precio basado en el valor contable del neto patrimonial
- Método de los múltiplos, sobre el PER, EBITDA y sobre las ventas
- Método de los descuentos de los flujos de caja descontados

El precio definitivo se acordará conjuntamente con los bancos coordinadores, una vez finalizado el periodo de *road show* y previa valoración de cómo ha transcurrido este durante las presentaciones a los diferentes inversores institucionales y sus analistas, se fijará el precio definitivo de la oferta de colocación de la OPV, que normalmente recogerá un descuento, en los mercados de valores europeos, de un promedio del 15 %, con el fin de compensar a los accionistas e inversores que han decidido acudir e invertir en la colocación de la empresa emisora en bolsa; de esta forma, se consigue que los nuevos inversores tengan la percepción de que están entrando a un precio inferior del precio objetivo establecido, con lo que ya están generando una plusvalía latente.

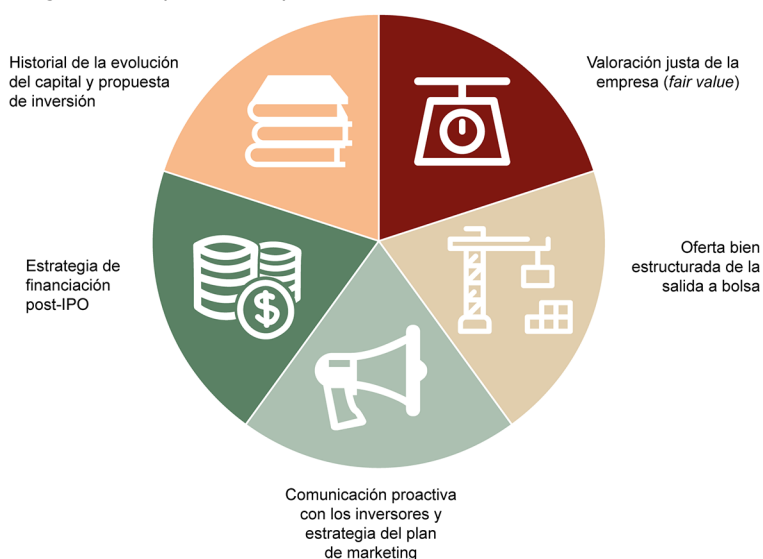
En general, podemos afirmar que las empresas que han salido a cotizar con un mayor PER (Price earning ratio o precio/beneficio de una acción) han sido las que han mostrado un peor comportamiento por parte de los inversores.

Asimismo, es difícil que una empresa pueda resistir en su salida una tendencia de bolsa bajista. Dicho esto, **encontrar el *momentum* de mercado adecuado es muy importante**.

Algunas empresas, por diversas razones, han retrasado la fecha prevista de su salida a bolsa y, según los expertos, es **difícil evaluar si el retraso supone un fracaso o una decisión tomada a tiempo**. El coste más complicado de valorar es el **coste de pérdida de imagen** que sufre la empresa emisora, aunque el aplazamiento haya sido a causa de la debilidad del mercado.

En el caso de que el aplazamiento de la salida a bolsa se deba a una baja demanda de los inversores, en cada uno de sus tramos, una vez lanzada la colocación, o bien a problemas internos de la propia empresa emisora del *free float*, **la posterior recuperación de la confianza de los inversores será aún más difícil de conseguir**. La alternativa para no parar y demorar la salida sería rebajar el precio de salida fijado.

Imagen 4. Principales *drivers* para tener éxito en la salida a bolsa



5. Valoración de la empresa en su salida a bolsa

Una vez superada la crisis financiera del año 2007, estamos asistiendo a una reconversión del sistema financiero; a modo de ejemplo en España, se está produciendo una concentración de entidades financieras, con lo que cada vez quedan menos bancos y, por consiguiente, hay menor competencia entre ellos para captar y atender las necesidades financieras de las empresas, de forma especial a las pymes.

El rescate del sistema financiero español, así como las nuevas normas de concesión de crédito Basilea III, ha llevado a que las condiciones para conceder créditos y préstamos a las empresas se hayan endurecido por los criterios de solvencia que se exigen a los bancos.

Las posibles alternativas que tenemos actualmente son acceder a los mercados de capitales y a las plataformas de financiación alternativa, según detalle:

- acceso al MAB (Mercado Alternativo Bursátil), y
- acceso al MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), o también
- el *private equity* o capital riesgo,
- el *crowlending*, y
- el *crowdfunding*.

5.1. Proceso de valoración

Para finalizar este punto, solo recogemos un cuadro explicativo resumen del valor empresa, sus rentabilidades y el retorno de la inversión.

Imagen 5. Valor de empresa, rentabilidades y retorno de la inversión

Análisis en profundidad de la compañía <i>target</i> (<i>due diligence</i>) ¹	Análisis y/o proyección de los estados financieros de la compañía <i>target</i> y valoración ²	Cálculo de retorno de la inversión y de rentabilidades ³
Objetivo		
Realizar una auditoría en profundidad de los principales aspectos técnicos, operativos, legales, laborales, fiscales, financieros, etc. de la compañía e identificar posibles riesgos	Obtener unos estados financieros (EEFF) proyectados y, mediante la aplicación de métodos comúnmente aceptados, fijar un valor del negocio (<i>enterprise value</i>) y/o de las acciones (<i>equity value</i>) del <i>target</i>	Mediante la aplicación de una metodología específica, medir el retorno y la rentabilidad de la inversión teniendo en cuenta la inversión necesaria y el retorno esperado
Conceptos a destacar		
Desde una perspectiva operativa/ financiera/legal/fiscal/laboral se analizan, entre otros: <ul style="list-style-type: none"> • identificación de riesgos y de potenciales contingencias • el cumplimiento de la normativa aplicable • la evolución histórica de la compañía • efectos de eventos no recurrentes • normalización de estados financieros 	Sobre la base de la información obtenida durante el proceso de <i>due diligence</i> : <ul style="list-style-type: none"> • análisis de los EEFF del <i>target</i> • proyección de los EEFF del <i>target</i> • valoración del <i>target</i> <ul style="list-style-type: none"> – aplicación de metodologías de valoración – cálculo de las tasas de descuento 	Sobre la base de los análisis realizados con anterioridad, se realizan análisis del retorno de la inversión y de las rentabilidades: <ul style="list-style-type: none"> • Valor actual neto (VAN) • TIR <ul style="list-style-type: none"> – TIR proyecto – TIR accionista • <i>Pay-back</i>
Durante esta fase, se identifican potenciales ajustes a realizar sobre los estados financieros de la compañía <i>target</i> / sobre el precio final	Se obtiene un valor de la compañía <i>target</i> que servirá para, entre otros, establecer el límite de precio que se puede pagar/cobrar para satisfacer a las distintas fuentes de financiación (<i>deuda/equity</i>).	Se realiza una evaluación del retorno de la inversión y de la rentabilidad de la misma. <u>¡Atención! Distintos perfiles de inversores/ fuentes de financiación exigen retornos y rentabilidades distintas.</u>

Ved también

Consultad la NT del módulo «Fusiones y adquisiciones, operaciones de M&A».

