

# EL PROBLEMA DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL Y SU REPERCUSION EN LAS INVERSIONES BURSATILES

En la vida moderna de las empresas, la gran división del trabajo y, sobre todo, los constantes y sensacionales avances de la técnica, así como el ininterrumpido aumento de la demanda de bienes, hacen que aquellas que quieran subsistir renueven su utillaje y procedimientos y aumenten su producción hasta alcanzar el punto óptimo en que sus beneficios puedan ser máximos.

Pero esta técnica moderna, con su enorme complejidad, y ese aumento de producción, requieren ingentes sumas de dinero que en general son muy superiores a las que se consideraron suficientes, al planear la existencia de las empresas. En otras palabras, constantemente las empresas necesitan aumentar su patrimonio productivo y ello sólo pueden conseguirlo mediante la posesión del dinero que permita su adquisición.

Considerando como capital social de una empresa aquella cantidad que han aportado los socios o se han comprometido a aportar, nos encontramos que, en principio, ese capital es invariable. Solamente puede sufrir variación siguiendo las mismas formalidades legales que fueron necesarias para su creación y, cumpliéndolas, puede alterarse en virtud y como consecuencia de las exigencias económicas que acabamos de exponer.

Tres distintos conductos pueden utilizar las empresas para financiar esos aumentos de su patrimonio productivo:

- a) Aumentando su capital social.
- b) Mediante la autofinanciación.
- c) Acudiendo a la vía del préstamo.

Pero es frecuente en la vida de las sociedades, que cuando se presenta la necesidad de dinero, las condiciones de dicho mercado no aconsejen acudir al préstamo, bien porque resulte caro o no sea fácil su adquisición. En este caso sólo queda acudir a la autofinanciación o decidi-

damente a la ampliación de capital. Aquélla suele ser insuficiente en la mayoría de los casos y la opción queda reducida al aumento del capital social.

En la práctica, y aunque no exclusivamente como veremos más adelante, los aumentos de capital social suelen perseguir fundamentalmente dos objetivos: aumentar efectivamente su patrimonio productivo mediante la aportación de nuevos elementos patrimoniales o consolidar unos beneficios no repartidos y que figuran en la sociedad bajo la denominación de reservas.

Por otra parte, pueden distinguirse dos formas de realizar esta ampliación de capital: aumentando el valor nominal de los títulos ya existentes —y exigiendo al accionista el desembolso correspondiente—, o incrementando el número de acciones mediante una nueva emisión.

Como el primer sistema de aumentar el valor nominal de los títulos es poco usado, ya que tiene el grave inconveniente de que el desembolso ha de efectuarlo forzosamente el antiguo accionista —pues no puede desprenderse del derecho de participar en el aumento de capital, como ocurre vendiendo los *derechos* en las ampliaciones mediante nuevos títulos— y éste puede no disponer de los medios necesarios, fijaremos nuestra atención preferentemente en aquellas ampliaciones que se efectúen mediante nuevas emisiones.

Estudiaremos estas ampliaciones de capital y sus consecuencias, en sus tres aspectos: jurídico, económico y matemático-financiero.

### *Aspecto jurídico de las ampliaciones de capital.*

Para hacer un breve estudio del aspecto jurídico de las ampliaciones de capital, comenzaremos por distinguir tres clases de valores en un título o acción.

*Valor nominal*, o el que figura en el título, que es una parte alicuota del capital de la sociedad y que sólo en el momento inicial puede coincidir con la parte correspondiente de patrimonio de la misma.

*Valor real*, o el obtenido dividiendo el importe efectivo del patrimonio entre el número de acciones, y

*Valor en Bolsa o de mercado*, que vendrá determinado principalmente al capitalizar el dividendo percibido por las acciones, pero a su vez será influenciado por otros factores ocasionales y de conyuntura, así como por las futuras perspectivas de la sociedad.

Se dice que un título ha sido emitido a la par, cuando su valor nomi-

nal coincide exactamente con el tipo de emisión: por bajo de la par cuando es superior y con prima cuando es inferior.

Pues bien, en la legislación española no se admiten las emisiones por bajo de la par, y con ello se tiende a mantener el equilibrio entre el capital y el patrimonio de la sociedad. Esta medida abarca a todas las emisiones, cualquiera que sea el momento que se realicen. Y tiene su razón de ser especialmente cuando las antiguas acciones se coticen por bajo de la par, para no crear desigualdad entre los antiguos y nuevos accionistas. Se hace difícil la suscripción de estas acciones.

Las emisiones con prima tienden a robustecer el patrimonio social y a evitar que pueda disminuirse la relación que existe entre patrimonio y capital social, es decir, a mantener el *valor real* y también el *valor de mercado*, evitando la desvalorización de las acciones antiguas. El derecho sustantivo de las sociedades anónimas protege este tipo de emisiones, que equipara los riesgos corridos por los antiguos accionistas con el mayor desembolso de los nuevos. En realidad, la nueva ley de sociedades anónimas consigue esto al conceder a los accionistas el derecho preferente a la suscripción de las nuevas acciones en las ampliaciones de capital.

La prima representa normalmente el importe de las reservas y la plusvalía adquirida por el activo social y su importe no debe incorporarse al capital social.

El órgano social competente para acordar el importe o cuantía de la prima, es la junta general de accionistas. Para determinarlo tendrá en cuenta además del importe de las reservas y plusvalía del activo social —como hemos dicho— otras circunstancias, como la situación del mercado de valores, la cotización de las antiguas acciones y la solidez de las inversiones de la empresa.

Asimismo señalará el destino de las mismas, aunque nuestra legislación limita este poder de la junta, en el sentido de que en principio han de destinarse a cubrir el tope señalado a la sociedad para la formación de reservas legales. Cubierto este tope, hasta podrán ser repartidas entre los accionistas.

Veamos ahora cuáles son los principales derechos del accionista frente a la sociedad.

Sustancialmente, podemos decir que son cuatro: tres de carácter económico-patrimonial y uno de carácter político —el voto—. Fijaremos nuestra atención en los primeros, por ser los que se relacionan directa-

mente con el problema de las ampliaciones de capital y su repercusión en las inversiones bursátiles.

Estos son:

- 1.º Derecho al reparto de las ganancias de la sociedad.
- 2.º Derecho al reparto del patrimonio de las mismas, a su disolución.
- 3.º *Derecho preferente de suscripción*, en las ampliaciones de capital.

En cuanto al primero, la doctrina distingue entre:

a) Derecho a participar en las ganancias, que es un derecho inconcreto y abstracto, que no hace nacer en sí ninguna acción de pago de cantidad, y

b) Derecho al dividendo repartible, que es derivado del anterior. Nace en favor del accionista un crédito concreto aparte de los beneficios que acuerda repartir la junta general de accionistas.

