

Las ampliaciones de capital

Las empresas necesitan fondos para llevar a cabo su actividad. En un principio, éstos fondos parten del capital social constituido al inicio de la actividad, y durante la misma se obtienen de la autofinanciación, la obtención de créditos o la emisión de obligaciones. Sin embargo, existe otra fuente de financiación adicional para las compañías: las **ampliaciones de capital**.

Una ampliación de capital implica, para la empresa, el aumento del capital social, bien por emisión de **nuevas acciones**, bien por **aumento de valor nominal** de las que ya existen. Sin embargo, esto supone una modificación de la estructura de capital de la empresa y de su valoración por parte del mercado, lo que implica un descenso del beneficio por acción, con el consiguiente efecto para el inversor. Ésta pérdida para el accionista trata de ser compensada a través de la concesión al mismo de **los derechos preferentes de suscripción**.

Introducción

Las ampliaciones de capital pretenden captar recursos del mercado con el fin último de financiar determinadas inversiones.

Es de vital importancia en el estudio de las ampliaciones, tener muy claro los siguientes conceptos:

- El precio de emisión de las nuevas acciones
- La proporción de las acciones que podemos suscribir
- El valor teórico del derecho de suscripción
- Decisiones que podemos tomar ante la ampliación

Respecto a las decisiones que puede tomar el antiguo accionista con relación a la ampliación de capital cabe decir lo siguiente:

- No vender los derechos preferentes de suscripción que le corresponden y suscribir todas las nuevas acciones a las que tiene derecho.
- Vender sus derechos en el mercado, con lo que no podrá suscribir las acciones que le hubieran correspondido.
- Vender una parte de sus derechos en el mercado, con los que poder financiar la compra de acciones nuevas emitidas.

El objetivo de esta lección será analizar los puntos anteriormente señalados, prestando una especial atención a la **valoración de los derechos preferentes de suscripción y al dilema en que se encuentran los antiguos accionistas** en las ampliaciones de capital respecto a si les es más beneficioso vender estos derechos o ejercitarlos.

Los Derechos Preferentes de Suscripción

Los **Derechos Preferentes de Suscripción (DPS)** tratan de paliar la **dilución patrimonial** que sufren los antiguos accionistas de una empresa al producirse una ampliación de su capital, ya que en definitiva aumenta el número de acciones entre las que repartir los potenciales beneficios de la compañía.

Éstos son un **derecho que tienen los antiguos accionistas**, según una determinada proporción, a **suscribir un determinado número de acciones nuevas**, en función de las acciones antiguas poseídas, o de obligaciones. Como hemos mencionado anteriormente, en el caso de no ejercitar dicho derecho, **la venta de los derechos de suscripción preferentes compensará, al menos en teoría, la pérdida patrimonial que sufre el accionista antiguo.**

Por ejemplo, si existe **una ampliación de capital 2 X 7**, por cada acción antigua que yo tenga me corresponderá un DPS, y por tanto necesitaré **7** de esos derechos para poder adquirir **2 acciones nuevas** de la compañía.

Será importante determinar **el valor teórico del DPS** que de esta forma compensa la pérdida patrimonial del antiguo accionista:

$$n \cdot P_0 + m \cdot P_1 = (n + m) \cdot P^* \quad [\text{Fórmula 1}]$$

$$dps = P_0 - P^* = P_0 - \frac{n \cdot P_0 + m \cdot P_1}{n + m} = \frac{m \cdot (P_0 - P_1)}{n + m}$$

[Fórmula 2]

n: es el número de acciones viejas existentes (o proporción).

m: es el número de acciones nuevas emitidas (o proporción).

P0: es el precio de las acciones viejas antes de la ampliación.

P1: es el precio de emisión de las acciones nuevas.

P*: es el precio de las acciones después de la ampliación de capital

dps: es el valor teórico de los derechos preferentes de suscripción.

Puesto que los derechos cotizan en bolsa, pueden darse situaciones de **arbitraje** en las que merezca la pena no ejercitar los derechos, venderlos, y comprar acciones después de la emisión.