5.2. Mejoras para incrementar la valoración de la empresa

Algunos de los principales aspectos financieros para que la colocación en bolsa de la empresa tenga éxito entre los inversores mayoristas y minoristas, serían:

- Buenos niveles de **márgenes de contribución** y un EBITDA en crecimiento.
- **Proyectos de inversión** ya realizados o bien que no se esperan fuertes inversiones en capacidad como nueva maquinaria o traslados de fábrica.
- **Poca volatilidad** en los márgenes brutos o margen de contribución o *gross margin*.
- **Elevadas rentabilidades** financieras y económicas, y siempre con niveles en el que el ROE > ROA, apalancamiento financiero positivo.
- Buen **portfolio de clientes** (poca morosidad), sin elevada de concentración, con clientes multinacionales en una parte de su fondo de comercio, con contratos comerciales, etc.
- Gestión del negocio bajo **prácticas totalmente legales** siguiendo la normativa de *compliance*.
- **Auditoría de las cuentas** anuales sin salvedades.
- Capacidad de asumir un mayor nivel de **apalancamiento financiero (o endeudamiento)**.
- **Apalancamiento operativo** no excesivamente alto (variabilidad de la estructura de costes).
- Gestión óptima del **circulante operativo**, es decir, de los períodos de maduración económico y financiero y de las NOF (necesidades operativas de financiación).
- Gestión eficiente del **fondo de maniobra**, recursos permanentes > ANC.
- Mayor nivel de **recurrencia y previsibilidad** en la cifra de ingresos y de los diferentes márgenes y beneficios de la empresa (EBITDA, BAIT, BAT, BN).

6. Ventajas de los mercados alternativos MAB, AIM, Alternext, *equity crowdfunding*

6.1. MAB

Este mercado nace en el año 2009 con la característica de ser un mercado de renta variable no oficial, enfocado especialmente para las pymes. El Mercado Alternativo Bursátil («MAB») facilita a estas empresas un acceso sencillo y eficiente al mercado de valores.

Es una plataforma diseñada para que las pymes y medianas empresas con proyectos de expansión puedan beneficiarse de las ventajas del mercado: financiación, visibilidad, liquidez, valoración, etc.

Otra de sus características es que, a través de su plataforma, **permite a las empresas internacionalizarse**. También es relevante que, con la salida bursátil a través de las acciones, pueden realizar diversas actividades como el intercambio de esas acciones con otra compañía para así tener una participación en la misma, o a la hora de fusionarse con otra empresa, estas acciones pueden usarse como pago en especie en vez de utilizar *cash*.

El MAB se organiza por el Sistema Multilateral de Negociación y va dirigido a todo tipo de inversores, tanto pequeños ahorradores como pueden ser los particulares como las empresas. Este mercado fue creado por el **Conjunto de Bolsas Españolas (BME)**. La regulación está llevada a cabo por la **Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV)**.

Llegados a este punto, el horizonte temporal para invertir en este tipo de empresas no debe ser inferior a dos o tres años. El MAB es adecuado para el inversor que pretende una rentabilidad similar al capital riesgo y está dispuesto a asumir riesgo de liquidez.

Dentro de los requisitos que deben cumplir las empresas para cotizar en este mercado es que deben de ser sociedades anónimas, y que además cumplan las siguientes características:

- **Cuentas auditadas de los últimos 3 años**, bien bajo la normativa local, bien en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

- Contar con una **parte de su capital en manos de accionistas minoritarios**, cuyo valor estimado supere los 2 millones de euros.
- **No se requiere**, como en el mercado continuo español, tener **beneficios en los últimos 3 años**.

Empresas que conforman el MAB

Se clasifican según los once sectores definidos, que son:

- Comercio.
- Cartera y *holding*.
- Electrónica y software.
- Energías renovables.
- Ingeniería y otros.
- Medios de comunicación y publicidad.
- Mineral, metales y transformación.
- Ocio, turismo y hostelería.
- Productos farmacéuticos y biotecnología.
- Telecomunicaciones y otros.
- Transporte y distribución.

Por número de empresas, los sectores tecnológicos predominan:

- Productos farmacéuticos y biotecnología agrupa el 22,2 % de las empresas,
- Electrónica y software, el 20,6 %,
- Ingeniería y otros, el 16 %, y
- Energías renovables, el 13,7 %.

Además de las empresas en expansión, en el MAB cotizan:

1) **59 Socimis**; se entiende por Socimis (sociedad cotizada de inversión en mercado inmobiliario) sociedades anónimas, cuyo objeto social es la adquisición y promoción de activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, sea cual sea el uso. Se caracterizan por un régimen fiscal muy ventajoso a cambio de exigir el reparto vía dividendo de la casi totalidad de las rentas generadas. Además, sus acciones deben estar admitidas a negociación en un mercado regulado (en una bolsa), **con una capitalización cercana a 8.000 millones euros**.

Ejemplos de Socimis

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

2) **2.746 Sicavs**; se entiende por Sicavs (sociedades de inversión de capital variable con forma de sociedad anónima) lo que establezcan los estatutos. Al igual que los fondos de inversión mobiliaria, invierten la mayor parte de su patrimonio en valores mobiliarios como acciones, deuda pública, obligaciones, etc.

Ejemplos de Sicavs

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

3) **Una ECR**; entendemos por ECR sociedades de capital riesgo que realizan tomas de participación minoritarias, pero significativas, en el capital de empresas que consideran atractivas por su potencial de crecimiento, con un escenario temporal y con el ánimo de potenciar su gestión y por tanto su valor, para posteriormente desinvertir en dicha participación y obtener el retorno a su inversión, **con unos 300 millones de capitalización**.

Ejemplo de ECR

BBVA Capital Privado F.C.R.

