

TEMA 1: La Estructura Financiera de la Empresa

1. Introducción.

2. La Estructura Económica y Financiera de la Empresa.

3. El Equilibrio entre Inversiones y Financiaciones.

4. Financiación Interna y Externa.

Bibliografía: *Cap.1 Suárez Suárez Economía Fra. de la Empresa Pirámide.*

1. Introducción

ACTIVO	PASIVO
Bienes y Derechos (Recursos según su naturaleza)	Recursos Ajenos + Recursos Propios (Deuda o exigible) + (Neto patrimonial)
Activo • A. Circulante • Inmovilizado	Pasivo circulante + Patr. Neto + Exigible LP <i>Recursos Ajenos Recursos propios</i>

Pasivo = Estructura financiera de la empresa, Capital de Financiamiento.

- Financiación interna o autofinanciación: Son generados por la propia empresa.
- De enriquecimiento: Beneficios después de impuestos y dividendos, a reservas.
- De mantenimiento: Fondo de amortización + provisiones.

- Financiación externa o ajena:
 - CP
 - LP
 - Propiamente externa.

1.2 La Estructura Económico – financiera de la Empresa.

1.2.1 La Estructura Económica

Va a generar una serie de inversiones en activo fijo y/o en activo circulante.

- La inversión en activo fijo viene determinada por la demanda. El incremento de demanda debe ser estructural, es decir, la empresa debe estar en una etapa de expansión o crecimiento. La condición suficiente consiste en que el tipo de rendimiento de la inversión sea superior a coste de los recursos financieros. Son necesidades acíclicas de capital.
- La inversión en activo circulante es una necesidad cíclica de capital para la empresa, esto es el ciclo dinero – mercancía – dinero. Esta inversión se realiza para asegurar el funcionamiento de este ciclo, también llamado ciclo de explotación. Depende de la dimensión del Activo Fijo y del período medio de maduración, el cual se define como el tiempo que se tarda en recuperar 1 pta. Invertida por término medio; es la duración media del ciclo de explotación.

Ciclo d-m-d

Tesorería Productor Clientes

Mat. Primas

Sueldos, salarios

Gastos Fabricación

En resumen:

La inversión en AC genera necesidades cíclicas de capital, es decir, tienden a asegurar el buen funcionamiento del ciclo de explotación. Satisface las necesidades de la empresa a CP para no detener su actividad.

La inversión en AF genera necesidades acíclicas de capital, es decir, están vinculadas directamente a la vida de la empresa pero no al ciclo de explotación. Surgen de aquellas inversiones que tienen por objeto dar vida a la empresa o asegurar su posición en el mercado, y consiguen la supervivencia de la empresa. Proviene de inversiones a LP.

1.2.2 La Estructura Financiera

Está ligada al pasivo de la empresa. Se compone de:

- Capitales permanentes o pasivo estricto
- Reservas + K social = Neto
- Deudas LP o pasivo fijo
- Pasivo circulante
- Deudas CP

¿Qué partidas de las anteriores deberán financiar las necesidades cíclicas de K y cuales las acíclicas?

- El **pasivo circulante** genera todas las **deudas a CP** de la empresa: en principio financia las **necesidades cíclicas** de capital, que son las que van unidas al ciclo de explotación. Este ciclo genera liquidez suficiente para hacer frente al pago de las deudas.
- El **pasivo fijo + neto** debe financiar las **inversiones a LP**, es decir, las **necesidades acíclicas** de capital para la empresa. Dentro de las necesidades cíclicas de capital, deberá haber algo que fuese financiado por el PF + N, esto se conoce como *fondo de maniobra*.

Conclusión: la empresa, basándose en sus posibilidades de financiación externa o interna, a las características de las inversiones a emprender, y, en general, a las imposiciones del entorno, deberá adoptar una estructura financiera sin olvidar el equilibrio entre inversiones y financiaciones que se debe respetar para evitar descapitalizaciones y problemas de solvencia financiera en general, tanto a CP como a LP.

1.3 El equilibrio entre Inversiones y Financiaciones.

Una empresa se encuentra en equilibrio financiero cuando puede ir cancelando las deudas conforme llega su vencimiento. Las dos variables que vamos a utilizar para analizar la situación económico – financiera de una empresa son las siguientes:

- Para analizar la solvencia a CP: Cash Flow; esto es Caja + Bancos c/c.
- Para analizar la solvencia a LP: Fondo de Maniobra; se trata del exceso de K permanente sobre el

activo fijo. Es una especie de fondo de solvencia o stock financiero que permite compensar los eventuales desfases entre la corriente de cobros y la de pagos generadas por el ciclo de explotación.

$$FM = (PF + N) - AF = AC - PC > 0$$

Las distintas situaciones financieras que se pueden dar mediante el estudio del signo del Fondo de Maniobra se pueden observar en la transparencia que sigue a continuación, las cuales explicamos a continuación:

- Máxima estabilidad: Esta situación se da en el instante de constitución de la empresa, el $NP = AC + AF$.
- Situación Normal: El FM es positivo, y el AC es mayor al PC. El NP también es positivo.
- Suspensión de pagos técnica: El FM es negativo, el PC es mayor al AC y el NP es positivo. Se da en empresas que, por ejemplo, pagan a proveedores a 90 días y cobran de clientes a 30 días, siendo en su balance mayor la cuantía de la cuenta proveedores que la de clientes. No se trata de una suspensión de pagos real, aunque puede llegar a serlo si no realiza los pagos pertinentes después de cobrar y mantiene esta situación cíclicamente en el tiempo.
- Quiebra técnica: Se produce ante la existencia de continuadas pérdidas. La empresa necesita una inyección de capital, o la quiebra técnica se convierte finalmente en quiebra real.

4. Financiación Interna y Financiación Externa

La **financiación interna** se compone de recursos generados por la propia empresa. Encontramos 2 tipos de financiación interna (o autofinanciación):

- Autofinanciación de enriquecimiento: Beneficios después de impuestos y dividendos a accionistas.
- Autofinanciación de mantenimiento: Amortizaciones + provisiones.

La financiación externa es la que la empresa obtiene de fuentes externas a ella.

Puede darse a CP y a LP:

- CP
- Crédito Comercial: Es la fuente automática de financiación que los proveedores y otros acreedores proporcionan a la empresa, debido al tiempo que transcurre desde que se sirven las mercaderías hasta que se realiza el pago de las mismas.
- Mercado de Crédito o Monetario:
- Descuento Comercial: Las empresas suelen poseer derechos de cobro sobre sus clientes, materializados en efectos comerciales, los cuales, en caso de necesidad de liquidez, pueden ser descontados por la empresa en entidades financieras, donde la empresa tiene abierta una línea de crédito (cuentas de clasificación y descuento) limitada a un riesgo máximo, nunca será ilimitada.
- Pólizas de Crédito: El banco pone a disposición de la empresa una cuenta de crédito para disponer de ella en la cuantía y plazo estipulados, y la empresa dispone de ella según sus necesidades económicas, pagando intereses sólo por las cantidades de las cuales disponga realmente.
- Factoring: Consiste en vender a un factor los derechos de cobro que la empresa tiene sobre sus clientes a un precio determinado. El factor asume la gestión del cobro y el riesgo del posible impago. Tiene 2 ventajas importantes: obtiene liquidez de forma inmediata una vez efectuadas las ventas, y ahorra los costes administrativos del cobro aplazado. Su mayor inconveniente es su alto coste.
- Mercado de Valores:
- Pagarés: Pago aplazado. Es una obligación de pago que emite la empresa para la obtención de activos en el momento.
- Letras: Pago aplazado.

- Largo Plazo: mercado de capitales.
- Mercado de Crédito:
- Préstamos: Es un contrato mediante el que un cliente obtiene de una entidad financiera una cantidad fija de dinero, una vez descontados los gastos de formalización del contrato, con la obligación de devolver dichos fondos en uno o varios plazos establecidos previamente, y de pagar los intereses y comisiones que se hayan pactado.
- Préstamos a CP o LP.
- De consumo o de inversión.
- De garantía personal o de garantía real.
- A tipo de interés fijo, variable o mixto.
- Leasing financiero: Es una forma de financiación de los elementos de AF, que le permite a la empresa disponer de ellos sin necesidad de desembolsar la cantidad total en la que está valorado el elemento, sino que lo alquila o arrienda a una institución financiera, la cual tiene la titularidad del bien. La empresa periódicamente paga una cuota, y, al final del contrato, por un valor residual puede ejercitar lo que se denomina opción de compra y quedarse con el elemento.
- Sale and Lease-Back: Una empresa con dificultades económicas puede vender parte de sus AF a una entidad de leasing por un precio similar al valor de mercado, y luego volver a disponer de dichos activos alquilándolos a la empresa de leasing. El leasing no es sólo una forma de financiación a LP, sino que además es una fuente residual de recursos financieros.

EMA 2: La Autofinanciación de la Empresa

2.1 Concepto y Clases de Financiación.

2.2 Autofinanciación por Enriquecimiento: Reservas.

2.3 Autofinanciación por Mantenimiento, Amortización y Provisiones.

2.4 Ventajas e Inconvenientes de la Autofinanciación.

2.5 Política de Dividendos.

Bibliografía: *Capítulos 20, 21 Suárez Suárez, Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación, Ed. Pirámide.*

1. Concepto y Clases de Autofinanciación

La autofinanciación consiste en aquellos recursos que son generados por la propia empresa, sin necesidad de tener que recurrir a fuentes externas.