Si el accionista pretende continuar con su inversión y suscribir las acciones nuevas puede operar de distintas maneras:

- Vender todas las acciones viejas y comprar derechos para suscribir nuevamente.
- Efectuar la "operación blanca" : vender las acciones viejas necesarias para efectuar la suscripción de modo que el inversor no tenga que hacer desembolsos adicionales.
- Vender los derechos y comprar acciones viejas ex derecho.
- Suscribir las acciones nuevas que le correspondan.

EJEMPLO

Pensemos en una acción que cotiza a **12,20 euros** y realiza una ampliación de capital de **1 x 7** con desembolso de **3 euros**, sin diferencia de dividendos. Es decir por cada 7 acciones antiguas que posea un accionista antiguo, le corresponderán 7 DPS con los cuales podrá adquirir una acción nueva. Aplicando las *fórmulas 1 y 2*, anteriormente descritas, obtenemos que **la cotización teórica del DPS** será de **1,15 euros**, mientras que la cotización teórica de la acción ex-derecho será de **11,05 euros**.

Pueden darse dos casos:

A) Los derechos cotizan por encima del valor teórico

Los derechos cotizan a **2 euros**, las acciones también tenderán a subir por encima del valor teórico, ya que a los poseedores de derechos les es más beneficioso vender esos derechos y comprar acciones tras la ampliación de capital.

Venta de derechos: $2 \times 7 + 3 = 17$ euros

Si compra una acción en le cuesta: 11,05 euros

Por lo tanto, obtiene un beneficio por acción de 5,95 euros.

B) Los derechos cotizan por debajo de su valor teórico

Supongamos que ahora los DPS cotizan a 1,05 €

Razonando del mismo modo, resulta conveniente vender las acciones y comprar derechos.

Los derechos más la acción nueva comprada le cuestan: $1,05 \times 7 + 3 = 10,35$ euros

Las acciones las vende por 11,05 €

Por lo tanto, obtiene un beneficio por acción de 0,7 €.

En este caso, como se ha indicado anteriormente, es más ventajoso el adquirir los derechos de suscripción para la posterior suscripción de acciones. Estas ventajas pueden ser debidas a la diferencia de los dividendos entre acciones nuevas y viejas, así como a la pérdida de liquidez que supone el suscribir acciones nuevas puesto que no cotizan de forma inmediata.

Dinámica de las ampliaciones de Capital

La mejor forma de analizar las fases de una ampliación de capital es a través de un sencillo ejemplo:

Pensemos en una ampliación de capital que se lleva a cabo entre el 1 y el 31 de enero.

El 31 de diciembre en nuestro caso, **las acciones viejas seguirán cotizando**.

Durante la ampliación de capital, **las acciones nuevas no cotizan**, mientras que **las acciones viejas siguen cotizando en su mercado**, apareciendo también **el mercado de los derechos de suscripción**

correspondientes. Teóricamente, **las acciones viejas cotizan por su precio anterior a la ampliación de capital menos los derechos de suscripción.**

El primer día después de la ampliación de capital (el 1 de febrero) **siguen cotizando las acciones viejas, las nuevas siguen sin cotizar y, por otra parte, se extingue el mercado de derechos de suscripción.**

Con posterioridad a la ampliación de capital, cuando interese a la sociedad emisora, transcurridos incluso en ocasiones varios meses, **la sociedad solicita a la CNMV la admisión a cotización de las nuevas acciones.**

Las **acciones nuevas entran a cotizar una vez superadas las fases y trámites anteriores**, y se suele observar un **descenso de la cotización** debido al incremento de oferta, y a que las acciones viejas suelen cotizar a un precio superior debido a que las nuevas suelen tener reducido algún derecho económico, por ejemplo la percepción del próximo dividendo.

Ampliaciones únicas inmediatas

Una ampliación se considera **inmediata** en el caso de que dicha operación financiera vaya a ejecutarse en la práctica inmediatamente, o incluso en un futuro muy próximo.

Por otra parte, se considera **única** cuando el segmento nuevo de capital social ampliado es único, es decir, existe un solo tipo de acciones homogéneas en cuanto a su precio de emisión, derechos disminuidos...

Dentro de las ampliaciones únicas e inmediatas podemos diferenciar dos situaciones completamente distintas:

- No existe reducción en las acciones nuevas emitidas.
- Existe reducción de derechos en las acciones nuevas emitidas.