4) **13 SIL**; entendemos por SIL sociedades de inversión libre, que tienen amplia flexibilidad inversora y se destinan a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de menor protección. Estos fondos no están sometidos a los límites de inversión y concentración de carácter general, pudiendo invertir en cualquier tipo de activos e instrumentos financieros derivados, y endeudarse (apalancarse) hasta 5 veces su patrimonio.

Ejemplos de SIL

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

Los **requisitos para formar parte de este mercado** se podrían resumir en los siguientes:

- **Fase de decisión:** designación del asesor registrado; se trata de profesionales especializados que valoran la idoneidad de las empresas para incorporarse al MAB, y una vez que ya se han incorporado, las asisten y acompañan durante todo el tiempo que permanecen operativas en el mismo. Toda empresa debe tener asignado en todo momento un asesor registrado.
- **Solicitud de incorporación:** consiste en la entrega de la documentación necesaria por parte de la empresa certificando el cumplimiento de los requisitos proporcionados por el MAB. Este mercado también exige presentar un folleto informativo o un documento informativo de incorporación; su contenido ha de tener información de la compañía descrita al detalle, al igual que su negocio y perspectivas.
- **Tramitación:** la solicitud enviada por la empresa pasará a ser evaluada y se mandará una respuesta sobre su incorporación o rechazo de la misma.
- **Incorporación:** si la solicitud es aprobada, dicha incorporación se va a publicar en el Boletín de Cotización, con su Código SIBE correspondiente y su inclusión en el Registro de Anotación en Cuenta.

Podemos destacar algunos datos importantes en cuanto al número de empresas que lo forman y su capitalización, como sigue:

- Este mercado lo forman 41 empresas, que se han ido incorporando desde su creación hasta el año 2013.
- La capitalización de las empresas que lo forman rondan los 1.056 millones de euros a finales del año 2017 (excluidas las Socimis, Sicavs, sociedades de capital riesgo y sociedades de inversión libre).
- En el año 2017, las empresas que cotizan en el MAB consiguieron nuevos fondos por más de 903 millones de euros en 31 ampliaciones de capital.
- Su gran competidor es, desde el año 2013, el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), y debido a su creación han disminuido las incorporaciones a este mercado en el último año.

Las empresas que soliciten su incorporación al MAB deberán asumir un nivel de transparencia y comunicación con el mercado; nivel que va a implicar un cambio profundo en la mentalidad de los accionistas de referencia, en los órganos de gobierno y sus formas de actuación, a través de diferentes mecanismos. No se trata solo de cumplir las normas establecidas, sino de **actuar siempre pensando en los nuevos accionistas que ahora van a acompañar a la empresa en su plan estratégico de crecimiento** y que merecen ser atendidos de forma adecuada y profesional, **para mantener el nivel de confianza que han puesto en la empresa.**

- Cada semestre remitirá los **estados financieros no auditados**, y en su caso, las **previsiones del presupuesto anual y grado de cumplimiento.**
- Con carácter anual, los **estados financieros auditados.**

Adicionalmente, **la compañía deberá comunicar de inmediato los hechos relevantes que se produzcan**, es decir, aquellas circunstancias o acontecimientos que puedan afectar al precio de la compañía; es lo que se denomina *profit warning*. En este punto, **es muy importante la labor de orientación y la sensibilidad que aportará el asesor registrado**, que ayudará a la empresa a distinguir qué hechos deben considerarse relevantes y cuándo comunicarlos.

Todas las informaciones exigibles a la compañía, al margen de las obligaciones que establezca la legislación general, deberán remitirse al MAB, previa revisión del asesor registrado y publicarse en la página web de la empresa para su mejor difusión y transparencia. También el MAB las difundirá a través de su página en internet.

6.2. AIM

El **Alternative Investment Market (AIM)** es el mercado alternativo bursátil que más éxito ha tenido a escala mundial en términos de volumen y empresas cotizadas. Este mercado de valores nació en el año 1995 en el London Stock Exchange con el objetivo de convertirse en el mercado adecuado para las empresas de pequeña capitalización *small caps* (pertenecientes a cualquier sector y parte del mundo) en fase de expansión, gran parte de las cuales relacionadas con la innovación. Dicho esto, **durante estos más de 25 años de existencia, ha facilitado financiación a más de 3.800 pymes por un importe superior a 108.000 millones de libras esterlinas.**

Entre las características que **han catapultado su éxito en los últimos años, destaca la autonomía y flexibilidad en sus requerimientos y obligaciones.** Por ejemplo, **para entrar a cotizar en el mercado del AIM no se requiere ningún capital mínimo** (recordemos que en el caso del MAB el capital mínimo exigido es de 2 millones de euros).

Una de las similitudes del MAB respecto al AIM se encuentra en la **figura del asesor registrado, conocido como *nomads* o *nominated advisors*.** Es una figura que cumple la función de asesorar a la empresa durante todo el proceso de salida a bolsa.

Por otro lado, cabe destacar la **figura de los *brokers*, cuya función es facilitar la liquidez de los valores,** y que juegan un papel mucho más relevante que en el MAB, ya que también pueden actuar como asesores registrados.

Por último, el AIM cuenta con otra figura singular en el mercado que es conocida como ***market specialist*, o especialistas de mercado, entre los que se incluyen intermediarios que puedan participar en el proceso de salida y cotización en el mercado.** Entre ellos se encuentran abogados, contables o relaciones públicas cuya misión radica en dar apoyo y asesoramiento a las empresas.

Respecto a la **flexibilidad** que ofrece el mercado, es reseñable la **no exigencia de antigüedad mínima de las empresas a la hora de cotizar** y la **no existencia de restricciones a la transmisibilidad de acciones;** estos dos factores ayudan a la **toma de decisión** de una empresa de comenzar a cotizar en el AIM.

Por último, otro de los aspectos destacables del AIM se encuentra en la fiscalidad. El AIM ofrece **unas condiciones fiscales favorables tanto para los inversores como para las compañías**. Si a todo esto le sumamos la cultura financiera existente en Londres, una de las más importantes plazas financieras del mundo, el éxito obtenido es más que comprensible.

La City londinense

Es la plaza financiera más importante de Europa; ofrece amplias facilidades para el desarrollo de proyectos de inversión, así como para la captación y atracción de inversores.

6.3. NYSE Alternext / NYSE Euronext

El NYSE Euronext (es una corporación Americana/Europea con fines de lucro) se crea en el año 2007, y hoy en día es **la mayor bolsa europea**; está formada por las bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y Oporto, y también por el LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange).