Tipos:

- **Por enriquecimiento:** Es aquella parte del beneficio una vez liquidados los impuestos y los dividendos de los accionistas. Incrementa el PN de la empresa, es decir, la hace más rica. En principio, no tiene una fecha de exigibilidad, por lo cual los fondos de autofinanciación por enriquecimiento pueden ser utilizados por la empresa sin límite temporal.
- **Por mantenimiento:** No produce variaciones en el PN de la empresa. Sin embargo, la autofinanciación por mantenimiento llegará un momento en que será exigible, es decir, la empresa necesitará hacer uso de ese fondo que generó.

2. Autofinanciación por Enriquecimiento: Reservas

Formada por todas aquellas cuentas de reservas que suponen efectivamente un incremento de NP por igual importe.

Efecto Multiplicador de la Autofinanciación: La autofinanciación de enriquecimiento además de producir una función de origen interno, permite incrementar los recursos financieros externos de la empresa. A esto se le conoce como efecto multiplicador de la autofinanciación.

Expresión matemática:

C0: Volumen inicial de capital social.

A: Autofinanciación. $(C0+A) = RP$.

D: Deudas (LP).

P: Pasivo total.

$$P = (C0 + A) + D$$

L: Coeficiente de Endeudamiento o coeficiente de Leverage ($L=D/P$):

$$P = (C0 + A) + L \cdot P \quad [1]$$

Incrementos de A (ΔA):

$$P + \Delta P = C0 + A + \Delta A + L (P + \Delta P) \quad [2]$$

$$[2] - [1]$$

$$\Delta P = \Delta A + L \cdot \Delta P$$

$$\text{donde: } \Delta P (1-L) = \Delta A$$

$$\Delta P = (1/(1-L)) \cdot \Delta A$$

siendo $(1/(1-L)) = K$ (multiplicador de la autofinanciación $[0,1]$), resultando:

$$\Delta P = K \cdot \Delta A, K \geq 1 (+), \text{ si } L \rightarrow K.$$

3. Autofinanciación de Mantenimiento: Amortizaciones y Provisiones

3.1 Amortización

Amortización

Expresión contable de la depreciación anual de elementos de inmovilizado

Su acumulación:

Fondo de Amortización

Su uso:

Destinos:

Épocas de estabilidad o depresión	Épocas de expansión
• Disminuir deuda: Evitar gastos financieros. • Inversiones extrafuncionales: Inversiones en elementos no necesarios para la actividad (seguros, líquidos, rentables).	• Inversiones funcionales en elementos de AC: Expansión transitoria de AC, situación de expansión coyuntural. • Inversiones funcionales en elementos de AF: Su objeto es crecer, es decir, desplazar la curva de demanda: efecto expansivo de la amortización o <i>Efecto de Lohman – Ruchti</i>.

Supuestos de Lohman – Ruchti:

- Empresa en fase de crecimiento: A la empresa le interesa incrementar su proceso productivo. Si este supuesto no se da, ya no es utilizable el proceso deductivo de Lohman – Ruchti.
- Ausencia de obsolescencia tecnológica: El progreso tecnológico no debe afectar a la duración del equipo. Por ejemplo, aunque aparezcan ordenadores de mayor potencia, velocidad, etc, el proceso se seguirá produciendo.
- La capacidad productiva del inmovilizado se mantiene constante a lo largo de toda su vida útil: la maquinaria siempre tendrá el mismo rendimiento, no existen rendimientos decrecientes, mantendrá siempre su capacidad productiva.
- El equipo productivo debe presentar cierto grado de divisibilidad: en un proceso productivo dividido, el hecho de quitar una máquina para reponerla por otra, no debe alterar el proceso en sí.
- Ausencia de inflación.

Cuando el 1º supuesto se cumple, aunque los demás fallen, el proceso de L–R se produce, con mayor intensidad cuanto mayor sea el nº de supuestos que también se cumplen.

Si el 1º supuesto no se cumple, no se dará el proceso de L–R.

3.2 Provisiones

Son retenciones de beneficios que se realizan en la empresa para dotar fondos de producción con los que hacer frente a pérdidas ciertas no realizadas, o a gastos futuros. Clases de provisiones:

- Provisiones para impuestos: Corresponde al importe estimado para aquellas deudas tributarias cuyo importe o fecha de pago no pueda ser determinado con exactitud.
- Provisiones para responsabilidades: Recoge fondos para hacer frente a deudas probables por litigios (pleitos), avales, juicios, etc.
- Provisiones para pensiones y obligaciones similares: Son fondos destinados a cubrir obligaciones contraídas por la empresa con sus trabajadores, como consecuencia de viudedad, jubilaciones, orfandad, incapacidades, etc.

4. Ventajas e Inconvenientes de la Autofinanciación

4.1 Ventajas de la autofinanciación:

- Mayor autonomía y libertad de acción para la empresa: Los directivos de la empresa serán los que se encarguen de decidir donde irá destinada la autofinanciación.