En los siguientes apartados de la lección vamos a obviar las expresiones analíticas, haciendo especial hincapié en los ejemplos prácticos de cada una de las tipologías de ampliaciones de capital existentes. En todos ellos hay que tener en cuenta que **la capitalización antes de la ampliación ha de ser exactamente igual a la capitalización existente después de efectuarse la ampliación.**

Ampliación única inmediata sin reducción de derechos

Pensemos en una empresa que tiene acciones de nominal **12 euros** que cotizan al cambio del **210%** antes de iniciarse una ampliación de capital **1 x 5** al cambio del **200%**.

Si aplicamos la *fórmula 1* obtendremos la cotización teórica después de la ampliación. La interpretación lógica de esta fórmula pone de manifiesto que **la capitalización de la empresa antes de la ampliación debe coincidir con la que existe después de producirse esta ampliación de capital.**

$$5 \cdot 25,2 + 1 \cdot 24 = (5 + 1) \cdot P^* \Rightarrow P^* = 25$$

Para hallar el valor teórico del derecho de suscripción sólo tenemos que hallar la diferencia entre el precio de cotización de las acciones antiguas y el precio ex-derecho:

$$\text{dps} = 25,2 - 25 = 0,2 \text{ euros}$$

Se observa que un accionista nuevo que acuda a la ampliación de capital necesita conseguir por cada acción cinco derechos, por lo que debe desembolsar **5 x 0,2 = 1 euro**. Además, adicionalmente debe pagar el precio de la acción en la ampliación de capital, es decir **24 euros**. La suma de ambas cuantías **24 + 1 = 25 euros**, es la cotización teórica de las acciones después de la ampliación de capital.

Ampliación única inmediata con reducción de derechos

En ocasiones, las acciones nuevas pueden tener una reducción económica temporal de derechos, como por ejemplo un próximo dividendo nulo o reducido, lo que estaría justificado debido a que las nuevas acciones no han participado, o lo han hecho parcialmente, en la formación de dicho dividendo.

De la misma forma que antes, debemos considerar que la capitalización antes de la ampliación debe coincidir con la capitalización tras la correspondiente ampliación de capital. Sin embargo, y a diferencia con la situación descrita en el apartado anterior, existe **una reducción de derechos (D)** de las acciones nuevas que debe ser tenida en cuenta:

$$n \cdot P_0 + m \cdot P_1 = n \cdot P^* + m \cdot (P^* - D) \quad [\text{fórmula 3}]$$

Pensemos en una sociedad que emite **230.000** acciones ordinarias de **3 euros** de nominal, en la proporción **1 X 10 a la par**, con desembolso total y contra cupón nº 11. El dividendo previsto es de **0,35 euros por acción**. El plazo de la operación es del 1 al 31 de mayo, siendo los beneficios de las acciones nuevas a partir de **1 de junio**. La cotización de las acciones antiguas el día anterior al comienzo de la ampliación fue de **15 euros**.

La valoración teórica de las acciones ex - derecho será la siguiente:

$$10 \cdot 15 + 1 \cdot 3 = 10 \cdot P^* + 1 \cdot \left(P^* - \frac{5}{12} \cdot 0,35 \right) \Rightarrow P^* = 13,92$$

En este cálculo teórico de la cotización de las acciones tras la ampliación se ha tenido que reducir el porcentaje de dividendo al cuál no tendrán derecho las acciones nuevas. En este caso **5/12**, ya que la consideración de las acciones nuevas a la hora del reparto de dividendos se produce a partir del 1 de Junio.

Por otro lado el valor del derecho es:

$$\text{dps} = 15 - 13,92 = 1,08 \text{ euros}$$

Ampliación múltiple inmediata

En este tipo de ampliaciones no se realiza una ampliación, sino que **existen varios tramos de ampliación** para las nuevas acciones emitidas de manera inmediata.

Al igual que en las ampliaciones únicas e inmediatas nos podemos encontrar con estas dos situaciones:

- No existe reducción en las acciones nuevas emitidas.
- Existe reducción de derechos de las acciones nuevas emitidas.