El NYSE-Euronext es actualmente **la principal plaza financiera mundial** y actúa en las siguientes bolsas: Bruselas, París, Amsterdam, Lisboa, Londres, Chicago, Nueva York y San Francisco.

El NYSE Alternext es un mercado alternativo **dirigido hacia las pymes** a las que ofrece menos obligaciones haciéndolas más atractivas a los inversores y, a la vez, dándoles oportunidades de financiación. **No es un mercado regulado y el sistema empleado es el MTS (*multilateral trading facility*)**, ya que está operado bajo el nombre del propio mercado por los operadores de mercado de Bruselas, Ámsterdam, Lisboa y París. **Para poder cotizar dentro de este mercado, es necesario elegir un *listing sponsor* o patrocinador listado** que les ayude durante el proceso de admisión y que les guíe a lo largo del tiempo que estén cotizando en Alternext.

Casi todas sus características son muy similares a las del NYSE Euronext; por ejemplo, la plataforma de negociación es la misma, es decir, se centra en la mejora de liquidez.

Aparece la figura del proveedor de liquidez para, dirigido a las empresas pequeñas, asegurar a los inversores suficiente liquidez. Como ya hemos mencionado anteriormente, las empresas que cotizan en este mercado se ven claramente beneficiadas de un mercado con los requisitos menos estrictos y formas de funcionamiento innovadoras, garantizando así la transparencia hacia los inversores.

Este mercado también ofrece **«una salida de capital privado y capital riesgo para los inversores»**.

A la hora de querer formar parte de este mercado alternativo, hay que seguir una serie de pasos similares a los de los mercados ya regulados, aunque, debido a que son pymes, muchas veces estos pasos son más simples y reducidos.

Existen tres **formas para pasar a formar parte del NYSE-Alternext**:

- **A través de una oferta pública:** es la forma más normal de realizar una salida a bolsa, aumentando el capital en el momento de la oferta de títulos y publicando un folleto informativo necesario. En este tipo de salida pueden participar todo tipo de inversores.
- **A través de una colocación privada:** se trata de colocar acciones **por una cantidad de al menos 2,5 millones de euros** en el año precedente de haber enviado la solicitud de admisión. Este tipo de salida va dirigido a los inversores institucionales y a los cualificados.
- Por último, **a través de un listado directo o cotización directa:** es la admisión a cotización de emisores ya admitidos anteriormente en un mercado regulado, sin haber obtenido capital.

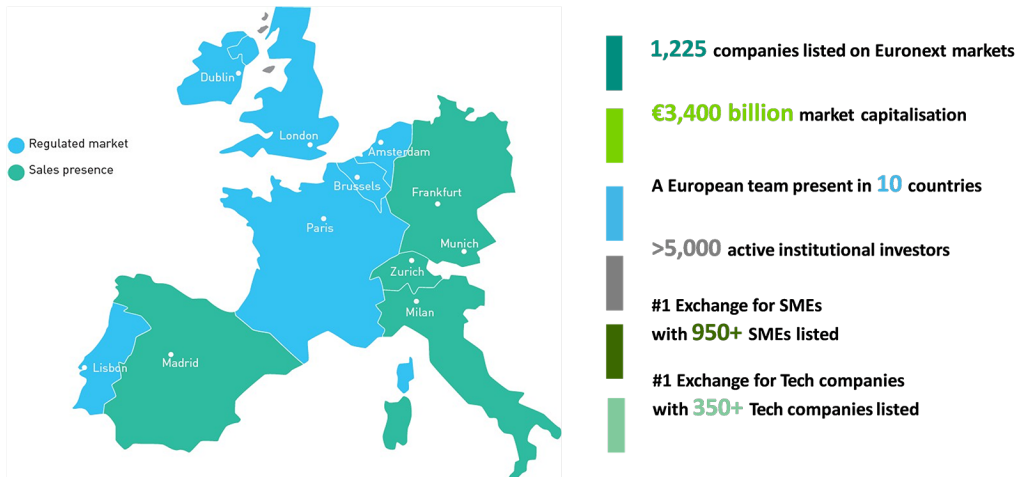
En cuanto a la **figura del patrocinador listado**, se encarga de **revisar si la empresa cumple con todos los criterios antes de publicar cualquier noticia o anuncio**; esto lo hará junto con la empresa y sus auditores, así como con sus asesores legales. Esta figura **suele recaer en un banco de inversión**.

Este mercado alternativo ya ha financiado 184 compañías cotizadas con una capitalización de 8.325 millones de euros, a lo largo de sus 15 años de vida (datos proporcionados por la página oficial de Alternext).