- Es una fuente de financiación que no necesita remuneración: Por el hecho de ser generada por la misma empresa y no necesitar pagar al exterior por la obtención de financiación.
- En las pymes constituye la única forma de obtener recursos financieros a LP: Las entidades financieras no están muy de acuerdo en dar fondos a estas empresas, por lo tanto son las mismas pymes las que se ayudan.
- La amortización reduce la carga impositiva de la empresa: La amortización se considera una carga fiscal de la empresa, por tanto, cuánto más rápidamente se produce la amortización, menor será la carga financiera.

4.2 Inconvenientes de la Autofinanciación:

- Para el accionista:
- La autofinanciación es contraria al contrato de sociedad, mediante el cual se establece que los beneficios derivados de la actividad de la empresa serán repartidos. Lo que se reinvierte, no se reparte.
- Para la empresa:
- Realización de inversiones poco rentables.
- Impide la realización de inversiones rentables: A lo largo del año se va generando la autofinanciación, a mayor autofinanciación, menor dividendo, por lo cual la rentabilidad de las acciones es menor y también su valor en bolsa, por tanto, nadie las quiere comprar y su precio de venta será menor cada vez.

5. Políticas de Dividendos

- Porcentaje fijo sobre los beneficios anuales: La empresa reparte un % fijo anual de sus beneficios netos anuales (después de impuestos).
- Dividendo anual constante: Todos los años, la empresa reparte un volumen fijo de dividendos (ej. 100 ptas. por acción), independientemente del nivel de beneficio. Las empresas que siguen esta política suelen ser de cotización estable. Pueden pasar 2 cosas:
- El año que el beneficio sea suficiente o alto, la empresa podría repartir el dividendo y aún quedarse con una parte del BND (benef. No distribuido) que se llevaría a engrosar las reservas, la empresa no tendría problemas y seguiría enriqueciéndose.
- El año que el beneficio no sea suficiente para repartir dividendos o existan pérdidas, la empresa tendrá que desdotar autofinanciación de enriquecimiento para poder hacer frente al pago de dividendos, perdiendo riqueza.
- Dividendo anual constante con ajustes: Igual que el anterior caso, pero cuando los beneficios lo permiten, se puede repartir además de un dividendo mínimo constante, un dividendo complementario. Esta estrategia es mejor para la empresa, ya que le proporciona una cierta flexibilidad; sin embargo, al inversor le crea mayor incertidumbre acerca de la cuantía del dividendo que recibirá.
- Dividendo variable: La empresa reparte cada año una parte variable de sus beneficios, sin ajustarse a ninguna política preestablecida.

Tema 3: EL SISTEMA FINANCIERO

1. El sistema financiero. Definición y funciones.

El sistema financiero es un conjunto de partes formado por el conjunto de instituciones, medios y mercados que canalizan recursos desde las unidades económicas con excedente de ahorro a las que son deficitarias. (TR1)

La función fundamental del sistema financiero es canalizar el ahorro hacia la inversión. Esta función resulta fundamental por 2 razones:

- Las unidades económicas deficitarias son normalmente distintas de las que tienen superávit, por lo tanto, es necesario un mecanismo para canalizar el excedente hacia el déficit.
- Los deseos de los ahorradores e inversores no coinciden en cuánto al grado de liquidez, seguridad y rentabilidad de los activos financieros; por ello se hace necesaria la existencia de agentes económicos que se interpongan entre ahorradores e inversores, y que sean capaces de satisfacer las necesidades de ambos.

(Ver TR2).

2. Agentes especialistas e intermediarios financieros (TR3)

- **Agente especialista:** Pone en contacto oferta y demanda de títulos primarios. No realizan ninguna labor de transformación, sólo median entre prestamista y prestatario. Gracias a ellos se reducen los costes de búsqueda e intermediación, ya que cuentan con información sobre la oferta y la demanda existentes para cada activo, evitando que las unidades económicas deficitarias tengan que proceder a la colocación directa de una emisión, incurriendo en unos mayores costes de búsqueda. Encontramos 3 tipos:
- **Broker:** Es un simple comisionista. Se trata de agentes que sólo actúan por cuenta ajena, trasladando al mercado las órdenes de compra y venta que reciben de sus clientes. Son tomadores de precio, por lo que no corren riesgo. Por cada operación casada reciben una comisión. No pueden tener cartera propia. Son Agencias de Valores.
- **Dealer:** Actúan por cuenta propia: Son las Sociedades de Valores. También son tomadores de precio. Los beneficios que obtienen son consecuencia de la diferencia de precios. Gestionan su propia cartera y asumen riesgos. Pueden actuar también como broker.
- **Market makers:** Son creadores de mercado. Se trata de dealers que se especializan en algunos títulos, con los cuales actúan como dadores de precio. Están obligados a satisfacer las contrapartidas que reciben sobre las órdenes de compra y venta que emiten a un precio determinado. Aseguran la liquidez del mercado. Al dar precios, asumen riesgo.
- **Intermediarios financieros:** Al igual que los agentes especialistas, realizan una tarea de mediación entre prestamistas y prestatarios, pero NUNCA se deben confundir. Los intermediarios financieros realizan un proceso de transformación de activos: reciben dinero y activos financieros de determinadas características de volumen, plazo, coste y riesgo, y lo transforman de modo que se obtiene dinero y activos cuyas características se adaptan a las necesidades de otras unidades económicas. Estudiamos 3 grandes grupos:
- **Instituciones de depósito, bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito:** Consiguen grandes volúmenes de fondos prestables de las cuentas de depósito cedidas al ahorrador.
- **Instituciones contractuales:** Compañías de seguros, fondos de pensiones, etc. Atraen fondos negociando contratos legales protegiendo al ahorrador contra el riesgo de enfermedad, de muerte, etc.
- **Instituciones de inversión colectiva:** Fondos de inversión; venden participaciones de inversión al ahorrador, e invierten el dinero captado en acciones, obligaciones u otros títulos.