La sociedad puede constituir reservas voluntarias dentro de los límites señalados por la prudencia y protección de los intereses sociales, limitando el reparto de los beneficios y aun puede no repartirlos si circunstancias graves así lo exigen. Pero esto, en modo alguno, puede hacerlo de forma sistemática.

Acordado el reparto de beneficios, el accionista tiene derecho concreto al dividendo desde el momento del acuerdo, sin que la junta general pueda volverse atrás en él. Los dividendos acordados deben repartirse, aunque posteriormente haya habido pérdidas en la empresa.

Pero veamos fundamentalmente *el derecho preferente de suscripción*.

Antes de la siguiente ley de sociedades anónimas no tenía este derecho apoyo en ningún texto legal, aunque sí la práctica de las sociedades lo había convertido en fuente consuetudinaria.

Nace este derecho, por primera vez, en el Código de Comercio alemán, de donde pasa posteriormente a las legislaciones suiza, francesa, italiana, etc. Pero en ellas la junta general de accionistas podía anular este derecho.

La citada ley española de sociedades anónimas lo recoge haciendo de él un derecho sustancial del accionista. No puede ser revocado ni por los estatutos ni por la citada junta general.

El fundamento de nuestro legislador no ha sido otro que el hecho de que su no existencia daría distinto trato a las acciones antiguas y nuevas, ya que aquéllas habían corrido con todos los riesgos anteriores de la empresa. Por otra parte, este derecho permite mantener el "statu quo"

de derechos conseguidos por socios que tenían un determinado número de acciones y que, sin él, posiblemente no hubieran participado con su capital en la actividad de la empresa. Así, por ejemplo, un 10 por 100 del capital puede obligar a convocar una junta general extraordinaria, o provocar una convocatoria judicial.

Mas al lado de estas ventajas para el accionista y, sin duda, para la marcha de la sociedad, este derecho sustancial tiene también algunos graves inconvenientes para las mismas.

Hoy no pueden entrar a participar en una sociedad, mediante la posesión de un paquete de acciones —a menos que los antiguos accionistas estén dispuestos a ceder parte de la suya, lo cual no será fácil conseguir dado el gran número de éstos—, personas que por sus especiales condiciones pudieran serle útiles. Tampoco podrá reservarse emisiones de acciones a una entidad de crédito que a su vez pudiera estar dispuesta a financiar las actividades de la sociedad, siendo partícipe de la misma.

Este derecho preferente de suscripción sólo deja de tener efecto cuando así lo exigen las peculiares circunstancias de la ampliación de capital.

Podemos señalar los cuatro casos más importantes en que las nuevas acciones no son dadas en preferencia a los antiguos accionistas:

1.º Cuando se trata de la fusión de dos o más sociedades, que habrá que entregar las nuevas acciones a los partícipes de las otras empresas fusionadas y en la proporción que se hubiera estipulado en el contrato de fusión.

2.º Al convertir obligaciones en acciones, y de acuerdo con las condiciones en que se hizo la emisión de aquéllas.

3.º Cuando se trate de ampliaciones con cargo a las reservas, pues ya no será derecho preferente, sino que se entregarán a los antiguos accionistas por ser parte de su patrimonio.

4.º En el caso de emisión de acciones privilegiadas, aunque también pueden ofrecerse a los antiguos accionistas.

#### *Aspecto económico de las ampliaciones.*

Como ya se ha indicado anteriormente, los aumentos de capital social pueden perseguir distintos objetivos, pero fundamentalmente podemos decir que son los cuatro siguientes:

a) Subsistencia de la empresa.

b) Reposición de los medios de producción, por nuevas técnicas o cambios en los gustos de la demanda de bienes producidos.

c) Por ampliación de la producción, en cantidad o iniciando nuevas actividades.

d) Para reparto de dividendos a sus accionistas.

Esta distinción en los objetivos a perseguir por las ampliaciones de capital que efectúen las empresas, nos ha de ser muy interesante al estudiar el comportamiento que deberán seguir las cotizaciones de sus títulos cuando éstas se realicen.

En el primer caso se trata de ampliaciones que son imprescindibles para que la empresa pueda subsistir simplemente. En este caso, supuesto, no hay perspectivas de obtener nuevos y mejores beneficios, sino simplemente de mantener los ya existentes habitualmente. Pueden ser pequeños, pero ante el temor de la desaparición de la empresa con todo su patrimonio —y quizá en espera de una coyuntura mejor— se considera más conveniente ampliar el capital para subsistir, aun a riesgo de no muy buenas perspectivas en cuanto a beneficios. Puede hablarse de una ampliación *poco productiva* aunque necesaria.

En el segundo caso las empresas, debido al nacimiento de nuevas técnicas para la producción de determinados bienes, objeto de su actividad, o por cambios en los gustos de la demanda en esos bienes producidos, se ven precisadas a reponer o modificar sus medios de producción. Y aunque una sana administración y eficiente dirección de esas empresas, ha de prever estos casos y debe contar con las amortizaciones necesarias para realizar estas transformaciones en el momento oportuno, los avances de la técnica son tan frecuentes y profundos que en muchas ocasiones superan incluso esta previsión de los buenos administradores, aun en el supuesto de obtención de rendimientos normales.

Por tanto, la ampliación en este caso no tendrá el carácter de perentoria necesidad de subsistencia como en el anterior, aunque sí en cierto grado, y puede esperarse que con la utilización de nuevas técnicas aumente algo la productividad y rentabilidad de la empresa. Aquí podríamos decir que la ampliación será *algo productiva* y también necesaria.

En el tercer caso, suponemos una ampliación de capital para financiar una ampliación de la producción, bien en cantidad o por iniciar nuevas actividades. El carácter de este tipo de ampliaciones es completamente distinto a los anteriores.

No es preciso insistir mucho sobre el momento actual de la economía en que, en el mundo entero, la gran empresa va desplazando a la peque-

ña y éstas, para subsistir, tienen que proceder necesariamente a su concentración.

El móvil de todo esto no podía ser otro que el de alcanzar las empresas el punto óptimo de producción, aumentando para ello el tamaño de las mismas. Una ampliación de su producción hacia ese óptimo, supone perspectivas de mejores beneficios y, por tanto, de superiores rentabilidades de su capital.

Mas si esto es así, otro tanto ocurre cuando las empresas inician nuevas actividades para su explotación. Si se han decidido a ello, el *buen director* ha considerado como excelentes las perspectivas de esa nueva explotación. Y con los riesgos que toda actividad de empresa supone, se esperan obtener mejores beneficios.

En ambos casos pueden calificarse estas ampliaciones de capital, como *altamente productivas y rentables*.

Y finalmente, en cuarto lugar, nos referimos a aquellas ampliaciones de capital cuyo único móvil era el reparto de dividendos a sus accionistas.

Parece absurdo que se solicite del accionista nuevas aportaciones de capital, para proceder posteriormente al reparto de las mismas en forma de dividendos. Absurdo, no solamente en sí mismo, sino que en ningún caso debieran repartirse dividendo —su naturaleza lo exige así— si antes no se han obtenido los beneficios necesarios para poder efectuarlo.

