

ANÀLISI DE LES
POSSIBILITATS
D'INVERSIÓ DE
L'EMPRESA
EUROPAC, S.A

AGRAÏMENTS I DEDICATÒRIES

Aquest treball s'ha realitzat gràcies a moltes persones, a les que m'agradaria fer un petit homenatge:

En primer lloc, donar gràcies al meu tutor, l'Enric Bosc, per la seva perseverança a l'hora demanar pulcritud en la confecció del treball, per les seves innumerables ajudes a nivell ortogràfic i de plantejament d'idees i, sobretot, per fer possible que aquest projecte anés endavant.

En segon lloc, agrair tota la feina feta del Sr. José Antonio Mir i del Sr. Vicenç Sauqué, ja no sols per les entrevistes que van respondre, sinó que també per deixar-me estar dues setmanes a la borsa de Barcelona analitzant el món del mercat de valors i per tota la informació que em van aportar.

En tercer lloc, agrair els catàlegs prestats per l'actual presidenta de la Delegació de Barcelona de la Comissió Nacional del Mercat de valors, la Sra. Roser Micó.

En quart lloc, donar les gràcies a la gerència de l'empresa EUROPAC, S.A per facilitar tota la informació econòmica i financera, sense la qual no hagués estat possible la confecció del treball.

En darrer lloc, però no menys important, donar les gràcies a la meva família que m'ha ajudat anímicament, donant-me suport en tot moment i confiant en les meves possibilitats.

ÍNDEX

1. Introducció	pàg. 1
2. Cos del treball	
a. Introducció històrica	pàg. 3
b. La borsa espanyola	pàg. 7
c. Anàlisi de valors	pàg. 57
d. Anàlisi de l'empresa <i>EUROPAC, S.A</i>	pàg. 76
3. Conclusions	pàg. 112
4. Annexos	pàg. 115
5. Bibliografia	pàg. 123

1. INTRODUCCIÓ

Aquest treball, com ja s'ha comentat amb anterioritat es basa en l'anàlisi de l'empresa *EUROPAC, S.A* que es troba dins el sector del cartró ondulat.

En primer lloc, justificar la tria de l'àmbit del treball (social i humanístic) perquè és el mateix àmbit que l'autor està cursant en els seus estudis (Batxillerat). Amb més concreció, determinar que s'ha escollit l'àmbit econòmic; més concretament l'àmbit borsari, estretament lligat al món empresarial, per dos motius: el primer és perquè els estudis superiors que es voldrien cursar van relacionats amb el món de l'empresa (doble llicenciatura en Dret i en Administració i Direcció d'Empreses) i el segon motiu és perquè hi havia una necessitat de coneixement, barrejada amb un sentiment de curiositat pel món borsari.

En segon lloc, es justifica la tria de l'empresa *EUROPAC, S.A*, ja que aquesta empresa pertany al sector del cartró ondulat, sector que desconexíem i que ens atrau pel fet que molta gent, amb l'actual situació econòmica de l'Estat espanyol i de l'economia mundial, recorri a la recerca i a la posterior venda de cartró o paper utilitzat per a la posterior fabricació de cartró, per tal de guanyar diners per afrontar la crisi. I també, per un motiu tècnic, que aquesta empresa disposa d'un sistema de transmissió completa de la informació de la seva estructura que permet que tothom que vulgui pugui accedir a les seves dades, ja sigui en el seu portal web, o via consulta amb els seus assessors tècnics.

Per altra banda, cal comentar la intenció prèvia del treball, no era l'anàlisi profunda d'aquesta empresa, era la realització d'una anàlisi de cotitzacions de tres empreses que cotitzessin en tres mercats diferents, aquestes empreses que es van plantejar inicialment van ser: Telefónica, Merck i General Motors (mercat espanyol, alemany i

dels Estats Units, respectivament) però la impossibilitat de trobar informació total (ja que l'anàlisi la requeria) sobre cap de les tres empreses va propiciar que es realitzés l'anàlisi de l'empresa que ja s'ha comentat anteriorment.