3. Activos financieros. (TR4)

- **Concepto:** Activo intangible (anotación contable), cuyo valor consiste en un derecho a obtener un beneficio futuro.
- **Funciones:**
- **Transferencia de fondos:** Entre agentes económicos desde las unidades con superávit a las deficitarias.
- **Transferencia de riesgos:** Es la incertidumbre que transmiten las unidades deficitarias a las unidades excedentarias.
- **Características básicas:**
- **Liquidez:** Nos indica la facilidad de rapidez de conversión en dinero sin pérdida de valor que tiene un activo.
- **Rentabilidad:** Indica la capacidad que tiene un activo de producir resultados.
- **Riesgo:** Indica la solvencia del emisor y las garantías del activo. Existe un binomio rentabilidad – riesgo (los activos libres de riesgo son los emitidos por el estado, tales como letras, bonos, ..., pero también son los

menos rentables).

- Clasificación:
- Acciones: Títulos de renta variable.
- Obligaciones: Títulos de renta fija.
- Acciones privilegiadas: Títulos de renta mixta (fija + variable).

5. Mercados financieros. (TR5)

- Concepto: Es el mecanismo o lugar a través del cual se produce el intercambio de activos financieros y se determina su precio.
- Funciones: Encontramos 4 funciones, las cuales cuánto mejor se cumplen, mayor resulta la eficiencia del mercado financiero. Son:
- Determinar el precio del activo.
- Poner en contacto a los agentes que intervienen en los mercados, tanto personas físicas como jurídicas, que participen directamente en el mercado o a través de los agentes especializados o los intermediarios financieros.
- Proporcionar liquidez a los activos. Todos los mercados financieros proporcionan liquidez a los activos, aunque no con la misma intensidad (la Bolsa es el mercado + líquido).
- Reducir los costes de transacción, tanto de búsqueda como de información.
- Características: Son 5. En cuánto más se cumplan, más perfecto será el mercado financiero.
- Amplitud: Es la existencia de un gran nº de activos financieros negociados (volumen de activos).
- Transparencia: Es la obtención de forma rápida y barata de la información económico – financiera, tanto de las empresas que cotizan en el mercado como la referente al ámbito nacional e internacional.
- Libertad: Consiste en la no existencia de limitaciones para el acceso al mercado como comprador o vendedor (no existen barreras de entrada y salida).
- Profundidad: Existencia de gran nº de órdenes de compra y venta para cada activo. La profundidad permite que el precio se forme de modo competitivo.
- Flexibilidad: Los agentes tienen una gran facilidad para reaccionar rápidamente ante cualquier variación en el mercado, como por ejemplo un cambio en el precio de los activos.
- Clasificación de los mercados financieros (PREGUNTA EXAMEN) (TR6)
- Por su forma de funcionamiento:
- Directos: Los intercambios de estos activos se producen entre los demandantes últimos de fondos y los oferentes últimos de fondos, o a través de agentes especialistas. No existe transformación de los títulos.
- Intermediados: Al menos una de las partes de la operación de compra o venta es un intermediario. Existe transformación de los títulos.
- Por las características de sus activos:
- Monetarios: Los activos que se negocian son de bajo riesgo, CP y elevada liquidez.
- De capitales: Es un mercado a mayor plazo. 2 tipos de mercados de capitales: de créditos a LP y de títulos o valores (renta fija o renta variable).
- Por el grado de intervención de las autoridades:
- Libres: El volumen de activos intercambiados y su precio depende únicamente del libre juego de la oferta y la demanda (la Bolsa).
- Regulados: Se altera administrativamente el precio o la cantidad de títulos negociados (estableciendo tipos de interés máximos, etc).
- Por la fase de negociación de los activos:
- Primarios: Son mercados en los que los activos financieros intercambiados son de nueva creación. Un título sólo puede ser negociado en el mercado primario una vez. Proporciona financiación a la empresa.
- Secundarios: Se comercia con activos ya existentes cambiando la titularidad de los mismos, no proporciona nueva financiación a la empresa, pero otorga liquidez al mercado primario.
- Por su grado de formalización:
- Organizado: Es aquel en el que se comercializa con muchos títulos de forma simultánea, normalmente en un solo lugar y bajo una serie de normas y reglamentos (la Bolsa).