Imagen 6. Los países y las bolsas que conforman Euronext

LA IMPORTANCIA DE SELECCIONAR EL MERCADO ADECUADO PARA SALIR A BOLSA

EURONEXT = THE LEADING PAN-EUROPEAN STOCK EXCHANGE IN EUROPE

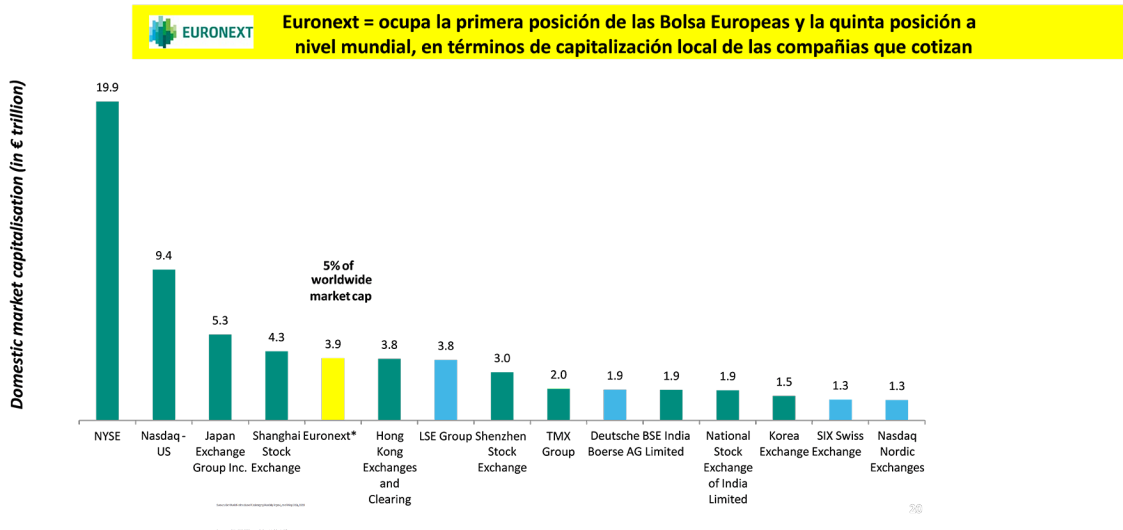


Source: Euronext, December 31st, 2018

18

Imagen 7. Euronext a escala europea y mundial por capitalización

EURONEXT → 1 STOCK EXCHANGE IN EUROPE AND →5 WORLDWIDE



20

6.4. MARF

El MARF es el Mercado alternativo de Renta Fija. Este nuevo mercado nace en octubre de 2013 como una preocupación del gobierno para paliar la sequía crediticia de la banca, o también denominado «*crunch* financiero», a raíz de la crisis financiera mundial del año 2007; por tanto, está relacionado con la falta de financiación a las empresas, así como por una imposición de Bruselas recogida en el Memorando de Entendimiento en torno al rescate bancario de España en el año 2012 (MoU, según sus siglas en inglés) en el que se manifestaba que se debía ayudar a las empresas españolas a buscar nuevos canales de financiación.

Este nuevo mercado alternativo **está dirigido para que las pymes y las medianas empresas puedan emitir deuda y eviten la dependencia de la financiación bancaria**, dada la rigidez de las nuevas condiciones impuestas por el Banco Central Europeo al sistema financiero, según Basilea II y III.

Las empresas que quieran emitir en el Mercado Alternativo de Renta Fija deberán **ser solventes y con una cuenta de pérdidas y ganancias que presente unos buenos márgenes y beneficios**. Aunque el MARF es para pymes, inicialmente ha sido un canal de financiación para las medianas empresas.

La **tipología de empresas que emiten deuda en el MARF** deben reunir, al menos, los siguientes requisitos:

- ser una empresa mediana o grande,
- tener un EBITDA superior a 10 millones de euros,
- unas cifras de ventas superiores a los 50 millones de euros
- y con crecimiento sostenido en los últimos años,
- un *rating* de igual o superior a BB y
- un ratio deuda/EBITDA, a ser posible, inferior a 4x.

Una de las claves del MARF es la **confianza de los inversores en materia de transparencia y de información sobre la solvencia de la empresa emisora**. En cuestión de transparencia, los requisitos serían muy similares a los de los mercados secundarios oficiales al exigirse que la empresa emisora pueda presentar:

- Estados financieros y cuentas anuales auditadas,
- informes semestrales y
- publicación de hechos relevantes.

En cambio, el **folleto** (documento regulado necesario para realizar las emisiones en mercados secundarios oficiales) **será sustituido por un documento informativo**, más simplificado y con un formato estandarizado establecido por el mercado y aprobado por la CNMV.

Las **calificaciones más bajas de *rating*** (son aquellas que las agencias de *rating* como Moody's, Standard & Poor's y Fitch han calificado previamente como emisiones especulativas con fuertes incertidumbres) se otorgan a aquellas **emisiones de mayor riesgo**, es decir, las efectuadas por emisores a los que se les imputa mayor riesgo de impago o *default*. Se suelen denominar **bonos de alta rentabilidad (*high yield*) aquellos que son emitidos por emisores de baja calificación**.

La importancia de estas calificaciones es que, **a mayor riesgo, obligan al emisor a efectuar sus emisiones con un tipo de interés más elevado**, es decir, una mayor remuneración para el inversor.

Estos suelen medirse **en términos de referencia con los bonos de la deuda pública**, de forma que la diferencia respecto de la rentabilidad de los bonos soberanos se llama prima de riesgo de calidad, y fluctúa en función de la percepción que tengan los inversores sobre el riesgo de las emisiones.

De ahí que, en épocas de crisis o incertidumbres, **los inversores acudan en mayor medida a los bonos públicos, algo que se suele denominar, en el argot financiero, como *flight to quality***, huida hacia la calidad o hacia un menor riesgo.

Las agencias de *rating* especializadas de más notoriedad son **Moody's, Standard & Poor's y Fitch**. Su sistema de clasificación es alfabético, con **añadidos numéricos**:

- la máxima calificación de un bono para Moody's es Aaa, para Standard&Poor's (S&P) es AAA;
- la calificación CCC o Caa considera la emisión como muy especulativa, con grave riesgo y fuertes incertidumbres;
- CC sería la calificación cuando se ha interrumpido el pago del cupón por parte del emisor y
- DD cuando lleva impagado varios cupones.

En el MARE, **hay dos tipos de emisiones, pagarés y bonos**, según si las necesidades de financiación son más a **corto plazo (pagarés)**, o bien se opte por emisiones de deuda a **largo plazo (bonos)**. Esto permitía al emisor obtener economías de escala si decidiera emitir diferentes instrumentos, y al inversor encontrar el instrumento que más se adecue a sus objetivos de «rentabilidad-riesgo».

Además, **el importe de las emisiones oscila entre 20 y 25 millones de euros**, aunque no se descarta que puedan producirse a partir de 10 millones o superiores a 50 millones, por lo que una calificación crediticia completa y regulada es imprescindible.

Los tipos de interés resultantes de las emisiones dependen de forma directa de **la solvencia y calidad de los emisores**; estas emisiones se realizan en una **horquilla de tipos de interés entre el 5 % y el 8 %**, «tipos muy interesantes para los inversores», si tenemos en cuenta los tipos del Banco Central Europeo en el cero por ciento.

Las colocaciones de las emisiones del MARF están dirigidas de forma directa a los inversores institucionales y a los *family office*, tanto nacionales como internacionales, debido a que este mercado funciona bajo un Sistema Multilateral de Negociación (SMN); se trata de inversores que desean diversificar sus carteras con valores de renta fija de compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas de negocio.

El Ministerio tiene previsto abrir este mercado a fondos de inversión y fondos de pensiones, de forma que **cualquier gran inversor pueda comprar parte de estas emisiones e incluirlas en sus portfolios de inversión**.

«Tampoco existirán limitaciones para las entidades de capital riesgo, ni para las aseguradoras. En cuanto al nominal unitario será de 100.000 euros y estará sujeta a las nuevas directivas que plantea MIFID II y III».

El MARF ha canalizado **emisiones por valor de 12.750 millones de euros** en financiación en **los últimos cinco años**.

Y si hablamos del **año 2018**, el volumen **total emitido en el MARF supera los 5.000 millones de euros**, un 30 % más que en el año 2017.

En estos momentos, **hasta 57 empresas han podido colocar deuda en el mercado** a través del MARF, que experimenta un crecimiento exponencial.