La metodologia emprada al llarg de tot el treball es cenyeix en la recerca d'informació teòrica, en primera instància, i, posteriorment, coincidint amb l'anàlisi de l'empresa, en la interpretació de dades econòmiques i borsàries.

Per últim, cal fer esment, a les fonts principals gràcies a les quals s'ha confeccionat el treball. Aquestes fonts es divideixen en: orals, totes aquelles dades recollides en l'estada a la borsa de Barcelona, mitjançant la transmissió d'informació feta per analistes de Societats de Valors, i en escrites, un seguit de llibres i revistes que han regit bàsicament tota la part teòrica del treball.

2. COS DEL TREBALL

1. INTRODUCCIÓ HISTÒRICA AL MERCAT DE VALORS

Els orígens de la borsa es troben en les fires medievals del segle XV i el nom està relacionat amb la ciutat de Bruges (Flandes). Tot i que hi ha constància de l'existència d'aquest tipus d'institucions a l'Antiga Grècia, l'aparició d'aquesta com a entitat estable no es va consolidar fins l'any 1531 en aquella mateixa ciutat. A mitjans del segle XIV els negociants tenien per costum trobar-se davant de la casa de la família Van der Bursen que tenia com a escut heràldic "tres borses" o "bosses". El nom s'estengué a altres poblacions belgues i posteriorment, el segle XV, importants ciutats estrangeres l'adoptaren com a propi.

Les borses esdevingueren vertaderament indispensables pel funcionament dels diversos intercanvis comercials, així com per l'economia dels diferents estats o regions al segle XVIII, al mateix temps que s'afermaven les societats anònimes. Per tant, de forma més directa o menys directa, el seu naixement passa pel període històric que anomenem com a Revolució Industrial¹.

Durant l'expansió de la industrialització i amb la imminent desaparició dels anomenats "petits comerços" o "comerços de família", es va veure la necessitat d'obtenir major capital per a poder invertir en aquests processos d'ampliació empresarial. La indústria tèxtil proporcionava grans beneficis, una parts dels quals tornava a ser invertida, fet que provocava el creixement exponencial de les empreses.

¹ Revolució Industrial: període de la història contemporània que esdevé el canvi d'una societat mundial no industrialitzada a la industrialització completa en tots el àmbits.

Amb el pas del temps les empreses es transformaren en Societats Anònimes ² i aquestes emetien accions i obligacions. Entenent per accions les parts alíquotes de capital; és a dir, petites aportacions de l'empresa que en disposen els socis. En contraposició, les obligacions serveixen per delimitar el nombre de persones que formen part de l'empresa. Tot això va propiciar al naixement del mercat de valors, també anomenat com a borsa. Aquests mercats es convertiren en baròmetres de la situació econòmica del moment. Segons com anaven es podia mesurar i valorar com funcionava econòmicament la societat empresarial.

Actualment les borses més importants pel volum que representen són les de Nova York, Tòquio, Londres i Frankfurt.

La Borsa de Nova York es va fundar l'any 1792. El *New York Stock Exchange* és el mercat secundari organitzat més antic, i a la vegada el més gran dels Estats Units. És una entitat privada amb 1.336 membres *dealers i brokers* i més de 3.000 empreses que hi cotitzen. La negociació té lloc al parquet reservat als especialistes i ofereix preu de compra (*bid price*) i preu de venda (*ask price*).

La Borsa de Tòquio es fundà el 1878 i els seus membres poden ser de dos tipus: *regular members*, que són els que realitzen les diverses operacions bursàtils i *saitori members*, que fan d'intermediaris en les operacions dels anteriors.

La Borsa de Londres (*London Stock Exchange*) es va fundar el 1570. Els organismes reguladors del mercat són: la *Securities and Futures Authority* que supervisa el mercat i el *Recognised Exchange Investment*, que regula el mercat.

² Societats Anònimes: tipus de societats en què el capital social és dividit en parts iguals indivisibles (anomenades accions).

La Borsa de Frankfurt (*Frankfurter Wertpapierbörse*), la més antiga d'Alemanya, es va fundar el 1585. L'*Exchange Council* regula el mercat i el *Market Supervision Board* en supervisa l'operativa.