- No organizado: Son aquellos en los que se intercambian activos directamente, sin reglamentación. Las condiciones de precio y cantidad se fijan libremente entre las partes y no se necesita la intervención de agentes especialistas. (Fra, Swaps, Cap, Floors, Collar, etc).
- Por su grado de concentración:
- Centralizado: Se identifican con los grandes centros financieros internacionales donde existe una gran concentración de actividad económico-financiera (la Bolsa).
- Descentralizado: Son aquellos mercados en los que se ofrece una pequeña gama de servicios, de poca actividad económico-financiera.

Tema 4: EL MERCADO MONETARIO

1. Concepto, características y funciones del mercado continuo.

El mercado monetario o continuo es el mercado financiero o conjunto de mercados en el cual se negocian activos de bajo riesgo, alta liquidez y emitidos a CP (aunque su plazo sea mayor de 1 año).

Las *características del mercado monetario* son:

- Son al por mayor: Las operaciones realizadas son por montantes elevados. La mayoría de las operaciones se realizan entre grandes empresas o entidades bancarias.
- Activos muy líquidos: Esta cualidad se deriva del CP de vencimiento y de la existencia de mercados secundarios muy potentes. Todos los activos del mercado monetario se negocian en mercados secundarios y organizados.
- Negociación directa entre los partícipes del mercado. Excepto los pequeños inversores, que deberán dirigirse a los agentes especialistas (brokers, dealers).
- Son mercados muy flexibles y ágiles, puesto que todos los días se realizan un gran nº de operaciones y por unos montantes muy elevados en comparación con otros mercados. Están dotados de gran capacidad de innovación financiera.
- Escaso riesgo de pago o insolvencia: Esto es debido no sólo al CP de las operaciones, sino a la solvencia de los emisores (Tesoro Público, grandes empresas públicas y privadas de reconocida solvencia).

Raiting: Calificación en español. Es un artificio para juzgar la capacidad y probabilidad de pago del principal + intereses de una deuda emitida por parte de una compañía o institución, que recibe la calificación. Existen Agencias de Calificación o de raiting, que realizan estudios sobre mercados y empresas.

Las *funciones del mercado* monetario son las siguientes:

- Eficiencia en las decisiones financieras de los agentes económicos: Los agentes, y más concretamente las empresas, deben financiar con recursos a MP y LP el AF, y con recursos a CP el AC. Los recursos a LP los proporciona el mercado de capitales, y los recursos a CP el mercado monetario.
- Financiación ortodoxa del déficit público: La eficiencia de las decisiones financieras es algo exigible al estado, al igual que a todos los agentes económicos. El estado debe financiar su déficit estructural, es decir, a LP, emitiendo títulos en el mercado de capitales, y su déficit coyuntural o a CP con emisiones de títulos en el mercado monetario.
- Logro de los objetivos de política monetaria: La existencia de mercados monetarios eficientes permite a la autoridad monetaria (Banco de España) inyectar o detraer liquidez del sistema a través de su operatoria en estos mercados, sin provocar ningún tipo de tensión inflacionista.
- Formación de una adecuada estructura temporal de tipos de interés (ETTI): La ETTI permite predecir la evolución de los tipos de interés en el mercado, ayudando a la toma de decisiones sobre inversión y financiación.

2. Agentes y mediadores del mercado monetario.

No va para examen, por lo tanto no merece la pena verlo.

3. Activos negociados en el mercado monetario. (TR2)

• **Mercado interbancario** (TR3)

La razón más importante de que exista el mercado interbancario es el cumplimiento del coeficiente de caja. El coeficiente de caja obliga a las entidades bancarias a mantener cuentas líquidas no remuneradas en el Banco de España por un 2% de los pasivos computables a tal efecto. El coeficiente de caja tiene 2 tramos:

- 1º tramo: El 2% de los pasivos computables que debe estar invertido en cuentas líquidas no remuneradas en el Banco de España.
- 2º tramo: **CEBES**: Los CEBES aparecen a raíz de la reforma del coeficiente de caja que tuvo lugar en 1.990. Se caracterizan por:
 - Se emitan por el Banco de España una sola vez en 1.990.
 - Negociados exclusivamente entre las entidades sometidas al coeficiente de caja, y entre éstas y el Banco de España.
 - Nominal: 10.000.000 ptas.
 - Rentabilidad: 6% anual pagadero semestralmente.
 - Se instrumenta mediante anotaciones en cuenta.
 - Se empezaron a amortizar en marzo de 1.993, y terminarán de amortizarse en septiembre del 2.000.
- **Depósitos**: El mercado de depósitos consiste en la negociación de activos entre el Banco de España y las entidades de crédito autorizadas por el Banco de España. Los depósitos pueden ser:
 - **No transferibles**: Son aquellos en los que tanto la entidad depositaria como la depositante conservarán inalteradas hasta el vencimiento pactado las posiciones deudoras y acreedoras contratadas.
 - **DIT's o depósitos transferibles**: Aparecen en marzo de 1.992. El depósito inicialmente contratado más los intereses pueden ser objeto de sucesivas cesiones, desde la fecha de constitución hasta su vencimiento.