Mas como la realidad española, durante los últimos veinte años, ha demostrado la existencia de ese tipo de ampliaciones, hemos de tenerlas en consideración. El móvil de esta forma de obtener medios para el reparto de dividendos no era otro que, ante la escasez de recursos en el mercado de capitales, determinadas empresas que se encontraban con dificultades en dicho mercado simulaban, por este procedimiento, repartos de dividendos que no hubieran podido efectuar de otro modo.

La falta de productividad en este tipo de ampliaciones de capital es obvia. Y aún podría hablarse mejor de *improductividad*, pues en efecto, este aumento de capital social sin su correspondiente aumento de patrimonio productivo, hace que él represente una nueva carga al repartir los beneficios de la empresa —que siguen siendo los mismos— y a los cuales tiene derecho.

Esta consideración de los distintos objetivos a perseguir por las ampliaciones de capital que realicen las empresas, repetimos, será de gran interés para poder intuir la marcha que deberán seguir las cotizaciones

de los títulos de las mismas, cuando dichas ampliaciones se anuncien y realicen.

*Oscilaciones en la cotización de los títulos producidas por las ampliaciones de capital.*

Es corriente identificar hoy los conceptos de ampliación de capital con los de repartos de dividendos y de rentabilidad de los valores.

Se ha dicho con mucha frecuencia, "... los dividendos en acciones a la par y las ampliaciones de capital, también a la par, han deformado todos los principios de la rentabilidad. Ahora el dividendo es lo de menos. Lo que cuenta es el dividendo extraordinario, llámese o no se llame así, se venda o no se venda, el cupón de los dividendos en papel y el cupón derecho de las ampliaciones", ... "el accionista, confiado en la otra rentabilidad, la de las ampliaciones de capital...".

Y aunque en esto pudiera haber algo de verdad, como luego veremos, es preciso devolver a las ampliaciones de capital el justo papel que tienen en la cotización de los títulos. Es preciso correr el velo que cegaba al pequeño ahorrador e incluso a no pocos expertos de nuestro mundo de las finanzas, que atribuían a *todas ellas* el mito del reparto indirecto de grandes dividendos y la fuente de pingües beneficios.

Labor ésta un tanto difícil, pues es preciso de antemano reconocer que, durante los últimos veinte años inflacionistas, estos beneficios se han producido aunque la causa primera no haya sido, en sí, las ampliaciones de capital. Ellas los producían, pero motivados por otras razones entonces existentes.

Las siguientes líneas tratan, como decimos, de analizar cuál es el verdadero papel que juegan las ampliaciones en las cotizaciones, qué beneficios pueden reportar al antiguo accionista y por qué, y, finalmente, en qué casos pueden originar una pérdida para él.

Distinguiremos en las ampliaciones de capital dos momentos cruciales de las mismas: el primero, aquél en que se toma el acuerdo de realizarla, y el segundo el de la realización de las mismas. En ellos, y mejor aún entre ellos, se darán esas circunstancias que han de hacer posible o no el que el antiguo accionista obtenga algún beneficio de ellas.

Si nos situáramos en el momento final, es decir, en el instante inmediatamente anterior a la realización de la misma —en otras palabras, en la última sesión de Bolsa en que se cotizan los derechos, por ser ese el último día en que tienen acceso a la ampliación— *rotundamente se*

*puede asegurar que la ampliación no produce ningún beneficio al accionista.* Si ese día se compra una acción con su derecho y se acude a la ampliación, al siguiente —una vez efectuada ésta— el adquirente no ha variado su situación. Solamente habrá sufrido las consecuencias del reajuste del antiguo cambio con cupón al nuevo sin él, que en virtud de las fuerzas de la oferta y demanda no tiene por qué ser rigurosamente matemático. El mismo valor tendría la antigua acción a su cambio —último anterior a la ampliación—, que esa misma acción más la parte nueva que le haya correspondido, al nuevo primero tras la misma.

Y ello no podría ser además de otra forma. Recuérdese el concepto de precio o cotización de un título y cómo éste se forma en el mercado de valores: en él se recoge el llamado valor teórico de la acción y representado por el patrimonio de la empresa, la rentabilidad de la misma, y aquellas consideraciones sobre el porvenir de la técnica, clase de industria, coyuntura económica, etc., etc.

La última cotización de que hablamos recogía ya todos estos ingredientes informativos del precio, que no han variado en el transcurso de una sesión de Bolsa y que al ser los mismos pero aumentar el capital nominal de la empresa —suponemos, naturalmente, la emisión efectuada a la par— hacen que se produzca una disminución en valor de las acciones. El valor teórico de las mismas disminuye al pasar a pertenecer las reservas y el incremento del valor del patrimonio a un mayor número de acciones y esa disminución, teóricamente, debe compensar el valor del derecho de suscripción o, en su caso, el beneficio obtenido por la nueva participación adquirida a cambio inferior al de mercado.

Si hacemos:

$P$  = valor del patrimonio + reservas + técnica + expectativas empresas, etc.

$N$  = capital social de la empresa antes de la ampliación

$N^1$  = nominal de la ampliación y valor de ella por hacerse a la par

tendremos:

$$\frac{P}{N} = C_1 = \text{cotización antes de la ampliación}$$

$$\frac{P + N^1}{N + N^1} = C_2 = \text{cotización después de la ampliación}$$

y para que  $C_2 < C_1$  será preciso que

$\frac{P}{N} > 1$ , es decir, que las cotizaciones del mercado sean superiores a la par.

Si por el contrario  $\frac{P}{N} < 1$ , caso de cotizaciones del mercado infe-

riores a la par, una ampliación hecha en estas condiciones —caso, por otra parte difícilmente posible, pues nadie estaría dispuesto a suscribir en esas condiciones—, entonces  $C_2$  sería mayor que  $C_1$ .

Repetimos que la diferencia  $C_1 - C_2$  debe compensar el valor del derecho de suscripción, pues no hay razón alguna que justifique el hecho de que se produzcan beneficios —a no ser por otras razones completamente distintas— en el intervalo de tiempo comprendido entre el final de una sesión de Bolsa y el comienzo de la siguiente.

Y si estos posibles beneficios de las ampliaciones de capital no se producen en el momento final de la realización de aquéllas, ¿cuándo, por qué y en qué medida podrían efectuarse?

Pasemos ahora a analizar aquel primer momento que hemos señalado en las ampliaciones: el conocimiento de que éstas se van a efectuar.

Aquí es donde hemos de encontrar la causa —si es que la hay— de que se produzcan beneficios a favor del antiguo accionista.

Queda dicho, al comenzar este capítulo, que el capital social de las sociedades anónimas es inalterable a menos que concurran para su modificación las mismas formalidades legales que fueron necesarias para su creación. Estas en esencia se reducen a que sea propuesto por el Consejo de Administración y aprobado por la Junta General de accionistas de la sociedad.