A l'estat espanyol, la primera borsa reconeguda oficialment va ser la de Madrid l'any 1831. Després la de Bilbao el 1881, la de Barcelona l'any 1915 i la de València el 1981. Els primers títols negociats a la Borsa de Madrid van ser títols de deute públic emesos pel Rei per a finançar les campanyes militars.

Pel que fa al funcionament, hi ha països, com Espanya, on les borses estan connectades entre elles i formen un mercat únic. Això vol dir un preu per valor, independentment d'on es contracti el valor i informació a temps real. Hi ha països, com França, on només existeix una borsa per poder negociar els valors. Quan l'Euro va esdevenir la moneda única a la Unió Europea, les principals borses d'aquest continent quedaren interconnectades. La cotització de les borses europees a partir de l'1 de gener de 1999 és en Euros.

També en el panorama mundial hi ha borses que són institucions públiques on els intermediaris autoritzats són nomenats oficialment una vegada passades les oposicions o les proves oportunes; aquest era el cas d'Espanya abans de la Reforma del Mercat Borsari de l'any 1989. En canvi, en altres països com els anglosaxons, les borses són institucions privades controlades pel poder públic, però els intermediaris autoritzats tenen caràcter privat.

Antigament a les borses s'hi negociaven tota classes de productes financers i fins i tot mercaderies. Amb el pas del temps i amb la constant evolució social en tots els aspectes, a la borsa, s'hi han acabat negociant títols de renda variable (accions) i títols de renda fixa (obligacions i bons).

La borsa és un mercat financer a llarg termini, és a dir, s'hi negocien valors que, o no tenen venciment, en el cas de les accions, o el tenen a més de tres anys, com és el cas de les obligacions i els bons.

Per mercat financer s'entén com aquell mecanisme que permet posar en relació i contacte els estalviadors i els inversors i, simultàniament, permet fixar els preus (ja sigui en un lloc físic, o de forma electrònica). Tot mercat financer té dos mercats: el primari i el secundari.

El mercat primari té com a finalitat proporcionar finançament a les empreses, institucions públiques, institucions financeres, govern..., mitjançant l'emissió de valors nous. En contraposició, el mercat secundari es centra bàsicament en proporcionar liquiditat als inversors que han adquirit els títols emesos en el mercat primari.

Tant el mercat primari com el secundari són inseparables, ja que l'inversor compra títols nous perquè sap que podrà vendre'ls quan vulgui en el mercat secundari i així recuperar la inversió i, de ser possible, obtenir plusvàlues (beneficis) amb la venda.

Les operacions del mercat secundari són les més conegudes de la borsa, així com les relacionades amb les accions, ja que són les operacions que representen més volum. En canvi, no és així amb les operacions del mercat primari, perquè les duen a terme intermediaris financers borsaris i no borsaris, però fora de l'àmbit tradicional.

Encara que no és un mercat de competència perfecta³, és el que s'hi acostava, perquè els preus es fixen per la llei de l'oferta i la demanda, perquè intervenen molts compradors i molts venedors simultàniament, perquè els productes negociats són

³ Mercat de competència perfecta: tipus de mercat, en el que hi han molts compradors i venedors i aquest està regulat per la llei de l'oferta i de la demanda.

força homogenis, si més no les accions i, per últim, perquè el mercat és transparent respecte de la formació dels preus i de la transmissió de la informació.

Per a les empreses, estar en borsa suposa determinats avantatges com ara que poden obtenir finançament a un cost més baix que amb altres modalitats, que sempre es pot conèixer exactament el valor del mercat de l'empresa i que la quantitat de finançament que es pot obtenir és més elevada. Malgrat això; no tot són avantatges ja que la cotització de les accions en borsa pot suposar una pèrdua de control per part dels accionistes fundadors, i el control i les accions poden passar a mans de persones desconegudes i amb objectius molt diferents; també implica donar informació periòdica als accionistes i a la borsa, raó per la qual són més fàcils de controlar fiscalment.