De nuevo, **la igualdad entre la capitalización antes y después de la ampliación** debe ser el referente para calcular la cotización teórica del DPS y de las acciones ex-derecho.

Ampliación múltiple inmediata sin reducción de derechos

Supongamos una sociedad que cotiza a **25 euros** por acción y realiza las siguientes ampliaciones inmediatas de capital:

- **1 x 10 con desembolso de 5 euros por acción.**
- **2 x 5 con desembolso de 4 euros por acción.**
- **1 x 2 sin desembolso, con cargo a reservas.**
- **2 x 7 con desembolso de 1 euro por acción.**

Si pensamos en un inversor que posee **350 acciones**, le corresponderá suscribir las siguientes acciones nuevas:

- **Ampliación 1 x 10: 35 acciones**
- **Ampliación 2 x 5: 140 acciones**
- **Ampliación 1 x 2: 175 acciones**
- **Ampliación 2 x 7: 100 acciones**

Para calcular el el valor teórico de la acción, en función de la *fórmula 1* anteriormente descrita, tendremos que tener en cuenta los distintos tramos de emisión de las nuevas acciones. El resultado para nuestro ejemplo será el siguiente:

$$P^* = \frac{350 \cdot 25 + 35 \cdot (5) + 140 \cdot (4) + 175 \cdot (0) + 100 \cdot (1)}{350 + 35 + 140 + 175 + 100} = 11,98$$

El valor teórico de los derechos de suscripción será $P_0 - P^* = 25 - 11,98 = 13,02$.

Para el caso concreto de que el accionista deseara acudir a algún tramo específico de la ampliación, se debería obtener **el valor teórico del derecho para cada uno de los tramos de la ampliación:**

$$d_1 = \frac{35}{350} (11,98 - 5) = 0,70$$

$$d_2 = \frac{140}{350} (11,98 - 4) = 3,19$$

$$d_3 = \frac{175}{350} (11,98 - 0) = 5,99$$

$$d_4 = \frac{100}{350} (11,98 - 1) = 3,14$$

Observamos que la suma de la cotización teórica de todos los DPS por separado ha de ser igual a **13,02**, que es el valor teórico de los DPS, suponiendo que se acudiera a todos los tramos de la ampliación.

Ampliación múltiple inmediata con reducción de derechos

Este es el caso en el que las acciones nuevas, tienen, en principio, los derechos económicos disminuidos, o bien coexisten en la ampliación de capital segmentos no homogéneos desde el punto de vista de derechos y obligaciones económicas de los accionistas.

Pensemos en una sociedad cuyas acciones tienen un nominal de **6 euros**, cotizan a **10 euros** y se espera un dividendo por acción para el próximo ejercicio de **1 euro**. Dicha sociedad realiza una ampliación de capital múltiple e inmediata:

- 1 x 10 a un precio de emisión de 9 euros.
- 1 x 20 a un precio de emisión de 10 euros.
- 1 x 25 con cargo a reservas (No exigen desembolso alguno).

Un accionista posee **100 acciones antiguas** y desea conocer el precio de las acciones después de la ampliación de capital sabiendo que las acciones emitidas a 10 € percibirán sólo el **25% del dividendo del próximo año** y **las acciones gratis no percibirán el próximo dividendo**.

Según las condiciones anteriores a este accionista le corresponderán **10 acciones nuevas del primer tramo de ampliación, 5 del segundo tramo y 4 del tercer y último tramo de la ampliación**.

Para conocer el precio de las acciones tras la ampliación, estableceremos **la igualdad entre la capitalización antes y después de la ampliación**. En este caso deberemos tener en cuenta tanto la reducción de derechos que se produce como los distintos tramos existentes en la ampliación:

$$P^* = \frac{100 \cdot 10 + 10 \cdot (9) + 5 \cdot (10 + 0,75) + 4 \cdot (1)}{100 + 10 + 5 + 4} = 9,64$$

En lo que respecta a los derechos de suscripción tenemos las siguientes situaciones el valor teórico del dps será la diferencia entre la cotización antes de la ampliación y el precio de la acción ex-derecho.

$$\text{dps} = P_0 - P^* = 10 - 9,64 = 0,36 \text{ €}$$

De la misma forma que en el apartado anterior, se podría descomponer el valor teórico de este dps por cada uno de los tramos de la ampliación.