Pero aparte de estas formalidades legales y consecuencia de ellas, para que la Junta General de accionistas pueda aprobar una ampliación de capital, necesita que el Consejo de Administración le exponga las razones de tipo económico que aconsejen ir a este procedimiento de financiación. Sin la exposición de esas motivaciones de la ampliación, difícilmente los accionistas aprobarían la misma.

Y en esas motivaciones de la ampliación de capital, es donde *única-mente* vemos la posibilidad de obtención de un beneficio por parte del accionista, que quedará automáticamente reflejado en la cotización de los títulos que posee.

Para discriminar sobre la cuantía de esos beneficios, nos sirven ahora esas clasificaciones que hemos hecho atendiendo a la mayor o menor productividad a que se destinen, y en su caso obtengan los medios productos de la ampliación.

Una ampliación, por el único motivo de subsistencia de la empresa y que hemos considerado *poco productiva*, apenas si deberá producir alza en la cotización de sus títulos, ya que las perspectivas favorables apenas se espera varíen. Mayor alza debe esperarse, cuando la ampliación se destina a la reposición de los medios de producción, por nuevas técnicas o cambios en los gustos de la demanda de los bienes producidos y que hemos calificado de *algo productiva*.

Mas si la ampliación obedece a aumentos de la producción, en cantidad o iniciando nuevas actividades, y que hemos supuesto *altamente productivas y rentables*, esta característica debe ser recogida automáticamente por la cotización de los antiguos títulos que experimentarán alzas de consideración. El poseedor de esos títulos difícilmente se desprenderá de ellas, ante perspectivas tan favorables, y solamente lo hará si el precio que le ofrezca por ellos es muy elevado. El anuncio de que con la ampliación se conseguirá explotar un pozo petrolífero importante recién descubierto, elevará las cotizaciones a límites insospechados.

Y, finalmente, si la ampliación ha de destinarse a reparto de dividendo a los accionistas, ya hemos dicho que ésta podría considerarse *improductiva* y si el accionista conoce este destino tratará de desprenderse de los títulos que posee por considerar que la empresa es poco productiva, provocando con ello la baja de los mismos.

*Estas reacciones en la cotización producto del distinto fin a que se destinen, son las únicas admisibles cuando se habla de beneficios producidos al accionista con las ampliaciones de capital: el resto es pura especulación y producto de una época de inflación.*

Su cuantía, en cada caso, la valorará el accionista o el conjunto de accionistas a través de la Bolsa, y habrán de tener para ello en cuenta todas las circunstancias de la ampliación.

El momento de iniciarse la creación de ese beneficio, es decir, el alza de las cotizaciones, puede no coincidir con el de la aprobación por la Junta General de Accionistas a propuesta del Consejo de Administración.

La infiltración de noticias, sobre la *casi certeza* de que va a ser propuesta y, en su caso, aprobada la ampliación, es motivo suficiente para que la Bolsa lo recoja. Sin duda ésta es una de las características de las

operaciones bursátiles: el adelantarse con las cotizaciones a los hechos financieros.

Por tanto, el aumento de cotización —que decimos representa el beneficio del accionista— debe iniciarse en el momento de aprobarse la ampliación, o en su caso tener conocimiento el público. Este va valorando esa alza en el tiempo que media entre su conocimiento y realización, para llegar a la misma con un cambio que recoja todas las perspectivas futuras de la empresa.

Como hemos dicho antes, a partir de ese momento el accionista no encuentra variación alguna en el valor que le representan sus acciones.

*Aspecto matemático-financiero de las ampliaciones.*

Tras estas consideraciones sobre las oscilaciones que en la cotización de los títulos son producidas por las ampliaciones de capital, veamos analíticamente cómo esto se realiza y cómo llegamos a la obtención de una fórmula que nos dé el “valor teórico de la acción tras la ampliación”, así como del “valor teórico del cupón” y a representar del mismo modo el beneficio que al accionista pueda representarle la ampliación.

Para ello, hagamos:

$N$  = nominal de cada título (acciones).

$n$  = número de títulos poseídos.

$C_0$  = cambio existente en el momento de aprobar la ampliación.

$C_1$  = cotización alcanzada en el momento inmediato anterior a efectuarse la ampliación.

$C_2$  = tipo a que se efectúa la ampliación.

$C_3$  = cambio inmediatamente posterior a la realización.

$\frac{q}{P}$  = proporción en que la ampliación se realiza ( $q$  títulos nuevos por cada  $P$  antiguos).

$D$  = valor de los derechos o cupones (expresado en porcentaje).

$V_0$  = valor poseído antes de la ampliación.

$V_1$  = valor poseído después de la ampliación.

Tendremos que el valor poseído inmediatamente antes de la ampliación será:

$$V_0 = N \cdot n \cdot C_1$$

El nominal adquirido con la ampliación

$$N . n . \frac{q}{P}$$

Y su valor, ya que ha sido emitido al tipo  $C_2$ ,

$$N . n . \frac{q}{P} . C_2$$

El valor  $V_1$  de lo que se posea tras la ampliación deberá ser la suma de lo que valían las acciones antiguas, más lo que ha costado la ampliación a que teníamos derecho y hemos acudido. Ya hemos dicho antes que no existe razón para que en el intervalo correspondiente a dos sesiones consecutivas de Bolsa, estos valores se alteran.

Por tanto:

$$V_1 = N . n . C_1 + N . n . \frac{Q}{P} . C_2$$

La cotización, o valor de cada título,  $C_3$  deberá ser el valor total dividido por el nominal que se posea.

$$C_3 = \frac{N . n . C_1 + N . n . \frac{q}{P} . C_2}{N . n + N . n . \frac{q}{P}} = \frac{N . n \left( C_1 + \frac{q}{P} . C_2 \right)}{N . n \left( 1 + \frac{q}{P} \right)} = \frac{C_1 + \frac{q}{P} . C_2}{1 + \frac{q}{P}}$$

En esta fórmula, que nos da el valor de  $C_3$ , o “valor teórico de la acción tras la ampliación”, observamos que  $p$ ,  $q$  y  $C_2$  representan las condiciones en que se ha efectuado la ampliación— $q$  títulos nuevos por cada  $p$  antiguos, y el tipo a que se ha hecho la emisión—. Estas condiciones, una vez fijadas al anunciar la ampliación, permanecen constantes para cada empresa y podemos representarlas por el parámetro  $K$ .

Entonces tendremos que

$$C_3 = \varphi(C_1, K).$$

Es decir, que éste valor teórico, tras la ampliación, es una función de  $C_1$ , o sea del cambio que habían alcanzado las acciones en el momento inmediato anterior a efectuarse la misma. Le llamamos teórico, pues difícilmente coincidirá con el real, aunque su diferencia será pequeñísima y motivada exclusivamente por los reajustes habituales de las operaciones bursátiles.