2. LA BORSA ESPANYOLA

La borsa espanyola és un mercat organitzat de compravenda de valors, tant accions com títols de renda fixa a un preu públic anomenat cotització. L'organització de cadascuna de les borses espanyoles depèn de la seva Societat Rectora, que és una societat anònima formada pels membres autoritzats a operar a cada borsa. Les Societats Rectores de les quatre borses espanyoles (Barcelona, Madrid, València i Bilbao) són accionistes a parts iguals de la Societat de Borses que és la responsable de la gestió del sistema electrònic de contractació (SIBE), únic per al mercat espanyol i a través del qual es realitza la major part de l'activitat borsària en el mercat.

El SIBE o sistema d'interconnexió borsari espanyol va començar a funcionar l'any 1995. El mercat continu va començar a funcionar l'any 1989 i va substituir el tradicional "mercat de corros". En el mercat continu es mou més del 96% del volum negociat de renda de la contractació total de la borsa. Aquest mercat permet dirigir

les ordres rebudes en les quatre borses cap a l'ordinador central on són classificades segons el preu i el moment d'introducció en el sistema. El mercat continu ofereix un preu únic per a cada valor, que és idèntic per a totes les borses, independentment d'on s'hagin cursat les ordres. L'horari per operar actualment és de 10 del matí a 5 de la tarda, amb un període de preobertura de mitja hora on ja es poden introduir propostes que després es puguin fer efectives. El "mercat deorros" (era el mercat existent abans de la reforma borsària, actualment no funciona), consistia en què l'intermediari borsari realitzava les propostes de compravenda a viva veu.

2.1 Qui pot operar a la borsa?

Qui vulgui comprar o vendre en el mercat borsari ho ha fer donant les ordres a un intermediari borsari o posant-se en contacte a través d'una determinada societat de valors.

Per ser membre d'una borsa, les societats i les agències subscriuen accions de la societat de la borsa corresponent i només poden operar en aquella o aquelles que tinguin accions d'aquesta determinada societat.

Les societats de valors i borsa són societats anònimes amb un capital mínim de 5 milions d'Euros; els seus socis poden ser persones físiques o jurídiques; poden operar per compte propi o per compte de tercers i són els únics intermediaris autoritzats per fer operacions a crèdit.

Les agències de valors i borsa estan formades per persones físiques amb un capital mínim inicial d'1 milió d'Euros. Només poden operar per compte propi i normalment estan formades per antics agents de canvi i borsa.

Actualment, les societats i les agències són les úniques que poden dedicar-se a l'activitat de negociació de valors en el mercat.

2.2 Què fan i com ho fan?

Les operacions per compte de tercers més habituals són rebre ordres dels seus clients i executar-les en el mercat, intervenir en la col·locació d'emissions, actuar de mitjancers en el mercat de Deute Públic Anotat i gestionar carteres. Entenem per col·locació d'emissions el fet de posar en circulació una sèrie de títols en el mercat, així com entenem per gestió de carteres el fet de cursar una sèrie d'operacions borsàries amb el capital que aporten cadascun dels membres d'una societat de valors.

2.3 Qui controla el mercat?

La Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) és qui controla i regula el mercat amb capacitat per sancionar infraccions. Els membres de la CNMV són designats pel Ministeri d'Economia i pels membres de les diferents societats rectores.

Entre les seves competències hi ha:

- Vetllar per la transparència del mercat.
- Vetllar per la correcta fixació dels preus i per la protecció dels inversos.
- Controlar el mercats (inclou l'admissió, suspensió o exclusió de valors i/o societats).
- Vetllar pel compliment de les normes de conducta del mercat.

En la CNMV es pot consultar:

- Tota la documentació que les empreses tenen obligació de presentar.
- El registre de tots els socis amb més d'un 5 % de les accions d'una societat.
- El registre de totes les emissions d'obligacions.
- Els informes d'auditoria de la pròpia comissió així com de les empreses.

La CNMV dona informació periòdica i amb caràcter consultiu als inversors, per a poder resoldre tots els dubtes i possibles reclamacions. També assessora al Govern, al Ministeri d'Economia i les comunitats autònomes en matèries del mercat de valors.