Ampliaciones diferidas

En este caso, las **ampliaciones no se producen de forma inmediata**, sino que se efectúan en un futuro más o menos alejado.

Todo lo visto para las ampliaciones inmediatas es directamente aplicable a las ampliaciones diferidas, sin más variación en la notación, en su caso, que la **introducción de precios provisionales** para las acciones en el futuro no inmediato en que se piensa realizar la ampliación de capital.

Operación Blanca

Se denomina "**Operación Blanca**" a la suscripción de las ampliaciones de capital al precio de emisión, **vendiendo los DPS necesarios para cubrir dicha suscripción**, de manera que el antiguo accionista no deba efectuar desembolso alguno.

Pensemos en un accionista que posee **100 acciones viejas** con una cotización de **3 euros**. Se produce una ampliación de capital **1 X 10 a la par**. El precio del derecho en el mercado es de **0,3 euros**.

La ecuación a aplicar será aquella que **iguale lo que yo debo desembolsar por la adquisición de un determinado número de acciones nuevas con los ingresos que yo recibo por la venta de un determinado número de DPS**. Por tanto la incógnita a despejar será el número de DPS a vender:

$$(100 - x) \cdot 3 \cdot \frac{1}{10} = 0,3 \cdot x$$

, siendo x el número de DPS a vender

Resolviendo esta ecuación nos encontraremos que **x= 50**, por lo que se deberán **vender 50 derechos a 0,3 euros**. Al vender este número de derechos nos quedarían en cartera otros 50 más, con los que podríamos adquirir **5 acciones nuevas a un precio de 3 euros** cada una de ellas, por lo que tendríamos que desembolsar **15 euros**, que es exactamente lo que recibimos por **la venta de los 50 DPS (50 x 0,3 = 15€)**

De esta manera, el antiguo accionista ha suscrito nuevas acciones sin tener que desembolsar ni una sola peseta, **ya que esta suscripción ha sido financiada totalmente por la venta de parte de los DPS.**

Ampliaciones procedentes de la conversión de obligaciones en acciones

La convertibilidad es un aliciente que se da al suscriptor de obligaciones o bonos de ser accionista de la sociedad en un futuro. Este sistema comporta para la sociedad emisora los mismos resultados que si se tratara de una emisión con prima, aumentando la capacidad de autofinanciación de la empresa y mejorando a veces el cash-flow de crecimiento, definido este como el porcentaje de recursos generados que se destinan a reservas.

El planteamiento de la conveniencia de proporcionar la convertibilidad a unos bonos u obligaciones, debe de efectuarse con independencia de la emisión en si. En efecto, cuando una sociedad desea una expansión superior a la de la autofinanciación, debe de estudiar la conveniencia de emitir obligaciones o acciones, en función del coste del capital y de la capacidad de generar cash-flow con la inversión efectuada. Más tarde se estudiara la posibilidad de conversión de acuerdo con los datos iniciales como punto de partida.

¿Qué efectos tienen sobre los antiguos accionistas las ampliaciones procedentes de conversión de obligaciones o bonos?

Si se pretende pagar intereses muy bajos, el tipo mínimo de conversión que no perjudique a los accionistas antiguos, exige que se den cotizaciones altas, por lo que el posible suscriptor además de percibir pocos intereses no tiene grandes posibilidades de beneficiarse de unas condiciones de conversión interesantes.

Si por el contrario se pretende pagar intereses elevados las condiciones serán favorables al suscriptor, tampoco afectará a los accionistas antiguos pero el coste de capital de la sociedad podría quedar resentido.

La solución consiste por tanto en pagar un tipo de interés medio, que garantice a los nuevos suscriptores un negocio adicional en el momento de la conversión sin afectar a los antiguos accionistas. Claro que el accionista antiguo puede verse perjudicado si el Beneficio por acción en el momento de la conversión se ve reducido como consecuencia de la misma, ya que aumenta el número de acciones en circulación, si bien los beneficios también aumentan puesto que los intereses antes pagados a los obligacionistas pasan ahora a reservas.