Entre estos momentos de los cambios  $C_1$  y  $C_3$  no se ha producido ningún beneficio para el antiguo accionista.

Este beneficio, si lo ha habido, vendrá motivado por la diferencia  $C_1 - C_0$ , es decir cambio existente al anuncio de la ampliación y cambio inmediato anterior a su realización. Su volumen estará representado por el producto del nominal poseído multiplicado por esa diferencia de cambio. O sea,

$$B^{cio} = N \cdot n \cdot (C_1 - C_0)$$

Existirá, por tanto, este beneficio cuando la diferencia  $C_1 - C_0$  (que podemos llamar perspectivas de la ampliación) sea positiva, y se convertirá en pérdida para el accionista cuando sea negativa.

En otras palabras, y repitiendo lo anteriormente expuesto, habrá beneficio en la ampliación cuando por ser ésta *productiva*, así lo ha comprendido el mercado bursátil y se ha operado un alza en las cotizaciones. Por el contrario, es posible esperar pérdida cuando la ampliación sea *improductiva* y en el mercado bursátil se produzca la baja de cotizaciones. (Nos referimos al caso citado de ampliación, exclusivamente para el reparto de beneficios.)

Veamos ahora cómo obtendremos el "valor teórico del cupón".

En principio, y teóricamente, el valor del cupón habrá de cubrir la diferencia de cotizaciones entre los momentos inmediatos, anterior y posterior de la ampliación; es decir, la diferencia  $C_1 - C_3$ .

Decimos teóricamente, pues la cotización de los cupones no suele ser la que le corresponde según la cotización de las acciones, al no coincidir matemáticamente las ofertas y demandas de unos y otros. Esta falta de

coordinación es la que hace que, vigilando las diferencias existentes, se produzca un movimiento de arbitraje que impulsa a comprar o vender estos derechos.

Siendo  $d$  el valor de esos derechos, tendremos:

$$d = C_1 - C_3$$

y sustituyendo  $C_3$  por el valor que antes hemos obtenido

$$d = C_1 - \frac{C_1 + \frac{q}{P} \cdot C_2}{1 + \frac{q}{P}}$$

de donde

$$d = \frac{C_1 \left(1 + \frac{q}{P}\right)}{1 + \frac{q}{P}} - \frac{C_1 + \left(C_2 \cdot \frac{q}{P}\right)}{1 + \frac{q}{P}} =$$

$$= \frac{C_1 + C_1 \cdot \frac{q}{P} - C_1 - C_2 \cdot \frac{q}{P}}{1 + \frac{q}{P}} =$$

$$= \frac{\frac{q}{P} \cdot (C_1 - C_2)}{1 + \frac{q}{P}} \text{ o valor teórico del cupón} = \frac{-C_1 - C_2}{1 + \frac{q}{P}}$$

Al igual que cuando hemos obtenido el valor teórico de la acción tras la ampliación, aquí nos encontramos con que  $p$ ,  $q$  y  $C_2$  son las condiciones de la ampliación, que por ser fijas podemos representar por el parámetro  $K$ . Y entonces nos quedará que el valor teórico del cupón es una función de  $C_1$ .

$$d = \varphi'(C_1, K)$$

Su mayor o menor volumen vendrá representado por el nivel que haya alcanzado la cotización de las acciones hasta el momento de efectuarse la ampliación, naturalmente habiendo tenido en cuenta las condiciones de ésta a través del parámetro  $K$ .

### *Las ampliaciones de capital en periodo de auge o inflación.*

Hemos creído situar en páginas anteriores a las ampliaciones de capital, en el justo lugar que les corresponde en cuanto a la producción de beneficios para los antiguos accionistas.

En síntesis, hemos dicho que guardan íntima relación y son motivadas por los distintos fines a que se destine la ampliación: valoradas por el mercado bursátil al juzgar la productividad de las mismas; y recogidas a través del alza en la cotización de los títulos, conseguida por esa valoración.

Mas hemos aludido, al hablar del erróneo concepto que sobre las mismas han tenido buen número de inversores y no pocos expertos de nuestro mundo de las finanzas, a la circunstancia real de que durante los últimos veinte años se han producido con las ampliaciones de capital beneficios muy superiores a los por nosotros admitidos como normales. Veamos ahora las causas que motivaron esa ceguera y que a su vez eran también un aliciente para que se dieran esos dividendos extraordinarios identificados con las ampliaciones de capital.

Debemos atribuirlos primordialmente a dos causas:

- a) La inflación ininterrumpida, durante esos veinte años.
- b) La especulación montada sobre las ampliaciones de capital.

En efecto, por ley de 23 de febrero de 1940, se reanudó en España la actividad bursátil que había estado suspendida desde que se inició nuestra Guerra de Liberación y por razones que es obvio señalar. Tras las destrucciones ocasionadas por aquélla y la necesidad de una urgente reconstrucción para la que eran necesarias grandes sumas monetarias,

así como las enormes perspectivas que ofrecían casi todas las empresas que se dedicasen a la producción de cualquier bien, se mostró claramente una gran preferencia por las inversiones en valores de renta variable.

Estas inversiones, justificadísimas, para las que eran precisas fuertes y constantes ampliaciones de capital —que solamente se veían limitadas por la falta de ahorro existente y la dificultad en la mayoría de los casos de poder encontrar el equipo capital procedente del extranjero, que nos había aislado— eran lo que nosotros hemos considerado *altamente rentables*. Ello se reflejó en las cotizaciones de los títulos de las sociedades, y originaron pingües beneficios a los poseedores de las acciones.

Pero lo que había comenzado de modo tan reflexivo, y tan justificado en el aspecto económico, pasó desesperadamente a ser guiado por un desmesurado afán especulativo. Ya no era preciso un historial serio de las ampliaciones para basar sus conclusiones sobre beneficios, sino que bastaba simplemente la esperanza de que aquéllos pudieran producirse algún día.

Y hasta el más modesto inversor había descubierto que cualquier capital suscrito hoy, se duplicaba y a veces más en el pequeño intervalo de unas pocas fechas.

La inflación, como es lógico, hacía que las cotizaciones aumentasen siquiera fuese al ritmo del nivel de precios, y<sup>2</sup> la especulación forzaba esa marcha a límites insospechados.

En estas circunstancias, y dada la condición que hemos visto, era necesaria al estudiar el mecanismo de las ampliaciones para que el accionista tuviera beneficios en ellas —y que sólo implicaba el que el cambio, o cotización de sus acciones, aumentase tras el anuncio de la ampliación—. Ello se daba en *todos los casos*. (De aquí nace, precisamente, el error de identificar las ampliaciones de capital, con dividendos extraordinarios y fuertes beneficios del accionista.)

Pero ya vemos ahora cómo, a pesar de haberse producido esos beneficios en el pasado reciente, no deben atribuirse, y menos de modo absoluto, a las ampliaciones de capital en sí. Ellas habrán producido la parte correspondiente, por las perspectivas en el empleo de la nueva inversión, y el resto —que tememos ha sido lo más fuerte en volumen— se debe, de una parte, a la inflación, y de otra a la extraordinaria fuerza de la especulación desmesurada.