2.4 Què es una acció i quins tipus n'hi ha?

Les accions representen una part proporcional del capital social d'una Societat Anònima, que atorguen als seus posseïdors la condició de socis propietaris de la mateixa, en proporció a la seva participació. Aquesta condició comporta una sèrie de drets, però també un seguit d'obligacions. Els drets que atorguen són els següents:

- Dret a percebre beneficis, en forma de dividendes, si així ho decideix la Junta General d'accionistes.
- Dret a percebre la part proporcional en cas que es liquidés la societat.
- Dret a vot, proporcional segons el nombre d'accions.
- Dret preferent de subscripció.

Les accions han de tenir registrat en el document o en l'anotació en compte: el nom de la societat, el domicili, la data d'escriptura, la xifra del capital social, el valor nominal de l'acció, la quantitat desemborsada de l'acció, la data d'inscripció al registre mercantil i la firma dels administradors.

Aquestes accions poden estar representades per títols físics o per anotacions en compte, tot i que en el mercat de valors la segona opció és la única possible.

Les accions poden classificar-se segons diversos criteris. Segons els drets que intrínsecament incorporen, les modalitats més habituals són:

Les accions ordinàries, que són les més habituals, incorporen el dret de vot per gestionar i triar el consell d'administració a través de la Junta General d'accionistes.

Les accions preferents són aquelles que concedeixen avantatges respecte als drets atorgats per les accions ordinàries, els privilegis poden ser: dret a rebre un dividend fix preferent, o a la reserva d'una part fixa dels beneficis de l'empresa.

Les accions sindicades són aquelles en què, en base a l'existència d'un pacte entre accionistes o sindicat d'accions, els accionistes es comprometen davant d'una votació en la junta general d'accionistes a votar en el sentit que estableixi el sindicat.

Les accions sense vot tenen els mateixos drets que les accions ordinàries, a excepció del vot en les Juntes Generals. Com a contraprestació es dóna el dret a percepció del dividend mínim.

Les accions rescatables són aquelles que poden ser amortitzades o rescataades per la societat emissora a sol·licitud d'aquesta, dels accionistes, o d'ambdós. Això les diferencia de la resta dels tipus d'accions, que tenen una duració indeterminada. En els acords d'emissió es fixen les condicions per l'exercici del rescat.

Les accions sense vot són aquelles que tenen uns privilegis de caràcter econòmic a canvi de no tenir el dret de vot, però que en el cas que la societat els incompleixi pot exercir-ne el dret mentre duri l'incompliment.

Les accions són valors negociables; és a dir són transmissibles, no obstant, les condicions en les que es pot dur a terme la transmissió, són ben diferents en el cas de les accions cotitzades i les no cotitzades.

Addicionalment, quan es produeix una ampliació de capital ens trobem amb accions velles i accions noves (les procedents de l'ampliació).

Les accions tenen diferents valors: nominal, comptable i de mercat.

El valor nominal és l'estimació del valor del títol que representa la part alíquota del capital social de l'empresa i que queda registrat en l'acció. Es troba relacionant el capital social i el nombre d'accions de la societat.

$$\text{Valor nominal} = \frac{\text{Capital social}}{\text{Nombre d'accions}}$$

El valor comptable és el nombre exacte de recursos propis de l'empresa (capital social⁷, prima d'emissió⁸, reserves, menys les pèrdues); també és el valor teòric d'una acció. Es calcula com el valor comptable d'una empresa pel nombre d'accions.

$$\text{Valor comptable} = \frac{\text{Valor comptable de l'empresa}}{\text{Nombre d'accions}}$$

El valor comptable o teòric d'una empresa, seria similar al preu de mercat d'una acció si el mercat no tingués en compte altres informacions. Però el mercat també valora les expectatives d'una empresa, per tant, si les expectatives són favorables ho tindrà en compte i oferirà un preu superior, i a l'inrevés.

El mercat valora la capacitat de generar beneficis, la possibilitat de creixement, contractes amb grup per ser part del grup, etc. Analitza totes aquestes possibilitats tant positivament com de forma negativa.