2. Otros mercados monetarios

- **Deuda privada**: Pagarés de empresa. (TR5) Es un título emitido al descuento que incorpora una obligación de pago al vencimiento por parte del emisor. Son emitidos por grandes empresas. Se emite normalmente a CP (3, 6, 12 meses). El nominal oscila entre 250.000 ptas. Y 1.000.000 ptas. Ej.: Endesa, Iberdrola, Telefónica, Renfe, etc. Los pagarés de empresa no sólo se negocian en el mercado monetario, sino también en Bolsa y en AIAF. Están sometidos a una retención del 25% sobre el rendimiento implícito, pagadera al vencimiento.
- **Deuda pública anotada** (Ver TR4).
- **Activos bancarios**: Son los pagarés bancarios y los bonos bancarios (TR5). Los bonos bancarios tienen un nominal entre 1.000 y 5.000 ptas., y sus tipos de interés son variables.
- **Activos hipotecarios**:
 - Cédulas hipotecarias: Son títulos que están garantizados por la totalidad de créditos hipotecarios de su entidad emisora.
 - Bonos hipotecarios: Son activos financieros garantizados por el crédito o grupo de créditos que se vinculen específicamente a su emisión.
 - Participaciones hipotecarias: Son títulos que representan una participación en un crédito concreto.

4. AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros).

Es un mercado de renta fija privada. En 1.991 fue autorizado como mercado secundario organizado no oficial

de ámbito nacional. Su actividad y funcionamiento está sujeto a la LMV (Ley del Mercado de Valores). La CNMV tiene encomendada su supervisión y control. AIAF es un mercado mayorista.

Existe una S.A. en AIAF cuyo nombre es Espaclear, creada en 1.989, cuya tarea consiste en liquidar y compensar los valores que en AIAF se negocian , así como del registro de las emisiones.

Lo más importante de AIAF es que se desarrolló como un mercado privado de renta fija, destinado básicamente a los intermediarios mayoristas y grandes inversores.

Los **activos que se negocian en AIAF** son los siguientes:

- Tramo privado: Pagarés, bonos y obligaciones de empresa. Son igual que los valores del mismo nombre emitidos por el estado, pero su emisor es la empresa privada.
- Tramo hipotecario: Cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- Tramo Bonos Matador: Emisiones de título realizadas en pesetas por no residentes.

Tema 5: EL MERCADO DE CAPITAL

Bibliografía: *Dirección Financiera de la Empresa Matilde Fernández*

1.Mercado de crédito.

Es un mercado no organizado, de búsqueda directa, en el que los activos que se negocian presentan el mayor grado de diversidad de todos los mercados financieros.

Lógicamente, el precio o coste de los activos no es un precio de mercado que sirva de referencia, pero debido al gran número de intermediarios financieros existentes (mucha competencia) los precios serán similares.

Las actividades típicas de estas entidades de crédito son: captación de fondos, préstamo y crédito, intermediación en los mercados interbancarios y operaciones por cuenta de sus clientes (compras de acciones, obligaciones, etc).

2.Mercados primarios o de emisión.

El mercado primario o mercado de emisión de títulos es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se venden títulos por primera vez.

Los participantes o agentes económicos que actúan en los mercados primarios son familias e instituciones financieras por el lado de la oferta de fondos, y empresas, administraciones públicas e instituciones financieras como demandantes de fondos.

Cada uno de estos agentes puede actuar en un mismo instante como oferente o demandante de fondos.

En el mercado primario solo existe un agente por parte de la oferta, el emisor de títulos. Por parte de la demanda puede haber desde uno hasta multitud de agentes operando.

El mercado primario es un mercado no organizado. El emisor el quien fija el precio de los activos o elige el mecanismo apropiado para él.

Encontramos una excepción, radicada en el hecho de que existe organización en un mercado primario: las subastas de Letras del Tesoro, las cuales están reglamentadas y organizadas.

3.Colocación de activos en el mercado primario.

Los activos se pueden colocar en el mercado primario de 2 modos:

- *Directo*: No existe transformación de activos financieros. Las unidades económicas de gasto colocan sus títulos entre el público, bien directamente o mediante la intervención de agentes especialistas.
 - Oferta al público en general: El emisor coloca los títulos entre inversores individuales a través de ofertas al público en general, realizadas directamente o a través de agentes especialistas financieros (brokers, dealers).
 - Colocación privada: Es la forma más sencilla y barata de organizar el mercado de emisión para la empresa. Se dirige a grupos concretos (trabajadores de la empresa, carteras de inversores institucionales, etc). Sus inconvenientes son que la colocación no se hace pública, y que los títulos quedan concentrados, lo que proporciona menor liquidez y facilita la toma de control de la empresa por parte del comprador.
- *Indirecto*: Si existe la transformación de activos financieros.