Cabe preguntarse: ¿no hubiera obtenido el antiguo accionista buena parte de estos beneficios sin necesidad de que la ampliación existiese?

Para contestar a esta pregunta dividamos los totales beneficios obte-

nidos en el pasado por las ampliaciones, en los tres componentes que los motivaban:

1.º Los producidos realmente, como reflejo de la productividad o rentabilidad de las inversiones efectuadas.

2.º Los producidos por la inflación, al aumentar continuamente las cotizaciones de los títulos, siguiendo el índice de precios.

3.º Los producidos por la especulación, que hacían aumentar aún más esas cotizaciones y sin justificación de ninguna clase.

Pues bien, de estos tres componentes sólo el primero es el que le reportaba al accionista la ampliación de capital. El segundo lo hubiera obtenido de cualquier forma, pues el simple hecho de seguir en la posesión de sus acciones, se lo aseguraba con el incesante aumento de las cotizaciones. El tercero lleva en sí aquellas malas cualidades de la especulación, que al ser provocada la hacían ser considerada inmoral, con todos los riesgos y consecuencias que posteriormente habían de acarrear.

Este movimiento especulativo iniciado en España con las ampliaciones de capital, dio lugar a una serie de abusos que el legislador se creyó obligado a cortar.

Se promulgó, al efecto, la Ley de 31 de diciembre de 1946, en la cual se establecía que las Sociedades Anónimas y Comanditarias, que emitan o pongan en circulación acciones o títulos equivalentes, con reserva o preferencia de derechos para su suscripción, deberán exigir no sólo el desembolso del valor nominal de los nuevos títulos, sino también la parte proporcional de reservas imputable a cada uno de ellos. Encaminándose aquella previsión, por un lado, a frenar ampliaciones de capital inspiradas en *finés predominantemente especulativos*, y por otro, a encauzar hacia la economía productiva de las Empresas las importantes plusvalías que, por la favorable coyuntura bursátil, alcanzaban los títulos representativos del capital.

En estas palabras del legislador se ve claramente cómo lo que se pretendía era que el accionista percibiese en la ampliación sólo lo que aquí se ha considerado beneficio normal producido en ella.

Efectivamente, al exigir no sólo el desembolso del valor nominal de los títulos emitidos, sino también la parte proporcional de reservas imputables a los mismos, se cortaba un gran espacio al campo de la especulación que ya no veía esas diferencias tan grandes entre el precio de emisión y la cotización de los títulos en el mercado. Quedaba el beneficio obtenido por la inflación, al elevar las cotizaciones de acuerdo con el

índice de precios, pero esto, que puede ser beneficio en términos monetarios, tampoco puede considerarse beneficio en términos reales.

Pero inexplicablemente —pues sólo motivos fiscales podían justificarlo— el legislador, en la misma disposición, daba los medios para eludir esta obligación: el pago de un fuerte gravamen a la Hacienda Pública.

Y las empresas, acuciadas por constantes presiones de sus accionistas, que seguían viendo en las ampliaciones la obtención de dividendos suplementarios —que, como hemos visto, existieron aunque no producidos por ellas—, continuaron efectuando esas emisiones a la par, como si la citada ley no hubiera existido en su principal objetivo de frenar la especulación y mantener el potencial de las reservas sociales.

En casos excepcionales —y absurdos—, el importe del gravamen pagado a la Hacienda, casi alcanzó el mismo volumen que la cantidad ingresada en las arcas de la empresa como producto de la ampliación de capital a la par.

Posteriormente, en el año 1958, y sin duda motivado por la profunda baja experimentada en todos los valores y creyendo que con ello podría reanimarse la Bolsa, se promulgó el decreto-ley de 24-X-1958, que termina con ese loable espíritu de frenar la especulación en las ampliaciones de la citada ley de 31-XII-1946.

En él, y estimando que aquella coyuntura así lo aconsejaba, se dispone que en las ampliaciones de capital quede en suspenso la obligación de efectuar las aportaciones suplementarias por reservas y el gravamen establecido, facultando al Gobierno para restablecer esta medida de política económica en el momento que pueda volver a aconsejarlo la situación del país.

Creemos, por nuestra parte, que también el legislador estuvo ofuscado al suprimir aquellas medidas que tan buen resultado hubieran podido dar a más largo plazo. Y nos referimos, naturalmente, sólo a la obligación de reembolso de la parte de reservas correspondientes a cada título, pues como hemos indicado, el gravamen —caso de no efectuarlas— sólo tenía justificaciones de tipo fiscal.

Y discrepamos del legislador porque, si con esa última medida se trataba de contener la baja en Bolsa, nosotros vemos —como analizamos a continuación— en las ampliaciones de capital efectuadas a la par y sin desembolso de la parte correspondiente de reservas, un proceso de aceleración hacia la baja de las cotizaciones de los títulos correspondientes. Y —nos anticipamos— sin que esta baja, por otra parte, deba producir

ninguna alarma, por ser justificadísima y no produce —aunque parezca paradójico— ninguna pérdida al antiguo accionista, único que podía salir perjudicado.

### *Las ampliaciones de capital como una causa de la baja en Bolsa.*

Comenzaremos con un ejemplo que aclarará nuestra exposición para después generalizarlo.

Supongamos que poseemos una acción de una empresa X cuyo nominal es 100 pesetas, y que en un momento determinado se cotiza a 500 en el mercado bursátil. Esta cotización es estable y recoge todos los ingredientes constitutivos del precio de un título.

En ese momento es anunciado por el Consejo de Administración y aprobado por la Junta General de Accionistas una ampliación de capital en la proporción de una acción nueva por cada una de las antiguas —es decir, se duplica el capital social de la empresa—, tras la exposición de motivos que mueven al Consejo a ello y que prometen grandes expectativas a la empresa.

La ampliación deberá estar terminada el día D, con derecho a favor de los antiguos accionistas.

Estos, y mejor aún el mercado bursátil, han ido valorando esas expectativas de la empresa, la coyuntura económica del momento, etc. —lo que hemos recogido bajo la común denominación de *productividad o rentabilidad de la ampliación*— y nos encontramos que en dicho día D la cotización de esas acciones ha subido a 600. En esos 100 enteros se han valorado, por la Bolsa, todos los beneficios normales de la ampliación, y que son los auténticos beneficios del accionista. En nuestro supuesto y en ese momento, hemos ganado 100 pesetas.

Veamos, efectivamente, cómo esto se realiza. En dicho día D —o mejor aún, hasta ese momento en que cesa el derecho de acudir a la ampliación, como condición de antiguo accionista— podemos optar por una de estas dos soluciones:

1.º Vender el cupón —derecho, por el precio que le asigne el mercado, el que con leves oscilaciones— que son las aprovechadas en las operaciones de arbitraje, gira en torno de su valor teórico.