El valor de mercat és el preu de l'acció en els mercats secundaris o, el que és el mateix, la cotització. El preu de mercat pot ser *a la par* (igual al valor nominal), *sota par* (inferior al valor nominal) o *sobre par* (superior al valor nominal). Aquest preu depèn de la valoració que fan de l'empresa i de les expectatives de l'empresa els possibles inversors.

2.4.1 Les accions cotitzades

Les societats que tenen les seves accions cotitzant en les borses de valors, compleixen una sèrie de requisits que han de garantir la liquiditat de les mateixes, tot i que evidentment, existeixen grans diferències entre les accions d'una companyia i d'una altra. Això significa que en general la inversió es pot desfer en qualsevol moment, que existeix una valoració objectiva (el preu de mercat), i que l'inversor no està obligat a buscar un comprador de les seves accions, ja que el mercat aporta en el mateix instant aquestes contrapartides.

Perquè una societat sigui admesa a cotització ha de complir una sèrie de requisits. El procediment d'admissió a cotització en borsa varia segons els valors siguin nacionals o estrangers, negociats en el primer o en el segon mercat,... L'admissió a la negociació en les borses espanyoles requereix la verificació en general per part de la CNMV del compliment dels requisits legals.

També s'han de complir amb les condicions d'admissió exigides pel reglament de borses, que pel primer mercat són les següents:

- Tenir una xifra de capital igual o superior a 1.202.024,21 €, sense considerar la possessió d'aquells accionistes amb paquets iguals o superiors al 25 % del capital social.
- Hi ha d'haver com a mínim 100 accionistes, amb participació individual inferior al 25 % del capital.
- L'existència de beneficis en els dos últims anys o en tres no consecutius en un període de cinc, de forma que hagi estat possible repartir un dividend del 6 % del nominal després dels impostos.

Al marge d'aquests requisits mínims, la CNMV vigila la liquiditat de les companyies cotitzades i té la finalitat d'excloure d'aquelles que per diverses circumstàncies no ofereixen una garantia de solvència.

D'altra banda, cal tenir en compte les classificacions que duen a terme diversos accionistes de les diverses companyies a partir de les seves qualificacions. A partir d'aquestes apareixen conceptes com "valores estrella o *blue chips*", que fa referència a aquelles companyies de gran disposició de capital i alta liquiditat borsària, o els anomenats "chicharros o valors especulatiu", aquelles empreses que pertanyen a un sector mitjà o petit i de baixa capitalització amb un alt component especulatiu i amb un elevat risc per als inversors.

2.5 Què significa ser accionista? Quins drets atorga?

Ser accionista comporta un seguit de drets polítics i econòmics. L'exercici d'aquests drets ha d'anar associat a un compromís en el seguiment de la informació (econòmica, financera, societària,...) i en l'assistència a la Junta General d'accionistes. Eludir el dret a vot suposa acceptar que altres prenguin decisions que afectin als interessos com accionista.

Els principals drets de l'accionista són:

- Dret a percepció del dividend: el dividend és la part del benefici que la societat decideix repartir entre els seus propietaris. El repartiment de dividends és una decisió exclusiva de la junta general, per tant una societat pot obtenir beneficis i la Junta General pot decidir no repartir-los.

- Dret preferent de subscripció: quan una societat decideix ampliar el seu capital amb l'emissió de noves accions o obligacions convertibles en accions, els accionistes antics tenen preferència en la subscripció.
- Dret a la quota de liquidació: si es donés el cas que la societat arribés a dissoldre's i liquidar-se, l'accionista té dret a rebre la seva part proporcional del producte de liquidació.
- Dret d'assistència i a vot en les juntes generals d'accionistes: per exercitar aquest dret, l'accionista sempre haurà de posseir el nombre mínim d'accions fixat en els estatuts.
- Dret d'informació: els accionistes tenen dret a obtenir informació sobre la situació de l'empresa. A partir de la convocatòria de la junta, qualsevol accionista podrà obtenir de forma immediata i gratuïta les comptes anuals i l'informe de gestió.
- Dret de transmissió de les accions: les accions de les societats cotitzades es poden transmetre, en canvi pel que fa a les accions no cotitzades existeix la possibilitat que els estatuts reflecteixin algun tipus d'impediment.
- Dret d'impugnació d'acords socials: l'accionista, individualment o agrupat per altres accionistes, pot exercir accions legals per impugnar algun dels acords que s'hagin proposat en la junta general.
- Dret de separació: el dret de separació de l'accionista, consisteix en rebre la quantitat de capital de l'empresa corresponent, per part de la resta d'accionistes.
- Dret de convocatòria de la Junta: l'accionista o accionistes que representen el 5 % o més del capital, poden dirigir-se als administradors sol·licitant la convocatòria d'una Junta General.