Las formas de de plantear la conversión con las que nos podemos encontrar son:

1. Especificar el cambio de conversión, esto es, el número de obligaciones por acciones.
2. Canjear el valor nominal de las obligaciones por un valor de mercado medio de la cotización de las acciones, durante un periodo determinado, rebajado en un porcentaje.

Un ejemplo: Zeltia

A continuación podemos ver un artículo publicado en el diario económico **Expansión** a 10 de Mayo de 2000, en relación con todo lo visto anteriormente:

"El grupo químico-farmacéutico español Zeltia ha aprobado tres ampliaciones de capital sin derecho de suscripción preferente por las que colocará 7,36 millones de acciones por un valor superior a 396,6 millones de euros (66.000 millones de pesetas) a precios de mercado de hoy -en torno a 54 euros-.

La compañía informó hoy a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de que estas ampliaciones, cuyo importe nominal total será de 2,06 millones de euros (343 millones de pesetas), se acometen con el objetivo de aumentar su control sobre su filial Pharma Mar y de incrementar la presencia de accionistas institucionales en su capital.

En su última junta general ordinaria de accionistas -celebrada el pasado lunes en Vigo- se aprobó que la primera de las ampliaciones de capital, destinada a adquirir la participación del 30 por ciento que Zeltia no controla de su filial Pharma Mar, sea de 1,038 millones de euros (173 millones de pesetas) a través de la emisión de 3,7 millones de nuevas acciones ordinarias.

Las acciones de esta ampliación tendrán un valor nominal de 0,28 euros y una prima de emisión de 4,27 euros, con lo que su precio final será de 4,55 euros. Los accionistas aprobaron también una Oferta Pública de Suscripción (OPS) de 3 millones de acciones de 0,28 euros (46,58 pesetas) de valor nominal por un importe de 840.000 euros (140 millones de pesetas).

Esta oferta tendrá una prima de emisión equivalente a la diferencia entre el precio por título que se fije en la OPS y su valor nominal. La tercera ampliación de capital aprobada pondrá en circulación 650.000 nuevas acciones con un valor nominal de 0,28 euros (46,58 pesetas), por un importe total de 182.000 euros (30 millones de pesetas) y una prima de emisión igual a la anterior.

Estas acciones se ofrecerán a las entidades financieras que participen en la colocación de la OPS para cubrir un exceso de demanda de títulos entre los inversores institucionales y para estabilizar la cotización bursátil de la compañía.

Además, Zeltia ha anunciado que efectuará una Oferta Pública de Venta (OPV) de acciones para los accionistas de Pharma Mar que acudan a la oferta de canje de acciones presentada por Zeltia para hacerse con la mayoría de su capital."

Existe más información disponible sobre las últimas ampliaciones que se han producido en el mercado español en las siguientes direcciones:

<http://www.megabolsa.com/cierres/ampliaciones.htm>

<http://www.bolsafin.com/MENU/Ampliaciones.htm>

Bibliografía

APARICIO, A.; GALLEGO, R.; IBARRA, A. y MONROBEL, J.R. (2000): **Calculo financiero, Teoría y Ejercicios.** Ed. A.C. Madrid.

DE PABLO, A. y FERRUZ, L. (2001): **Finanzas de Empresa.** Ed. Centro de Estudios Ramón Areces. Madrid. 1ª Reimpresión.

FERRUZ, L.; MARCO, J.V. y SARTO, J.L. (1994): **Operaciones Financieras.** Ed. Ariel Economía. Barcelona.

FERRUZ, L.; PORTILLO, M.P.; SARTO, J.L. (2001): **Dirección financiera de tipo de interés.** Ed. Pirámide. Madrid.

MARTÍN, M.; MARTÍNEZ, P. (2001): **Casos prácticos de dirección financiera.** Ed. Pirámide. Madrid.

PAREJO, J.A.; CUERVO, A.; CALVO, A. y RODRÍGUEZ, L. (2001): **Manual del sistema financiero español.** Ed. Ariel Economía. Barcelona. 14ª Edición.

PISÓN, I. (2001): **Dirección y gestión financiera de la empresa.** Ed. Pirámide. Madrid.

Documento realizado por:
Luis Ferruz Agudo
Luis A. Vicente Gimeno
Profesores de la Universidad de Zaragoza

www.5campus.com