Para finalizar, pasamos a citar que en Europa funcionan otros mercados de renta fija alternativos similares al MARF y que comparten sus características:

- son mercados no regulados, aunque dependen en sugestión de un mercado oficial, configurados como Sistemas Multilaterales de Negociación, con mayor simplicidad de la documentación y los trámites,
- la participación de un asesor (patrocinador o mánager) que sirve de guía y ayuda en todo el proceso, etc.

El **mercado noruego Nordic ABM**, dependiente de la Bolsa de Oslo, **se creó en 2005** y fue el primero diseñado para acoger emisiones de bonos y renta fija a corto plazo con menores requerimientos que la bolsa.

Tiene dos segmentos:

- uno minorista, destinado al público en general (Nordic ABM Retail), y
- otro dirigido hacia los inversores profesionales (Nordic ABM Professional).

En **Alemania, la Bolsa de Stuttgart lanzó en 2010** un segmento especializado en emisiones de renta fija para pymes que se convirtió en el **alternativo BondM**, con bastante éxito en cuanto al número de emisiones, razón por la que, en cierta manera, se ha convertido en el mercado alternativo de referencia para otros países.

En **Francia**, la actividad de renta fija se incluye como segmento en el **mercado alternativo genérico Alternext**, donde se negocia todo tipo de activos, tanto de renta fija como de renta variable.

Italia lanzó en febrero de 2013 el segmento **Extra MOT PRO**, destinado a la cotización de bonos y papel comercial que ha tenido bastante aceptación.

6.5. Equity crowdfunding

El *equity crowdfunding* es una modalidad de inversión que funciona para proyectos con necesidades financieras de un cierto importe, especialmente proyectos, o modelo de negocio de empresa, que se encuentran ya funcionando pero que necesitan abordar nuevos mercados, nuevas líneas de actividad o bien ampliar capital para su plan de expansión.

El funcionamiento de una **campana de equity crowdfunding** no es muy diferente que en el resto de modalidades de *crowdfunding*, ya que los promotores de proyectos deberán establecer **una meta de recaudación, un porcentaje de reparto de acciones o participaciones y un plazo de tiempo durante el cual su campana estará recibiendo inversión** que, en la mayoría de los casos, lo establecerá la propia plataforma.

Las plataformas de *equity crowdfunding* **suelen cobrar una comisión sobre las cantidades recaudadas tras la campana**. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en el *equity crowdfunding* el **sistema de recaudación está basado en el todo o nada**, lo que implica que si la campana de inversión no ha logrado su meta de recaudación durante el tiempo que dura la campana de *crowdfunding*, no se le cobrará nada a los inversores.

En el ámbito del *equity crowdfunding*, existe una variante que ha tenido un crecimiento importante en los últimos años: el **crowdfunding inmobiliario**. Esta modalidad de inversión funciona igual que lo que hemos explicado hasta ahora, pero está centrada en la financiación de la compra y alquiler de inmuebles. Se trata, por tanto, **de inversiones inmobiliarias, donde los inversores esperan obtener una rentabilidad a medio o largo plazo de la venta o alquiler de los inmuebles** que son adquiridos a través de la figura del *crowdfunding* inmobiliario.

Uno de los aspectos que diferencia al *equity crowdfunding* del resto de modalidades de *crowdfunding* es el hecho de que **ha sido regulado junto con el crowdlending** en la normativa aprobada por el gobierno en abril de 2015. Esta normativa regula el *equity crowdfunding*, que según la propia regulación es el que se desarrolla mediante plataformas de financiación participativa.

Esta normativa supone un paso al frente en el **reconocimiento de esta alternativa de financiación como una alternativa más consolidada en el panorama de la financiación empresarial** y, además, supone una cierta protección a los inversores que se adentran en estos proyectos. La Ley 5/2015 de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, **establece que las plataformas de financiación participativa deberán estar registradas en la CNMV** para ejercer su actividad y que no podrán prestar a sus clientes servicios de asesoramiento que sí están autorizados para otro tipo de entidades.

En relación con los inversores, también **se establecen ciertos requisitos orientados a limitar el riesgo de las operaciones**. Así, un inversor no cualificado no podrá invertir más de 3.000 € por proyecto ni más de 10.000 € en la misma plataforma en un periodo de un año.

Por su parte, los promotores de proyectos **pueden recibir un máximo de 2 millones de euros de financiación en la misma plataforma, y esta cifra podría llegar a los 5 millones** en caso de que se trate de inversores cualificados.

Actualmente, **en España operan en torno a 9 plataformas de crowdfunding** de inversión. alguna de estas plataformas no es de origen español, como es el caso de Crowdcube, que opera en España pero es de Reino Unido.

Hay que tener en cuenta que **las plataformas de equity crowdfunding ponen en contacto a inversores con la empresa (que normalmente no cotiza en bolsa) que necesita financiación**. De ahí que los inversores que participan en el proyecto a financiar se conviertan en **accionistas con derechos a participar en los futuros beneficios** de la compañía en cuestión.

Principales plataformas que operan en España

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

Resumen

La salida a bolsa es un evento trascendente para cualquier empresa que, en caso de ser exitosa, le reportará numerosas ventajas. Su éxito, así como su evolución futura, dependerá en gran medida del diseño de la operación previa a la salida (OPV) y, en concreto, de factores clave tales como la fijación del *free float* y del precio de la emisión, la intervención de buenos asesores legales y financieros, de los bancos de inversión coordinadores y de un plan de marketing y de presentación de la empresa en un *road show* con inversores institucionales, bancos de inversión y analistas.

El éxito de la operación se manifiesta en la colocación de la totalidad de las acciones ofrecidas, en el mantenimiento o aumento del precio de las acciones los primeros días de cotización y, en general, en el grado de consecución de los objetivos de la sociedad y de los antiguos y nuevos accionistas.

La cotización en el mercado de valores representa, para el potencial inversor, una garantía de solvencia y perspectivas de futuro de la sociedad cotizada, pero también una garantía de transparencia reforzada por la necesidad de cumplir con los códigos de buen gobierno. Estos últimos tienen por objetivo asegurar una gestión más transparente de las sociedades cotizadas para dar una mayor protección y seguridad a los inversores.

Por otra parte, la valoración que el mercado realiza a las empresas cotizadas contribuye a profesionalizar y mejorar la calidad de la gestión de las mismas, con un claro objetivo del *top management* orientado a la «creación de valor» para el accionista.