2.º Acudir a la ampliación, obteniendo otra acción de 100 pesetas nominales que, al ser emitidas a la par, supondrán un desembolso de 100 pesetas efectivas.

En el primer caso, nuestra operación financiera habrá sido en esen-

cia: continuar en posesión de una acción y obtener por la venta del derecho 250 pesetas.

En efecto, el valor  $d$  del cupón, hemos dicho viene dado por la fórmula

$$d = \frac{C_1 - C_2}{1 + \frac{P}{q}}$$

siendo  $C_1$  y  $C_2$  el cambio de los títulos el día  $D$  y el tipo de emisión, y  $P$  y  $q$  las condiciones de la ampliación.

Sustituyendo valores, tendremos:

$$d = \frac{600 - 100}{1 + \frac{1}{1}} = 250.$$

Esta cifra será, al menos aproximadamente, la que hayamos obtenido por la venta.

En el segundo caso, acudiendo a la ampliación, habremos desembolsado 100 pesetas, y nos encontraremos en posesión de dos acciones.

¿Qué operación habrá sido más ventajosa y cuál el resultado de nuestra inversión en esa empresa X?

Para ello veamos la cotización de sus acciones, tras la ampliación de capital. Siendo  $C_3$  el valor de ésta, tendremos:

$$C_3 = \frac{C_1 + \frac{q}{P} \cdot C_2}{1 + \frac{q}{P}}$$

y sustituyendo valores

$$C_3 = \frac{600 + \frac{1}{1} \cdot 100}{1 + \frac{1}{1}} = 350.$$

Es decir, que la nueva cotización será 350, o aproximadamente ella (prescindimos de los desajustes producidos por las fuerzas de la oferta y demanda, en el intervalo de dos sesiones de Bolsa).

Y analicemos ahora los dos posibles resultados:

*En el primero*, la acción que en el momento inicial valía 500 pesetas la mantendremos, pero tras el día D vale solamente 350 pesetas, y hemos obtenido por la venta del cupón 250 pesetas. En resumen, se ha producido un *beneficio de 100 pesetas*.

*En el segundo*, la misma acción que poseíamos con un valor de 500 pesetas la hemos transformado en dos con un desembolso de 100 pesetas. Como, tras el día D, su cotización es de 350 pesetas, el valor de las dos será de 700 pesetas. También ha producido un *beneficio de 100 pesetas*.

Como puede verse, ambos procedimientos nos han conducido a un mismo resultado económico: la obtención de un beneficio de 100 pesetas en la inversión, que representa un 20 por 100 del valor de la misma, y que ha sido obtenido por las motivaciones económicas de la ampliación, valoradas en el mercado bursátil.

Sin embargo, nuestra situación relativa en la empresa hubiera sido distinta con cada uno de ellos: en el primero hemos rescatado 250 pesetas, de las cuales, repetimos, 100 eran el beneficio producido y las 150 restantes como menor participación en los negocios de la misma, cedidos al nuevo accionista al venderle el cupón con el que a su vez obtuvo otra acción. En el segundo, por el contrario, hemos aumentado nuestra participación en 200 pesetas: 100 pesetas del beneficio adquirido, y que hemos dejado incorporado a la misma, y otras 100 mediante el desembolso efectuado, ambos recogidos a través de la posesión de una acción más.

Pero lo que aquí interesa destacar es *la baja sufrida en la cotización de estas acciones*, tras la ampliación de capital. En efecto, antes de anunciarse la misma se cotizaban a 500, y una vez efectuada sólo llegaba a ser de 350.

Sin duda, todo aquí ha sido hipotético y el que ello se realice así dependerá de la bondad de la estimación de los beneficios económicos de la ampliación, en su más amplio sentido. Si esa valoración nos hubiera llevado a ese cambio de 600, podemos asegurar que la nueva cotización sería aproximadamente 350.

Mas como aproximación podemos decir, que si esos beneficios han representado un 20 por 100 de la inversión, ésta no puede considerarse mala y que, aunque los habrá mejores, ello no autoriza a suponer que siempre lo sean. Y si siendo así se ha producido esa baja en la cotización,

lo lógico y normal es que las ampliaciones de capital efectuadas a la par produzcan sistemáticamente esos descensos. Descensos que, como hemos podido comprobar en este caso, no han representado ninguna pérdida para el accionista —aquí ha sido beneficio— y sí, únicamente, un cambio relativo en la participación del mismo en la empresa.

\* \* \*

Trataremos ahora de generalizar estos resultados. Y para ello partiremos, una vez más, del hecho de que el accionista no obtiene ningún beneficio entre los momentos, inmediatamente anterior y posterior de la ampliación. El descenso entre ambas cotizaciones se ve compensado con el valor del cupón o derecho.

Es decir:

$$d = C_1 - C_2$$

por otra parte, sabemos que

$$d = \frac{C_1 - C_2}{1 + \frac{P}{q}}$$

y como se trata de analizar las emisiones efectuadas a la par, y los cambios venían representados en porcentajes sobre el nominal, que se hace igual a 100, será:

$$d = \frac{C_1 - 100}{1 + \frac{P}{q}}$$

Para simplificar el caso, sin perjuicio de generalizarlo después, supondremos una ampliación de capital como en el ejemplo citado: una acción nueva por cada una de las antiguas, o sea  $p = q$ . Entonces

$$d = \frac{C_1 \cdot 100}{1 + \frac{1}{1}} = \frac{C_1 - 100}{2}$$

y también

$$d = \frac{C_1}{2} - 50.$$

Pero como a su vez

$$d = C_1 - C_3$$

será

$$C_1 - C_3 = \frac{C_1}{2} - 50$$

de donde

$$C_3 = \frac{C_1}{2} + 50.$$

Para que  $C_3$ , cambio después de la ampliación, sea inferior a  $C_1$ , cambio anterior a ella, será preciso que

$$C_1 > 100 \quad \text{o también} \quad C_1 = 100 + \alpha$$

pues entonces

$$C_3 = \frac{C_1}{2} + 50 < C_1$$

ya que

$$C_3 = \frac{100 + \alpha}{2} + 50 = 100 + \frac{\alpha}{2} < 100 + \alpha = C_1$$

O sea, que cuando el cambio  $C_1$ , anterior a la ampliación, sea superior a la par; al efectuarse ésta al tipo de la par, se producirá un descenso en la cotización de los títulos.

De la misma forma podría demostrarse que, cuando la cotización de las acciones es por bajo de la par, al efectuarse ésta a la par, se produce una elevación en las cotizaciones. Este último es el caso poco probable, ya citado, pues difícilmente existiría quien suscribiera acciones en esas condiciones.