Los factores determinantes del éxito de la colocación de una emisión de títulos, bien al público, bien privada, son los siguientes:

- A menor precio de salida, más fácil resultará la venta, pero menor será el rendimiento para el emisor, que obtendrá menos fondos.
- Volumen de la emisión: a menor volumen, más fácil será la colocación.
- Distribución de títulos en la empresa (títulos viejos): Si están más repartidos es más sencillo y seguro colocar emisiones nuevas.
- Apoyo de un buen especialista: Si se trata de un mercado importante por su volumen, el especialista no es único, sino que se forman grupos o sindicatos para conducir la emisión.
- Publicidad adecuada: Si es excesiva, encarece la colocación y reduce los fondos que obtendrá el emisor, pero si es insuficiente se pueden perder cuentas.
- La elección de un buen momento para realizar la emisión de títulos.

4.Condiciones que han de cumplir las emisiones.

Desde la entrada en vigor de la nueva LMV (Ley del Mercado de Valores), la emisión de valores en España es libre, es decir, no requiere autorización administrativa previa. No obstante, cualquier emisión debe cumplir ciertos *requisitos* públicos:

- Comunicación pública previa: Indicar quién es la persona o entidad emisora, naturaleza y denominación de los valores que se pretenden emitir.
- Documentos acreditados:
 - Certificado de acuerdo de emisión.
 - Características de los valores a emitir.
 - Derechos y obligaciones de los tenedores.
- Verificación y registro de informes de auditoría y cuentas anuales.
- Verificación y registro de un folleto informativo sobre la emisión proyectada.

5.Títulos que se negocian en el mercado de valores.

En el mercado de valores se negocian tanto valores públicos como privados. Los valores públicos que se negocian van desde Letras del Tesoro hasta Bonos y Obligaciones del Estado. Los valores privados pueden ser títulos de renta variable (acciones) o de renta fija (obligaciones), emitidos por empresas no financieras o

por instituciones financieras.

- **Tipos de acciones:**

- Acción ordinaria: Coincide con el concepto de acción. Es aquella a la que se atribuye el conjunto normal de derechos económicos (a dividendo, a cuota de liquidación, derecho de suscripción preferente, etc) y derechos políticos (de existencia, de voz y voto, de información, de impugnación de acuerdos sociales, etc). Las acciones ordinarias son las principales acciones de la Bolsa de Valores.
- Acción preferente o privilegiada: Aquellas acciones que dan un derecho especial o adicional a su titular (a recibir mayores dividendos, a obtener mayor parte en la liquidación de la sociedad, etc). Son escasas en la práctica.
- Acción sin voto: Acciones que atribuyen derechos normales de la acción, excepto el derecho de voto. Estos accionistas pueden asistir a la Junta, pero no pueden votar.
- Acción con cotización oficial: Acción que está emitida a negociación oficial en la Bolsa. Si la empresa realiza una ampliación de capital pueden aparecer estas acciones.
- Acción con prima: Acciones que se emiten por encima de su valor nominal. A la diferencia entre el nominal y el valor de adquisición se le llama prima de emisión.
- Acción desembolsada: Acción pagada totalmente.
- Acción en cartera: Acciones emitidas pero no suscritas.
- Acción ex – derecho: Aquella en la que se ha ejercitado el derecho de suscripción preferente, o bien que ha sido vendida.
- Acción gratuita o liberada: Son ampliaciones de capital con cargo a reservas. Pueden estar total o parcialmente liberadas.
- Viejas y nuevas: A las acciones que ya existían antes de una ampliación de capital se les llama viejas, y a las recién emitidas, nuevas.

2. Tipos de obligaciones: Parte proporcional de la deuda contraída por una empresa.

- Convertibles: Son las que dan la posibilidad de convertirse en acciones siempre y cuando el propietario realice este trámite si lo desea y dentro de un plazo estipulado.
- Garantizadas: Avaladas por cualquier tipo de garantía.
- Participativas: Además de repartir un cupón o interés, conceden el derecho a participar en los beneficios de la sociedad si éstos superan determinada cantidad.
- Hipotecarias: Garantizadas por una propiedad determinada. En caso de impago, los obligacionistas tienen derecho a obtener la propiedad y venderla para cobrarse el montante que se les debe.
- Emitidas al descuento: Caso particular de las obligaciones cupón cero.
- Cupón cero: Dan lugar a pagos periódicos, la diferencia entre el valor de reembolso y el precio de emisión es el rendimiento del título.
- Cupón americano: Obligaciones cuyos cupones varían con arreglo a un índice que se toma como referencia.
-