En el contexto actual europeo, con el libre movimiento de los flujos de capital y el desarrollo de las nuevas tecnologías, se ha producido un incremento de los flujos económicos. De igual forma, en los mercados financieros se han abierto las puertas a nuevas empresas e inversores supranacionales. Las directivas comunitarias en la materia (como el régimen transfronterizo de los folletos informativos), así como la unificación de las normas contables, para adaptarse a las IFRS, tienen como objetivo facilitar una mayor integración de los mercados. Aunque ya se han producido algunas uniones como el proyecto iniciado por la Bolsa de París, Ámsterdam y Bruselas, conocido como Euronext, al que en 2003 se incorporó la BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa y Porto), el proceso no es sencillo no solo por la unificación de regulaciones legales, sino por los intereses enfrentados.

En definitiva, la salida a bolsa, sea en el mercado continuo, sea en el MAB, proporciona a la empresa más ventajas que inconvenientes. Dado que existen numerosos factores no controlables en todo proceso de salida a bolsa, si la

empresa emisora realiza un buen diseño mitigará gran parte del riesgo de la operación de colocación y concluirá con éxito si ha definido de forma acertada el rango del precio de la colocación.

Por último, hemos detallado la posibilidad de que las pymes y medianas empresas puedan tomar decisiones sobre la estructura financiera de sus balances, fuera del sistema bancario tradicional, es decir, el acceso al MARF y a las plataformas de financiación alternativa *equity crowdfunding*.

Glosario

bolsa de valores *f* En España, las bolsas de valores son mercados organizados, sujetos a regulación oficial y supervisados por la CNMV. Tienen la exclusividad para la negociación de acciones y valores convertibles o que otorguen derecho de suscripción. También se contrata renta fija, tanto pública como privada, así como *warrants* y certificados.

Bonos *m pl* Valor de renta fija con vencimiento entre 5 y 10 años emitido por una entidad pública o privada, en el cual el inversor conoce la rentabilidad de antemano y al vencimiento, el emisor devolverá el capital más unos intereses que se pagarán de forma periódica. En general, se emiten al portador y son negociados en bolsa.

capital suscrito *m* En las emisiones de capital, por constitución de sociedad o ampliación de capital, es el capital efectivamente suscrito por las acciones o por el público en general, con independencia de que sea o no desembolsado en ese momento.

capitalización bursátil *f* Precio global de todas las acciones de una compañía que cotiza en bolsa, referido a una fecha determinada. Es el valor que otorga el mercado a una empresa. Ese precio o valor se obtiene al multiplicar el número de títulos de una empresa por el último precio de los títulos (n.º de títulos x precio de cotización). La suma de la capitalización de los valores que se negocian en un mercado constituye la capitalización bursátil del mismo.

cash flow *m* Este término anglosajón (flujo de caja) hace referencia a las disponibilidades financieras o de tesorería de la empresa. Su aumento o disminución muestra la capacidad para generar riqueza. Es un concepto que se suele utilizar como parámetro bursátil en sustitución del beneficio, sobre todo cuando este está distorsionado por elevados resultados extraordinarios, políticas contables conservadoras, amortizaciones y provisiones fiscales, etc.

CNMV *f* Comisión Nacional del Mercado de Valores. Entidad española de derecho público y con personalidad jurídica propia, creada por la Ley de Reforma del Mercado de Valores de 1988, que tiene entre sus funciones las de ordenación, supervisión e inspección, tanto respecto a los mercados de valores como a la actividad de las personas físicas y jurídicas, que se relacionen con ellos. Está regida por un consejo, en cuya cabeza hay un presidente nombrado por el gobierno.

colocación asegurada *f* Es aquella en la que un banco se compromete con el emisor a adquirir los títulos que no sea capaz de colocar en el mercado bursátil.

colocación privada *f* Se da cuando la emisión se adjudica a un inversor o grupo de inversores, sin que se realice oferta pública (por lo que los requisitos legales que deben satisfacerse en la colocación son menos estrictos de lo habitual). Este procedimiento supone un notable ahorro de costes para el emisor.

cuentas anuales *f pl* Están formadas por el balance (informa sobre la situación patrimonial de la empresa), la cuenta de pérdidas y ganancias (informa acerca de los ingresos y gastos generados por la compañía, así como de su resultado) y memoria explicativa (ofrece información adicional explicativa y complementaria).

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) *m* Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es un método de análisis que muestra el multiplicador de la empresa sobre los recursos que genera, con independencia de su estructura financiera.

empresa emisora *f* La persona jurídica de carácter público o privado que emite valores o activos financieros como un medio de captar recursos externos en calidad de préstamos, emisiones o ampliaciones de capital. En el caso de las sociedades, realizan la formación inicial de su capital social o las futuras ampliaciones mediante emisiones públicas de acciones.

empresa cotizada *f* Es aquella empresa que decide poner sus acciones a fluctuar en un mercado bursátil, con el objetivo principal de obtener financiación. A estas empresas se les exige unos requisitos específicos de información económico-financiera y mercantil. En contrapartida, el hecho de cotizar en los mercados bursátiles les otorga una mayor facilidad a la hora de encontrar nuevos socios. Asimismo, con posterioridad a la salida a bolsa, pueden recurrir a las ampliaciones de capital como forma complementaria de financiación.

Euronext *m* Es el mercado paneuropeo que nace el 22 de septiembre de 2000 fruto de la fusión de las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas, dando lugar a la primera plaza bursátil de la zona euro. El grupo Euronext se expandió a principios de 2002 con la adquisición de LIFFE, el mercado de opciones y futuros de Londres, y la fusión con la Bolsa de Valores de Lisboa y Oporto, BVL. Es la primera bolsa europea en contratación y la quinta a escala mundial

por volumen de capitalización. Tiene su sede en Ámsterdam y cuenta con filiales en París y Bruselas. Este mercado cuenta, entre otros, con el índice bursátil, Euronext 100.

folleto de emisión *m* Es un documento que informa sobre la situación de la empresa y sus perspectivas, o sobre las condiciones de una determinada emisión que se va a realizar y que es preceptivo en determinados casos, como la realización de una emisión de bonos o de acciones o la solicitud de admisión a cotización. Este prospecto ha sido regulado por directivas de la UE para uniformarlo y es requisito imprescindible para emisiones de oferta pública en el mercado de valores español.

fondo de maniobra *m* Tiene dos lecturas; por un lado, la de funcionamiento, que es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. Por otro lado, la de planteamiento, que es la parte de los recursos permanentes que financia el activo no corriente. En definitiva, es la parte de activo corriente que no puede ser financiada con recursos espontáneos y, por tanto, debe hacerse con recursos permanentes.

free float *m* Es la parte del capital social de una empresa que cotiza libremente en el mercado bursátil, es decir, el porcentaje de capital de la sociedad que ha sido colocado en bolsa a disposición de los nuevos inversores y accionistas de la empresa emisora.

green shoe *m* Cláusula en los contratos de colocación de OPV (oferta pública de venta) en la cual se permite a los colocadores vender más acciones de las previstas (hasta un 10 % adicional aproximadamente) en los casos que la demanda llegue a ser mucho mayor de lo previsto. Este término tiene origen en la compañía Green Shoe Company, que utilizó esta cláusula hace 70 años.