Generalizando ahora el caso de que la ampliación se haga en la proporción de  $q$ , títulos nuevos por cada  $P$  de los antiguos, y siendo la ampliación efectuada a la par, tendremos:

$$d = C_1 - C_3 = \frac{C_1 - 100}{1 + \frac{P}{q}}$$

de donde se deduce que

$$C_3 = C_1 - \frac{C_1 - 100}{1 + \frac{P}{q}}$$

y para que  $C_3 < C_1$  bastará que la fracción  $\frac{C_1 - 100}{1 + \frac{P}{q}}$  sea positiva.

Como  $P$  y  $q$  son cantidades positivas el denominador siempre será positivo. Y el numerador lo será cuando  $C_1 > 100$ , es decir cuando la cotización sea superior a la par.

En caso contrario, el numerador será negativo y sería  $C_3 > C_1$  (último caso que hemos citado cuando las ampliaciones se hacían estando las cotizaciones por bajo de la par).

El volumen de esa diferencia entre  $C_3$  y  $C_1$  (cotizaciones anterior y posterior) viene dado en función de  $C_1$  y de  $\frac{P}{q}$ , es decir, de la cotización adquirida por los títulos y de las proporciones de la ampliación, además, y generalizando, del tipo de emisión  $C_2$ .

Hemos dicho que

$$C_1 - C_3 = \frac{C_1 - C_2}{1 + \frac{P}{q}}$$

Si la cotización anterior a la ampliación  $C_1$  aumenta, aumentará la diferencia. Si por el contrario se emite a tipo superior a la par ( $C_2 > 100$ ) y menor que  $C_1$  esa diferencia será más pequeña. También si la proporción de la ampliación aumenta, el valor de la fracción  $\frac{P}{q}$  disminuirá, y, por tanto, la diferencia será mayor: a mayor porcentaje de ampliación de capital, mayor descenso en la cotización de los títulos.

Finalmente, la sistemática baja en la cotización de las acciones tras las ampliaciones de capital, se beneficiará siempre que

$$C_1 - C_0 < C_1 - C_3$$

es decir, que el alza producida por el anuncio de la ampliación hasta

llegar a efectuarse, sea inferior al descenso que sufra una vez realizada. Esta perogrullada lleva implícito la valoración de esa alza que no podemos realizar por un procedimiento analítico, pues ya hemos repetido multitud de veces que sólo de un modo subjetivo la podrán efectuar los accionistas o el mercado bursátil, con el conocimiento de las perspectivas de la ampliación y la coyuntura económica. Pero si no podemos determinarla cuantitativamente, para por un procedimiento matemático demostrar el sentido de esa desigualdad, si creemos encontrarla suficientemente razonada.

En el ejemplo anterior hemos visto que una supuesta alza de 100 enteros, cuando la cotización inicial era de 500, representaba para el accionista un beneficio en su inversión —que había sido valorada en 500 pesetas— del 20 por 100. Ello representa que, la ampliación proyectada en la proporción de duplicar el capital, ha producido una revalorización —estimada naturalmente— en la rentabilidad y expectativas de la empresa de ese 20 por 100.

Y a su vez esto nos autoriza a catalogar esta ampliación como *altamente rentable o productiva*. Sin duda habrá casos excepcionales en que ampliaciones de capital revaloricen aún más esas rentabilidades, pero tememos no sea esto lo normal, y que los directores de empresas se considerarán satisfechos de su labor si consiguen esas revalorizaciones de sus antiguas inversiones, con las nuevas.

Mas apesar de ese beneficio económico, del 20 por 100 en la ampliación, que consideramos excelente, hemos visto cómo la cotización ha descendido de 500, la inicial, a 350 al final de la operación financiera, representando un retroceso del 30 por 100.

Lógicamente es de esperar no se alcancen esos porcentajes, y por tanto se producirán bajas aún más acentuadas.

Podría objetarse que, en este supuesto, la ampliación ha sido muy fuerte —duplicar el capital, siendo  $P = q$ — y que, como hemos dicho antes, por ello, la baja ha tenido que ser más profunda.

Pero si esto es cierto, también lo es el hecho de que esa ampliación tan fuerte, produce una alza de la cotización inicial —en nuestro caso 500— superior a la que se hubiera experimentado con una ampliación más débil. En el supuesto, cada acción tenía derecho a otra emitida a precio más bajo; en otro caso, se hubieran necesitado más acciones —o derechos— para conseguir esa misma acción y a ese precio.

Este razonamiento nuestro, que puede ser discutido, pues pisa el resbaladizo terreno de las valoraciones subjetivas, encuentra pleno y eficaz

apoyo en la realidad de nuestra vida bursátil en los últimos veinte años, período cumbre en el que se han planteado y dado estos problemas de las ampliaciones de capital.

En otro trabajo hemos realizado un objetivo estudio del comportamiento bursátil de las inversiones efectuadas y rentabilidad obtenida en 75 empresas, cuyos títulos se cotizan en Bolsa, y que son las más importantes que concurren al mercado de capitales para la obtención de los medios con que financiar sus constantes ampliaciones.

En ellos queda demostrado que, en la realidad española de los años comprendidos entre 1940 y 1959, *las ampliaciones de capital han producido la baja de las cotizaciones de los títulos correspondientes, y que esas bajas han sido mayores en aquellos títulos cuyas ampliaciones de capital han representado mayor porcentaje con el que poseían, en cada caso, en el año 1940.*

### *Conclusiones.*

Resumiendo lo dicho en el presente capítulo, podemos llegar a las siguiente conclusiones:

1.ª En circunstancias normales, de estabilidad en la Bolsa y en el sistema monetario y de precios, *las ampliaciones de capital sólo deben producir el beneficio económico atribuible al aumento de productividad y expectativas de la empresa.* La especulación sobre ellas debe desaparecer por ser altamente perniciosa.

En ocasiones, si falta la productividad de la inversión, deben reportar pérdidas al accionista.

2.ª Las ampliaciones de capital conducen, sistemáticamente, a la baja en las cotizaciones de los títulos.

3.ª La baja en Bolsa, atribuible a las ampliaciones de capital, no representa ninguna pérdida para el antiguo accionista.

4.ª Las ampliaciones, al producir esa baja, sólo hacen que cambie la situación relativa del accionista en cuanto a su participación en el patrimonio de la empresa: si acude a ella aumenta su participación y disminuye si vende el cupón-derecho.

5.ª Si se intenta mantener las cotizaciones, deben ponerse en rigor las disposiciones que obligaban, al acudir a la ampliación, a hacer el desembolso de la parte de reservas correspondientes a cada título.

6.ª El derecho de suscripción puede ser una carga para el antiguo accionista, al ser improductiva la inversión de la ampliación, y verse obli-

gado a acudir a ella en su doble aspecto de ampliar su participación o vender el cupón que no alcanzará a compensarle.

7.ª Podría salvarse este inconveniente con los riesgos que ello supondría a la empresa, haciendo las emisiones a tipos próximos a los del mercado y dando *solamente preferencia* al antiguo accionista para la suscripción.

José MARTINEZ DE IBARRETA