MAB *m* El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características. El MAB se caracteriza por ser un sistema de negociación operado por las bolsas, promovido por el BME y supervisado por la CNMV. Proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración y ofrece un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas. BME aporta su experiencia y tecnología en el diseño de este mercado y en los procedimientos operativos de contratación, liquidez y difusión de información.

mercado de capitales *m* Conjunto de los mercados financieros de acciones, obligaciones y otros títulos de renta fija o variable. Se excluyen de él los activos monetarios, que forman el mercado del dinero.

NYSE-Euronext *m* Es una corporación americana-europea con fines de lucro, que opera múltiples valores bursátiles, más notoriamente en el NYSE, el Euronext y el NYSE Arca. NYSE Euronext nació en 2007 de la fusión del NYSE con Euronext. El NYSE-Euronext es actualmente la principal plaza financiera mundial y actúa en las siguientes bolsas: Bruselas, París, Ámsterdam, Lisboa, Londres, Chicago, Nueva York y San Francisco.

OPS *f* Oferta pública de suscripción, operación de mercado primario dirigida a la captación de fondos en los mercados. Los valores que se ofrecen públicamente proceden de una ampliación de capital. Esta operación la pueden realizar tanto sociedades cotizadas como no cotizadas. En general, en las no cotizadas se aborda con una doble finalidad: captar fondos y alcanzar el requisito de difusión accionarial necesario para su admisión a cotización.

OPV *f* Oferta pública de venta, operación que consiste en ofrecer al público una parte o la totalidad del capital social de una empresa. Puede promoverse con motivo de la privatización de una empresa pública, en el momento de la salida a bolsa de empresas privadas, o bien porque un accionista mayoritario o de control desee desprenderse de una participación importante en una sociedad cotizada.

Pagarés *m pl* Son activos de renta fija a corto plazo. Su vida, como máximo, es de 18 meses. Los pagarés cubren la financiación de corto plazo de las empresas. Como las letras del Tesoro, los pagarés también se emiten al descuento.

pay out *m* Es la parte de los beneficios de una compañía que se destina al pago de dividendo. Se expresa en forma de ratio y es el resultado de dividir el dividendo por el beneficio neto y multiplicar por cien el resultado. Un *pay out* del 50 % significa que esa empresa reparte la mitad de sus beneficios netos entre sus accionistas.

PER *m* *Price Earning Ratio*. Es uno de los principales coeficientes bursátiles e indica la relación entre el valor del mercado de las acciones dividido por el beneficio de estas después de impuestos.

Rating *m* Instrumento analítico que permite valorar el riesgo de una empresa o de una emisión. Lo normal es que a emisores con menor solidez financiera (peor *rating*) se les exijan

rendimientos superiores, para compensar así el mayor riesgo que se asume. Califica el riesgo de crédito de forma normalizada según los criterios de una agencia registrada de *rating*: AAA, AA, A, BBB, u otras notaciones similares.

ratio de endeudamiento *m* Indica el peso que tienen los recursos ajenos en la financiación de la actividad empresarial. Los más utilizados son el ratio de apalancamiento (deuda con coste/recursos propios), el de estructura financiera (deuda con coste/(recursos propios + deuda con coste) y el de cobertura de gastos financieros (beneficio antes de intereses e impuestos/gastos financieros). Muestran a los inversores el riesgo que tiene la empresa, por lo que se refiere a la posibilidad de hacer frente a sus deudas con los recursos de que dispone.

riesgo de liquidez *m* Posible penalización en el precio de un valor, en caso de que se necesite deshacer la inversión para recuperar el capital con rapidez. Con carácter general, puede decirse que los valores cotizados son más líquidos que los que no cotizan, ya que hay más posibilidades de encontrar contrapartidas a un precio razonable (en ocasiones, los no cotizados incorporan algún tipo de cláusula o garantía de liquidez por parte del emisor o un tercero, aunque no existe transparencia en cuanto al precio). Cuanto menos líquido es un valor, mayor es la disminución en el precio que debe aceptar el inversor para vender sus valores. En casos de iliquidez extrema, puede llegar a resultar imposible recuperar la inversión en el momento deseado.

ROA (return on assets) *m* Ratio que indica la rentabilidad de una empresa en relación con su activo total; indica el rendimiento que se está obteniendo de los activos. Se calcula dividiendo el BAIT entre el activo total.

ROE (return on equity) *m* Ratio que indica la relación entre el BN (beneficio neto) obtenido por la sociedad y sus fondos propios, ofreciendo una medida de la rentabilidad que obtienen los accionistas de la empresa.

tasa de descuento *f* Tipo de interés utilizado para calcular valores actuales de flujos de tesorería futuros. Cuanto mayor es la tasa de descuento, menor es el valor actual.

TIR *m* Es el tipo de interés al que se descuentan los flujos futuros de cobros y pagos previstos en una inversión, para igualarlos con el valor inicial de la misma, obteniéndose un valor actual neto igual a 0. Indica la rentabilidad de la inversión, es decir, el tipo al que resulta indiferente disponer del capital en el momento actual, o diferir su disponibilidad hasta las fechas de cobro previstas.

VAN *m* Es el valor que tendrían en el momento actual todos los cobros y pagos que se prevé que genere en el futuro un determinado activo financiero. Para «traer» o descontar esos flujos, en general se emplea un tipo de interés apropiado al riesgo y al horizonte temporal de dicho activo, bajo la hipótesis de que se mantendrá sin cambios durante toda la vida de la inversión (esta premisa suele emplearse por simplicidad operativa).

Bibliografía

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. Universidad de Navarra.

Fernández, Pablo (2013). *Valoración de empresas y sentido común.* Segunda edición.

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

Consulta de páginas 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/HomeAIAF.aspx>