- Dret de representació proporcional en el consell: els accionistes (un o diversos) poden escollir de forma proporcional a la seva participació el número d'administradors que corresponguin.

2.6 Les operacions que afecten a l'accionista

2.6.1 Ampliacions de capital

Són operacions de finançament empresarial que incrementen els fons propis de la societat. Es poden realitzar mitjançant l'augment del valor nominal de totes les accions existents o, a través de l'emissió de noves accions.

Les ampliacions de capital han d'acordar-se sempre en la junta general, tot i que aquesta pot delegar en el consell d'administració la facultat de fixar la data en què es durà a terme l'acord i fixar les condicions del mateix, dins d'un determinat termini.

En el cas de les ampliacions amb aportacions no dineràries, és obligatori que al mateix temps de la convocatòria de la junta es posi a disposició dels accionistes un informe dels administradors. En aquest es descriuen detalladament les aportacions, les persones que les efectuen, i el nombre i el valor nominal a donar.

En el cas particular de les ampliacions de capital per compensació de crèdits, els creditors poden canviar els seus crèdits per accions de la societat, passant de la posició de creditors a la d'accionistes. A més a més, la junta ha d'entregar als accionistes un certificat emès per un auditor de comptes que acrediti l'exactitud de les dades que ofereixin els administradors sobre els crèdits.

Quan s'augmenta el capital per conversió d'obligacions en accions, s'apliquen les condicions i els terminis establerts en el moment de l'emissió.

En les ampliacions de capital mitjançant les emissions de noves accions amb aportacions dineràries, poden acudir a l'ampliació tant dels antics accionistes com el públic en general. El preu de les noves accions dependrà si l'ampliació es realitza a la par, amb prima d'emissió o amb càrrec de reserves:

- Ampliació a la par: el preu de les noves accions coincideix amb el valor nominal.
- Ampliació amb prima d'emissió: el preu de les noves accions és el valor nominal més una quantitat denominada prima d'emissió.
- Ampliació de capital amb càrrec de reserves: consisteixen en utilitzar les reserves disponibles, les primes d'emissió i la reserva legal, com a contravalor de les noves accions emeses; és a dir, s'entrega als accionistes accions noves de forma gratuïta.

Els accionistes d'una societat que amplia capital mitjançant l'emissió de noves accions, tenen dret a subscripció preferent a tercers no accionistes.

Les reserves d'una societat es van constituint com una part dels beneficis que no han estat distribuïts com a dividends al llarg dels anys. En aquest sentit, aquestes reserves signifiquen una renúncia dels accionistes a la seva rendibilitat per dividends, però estan incloses en el seu preu de mercat.

La Junta General, quan decideix l'augment del capital, podrà pactar l'exclusió del dret preferent a subscripció. En les societats cotitzades normalment el valor de mercat pot ser una bona aproximació al seu valor raonable, tot i que en aquestes la junta general podrà pactar l'emissió de noves accions a qualsevol preu, sempre que superi el valor net del patrimoni i que justifiqui la decisió de suprimir el dret a subscripció preferent.

Els drets de subscripció són valors transmissibles en borsa, on l'accionista pot decidir entre diverses opcions:

- a) Mantenir o augmentar la seva participació, comprant més drets per tal d'adquirir més accions.
- b) Vendre els drets en borsa obtenint un ingrés addicional, a la vegada que es dilueix la seva participació en la companyia.
- c) Vendre part dels drets, destinant l'ingrés a la subscripció dels que resten.

Les societats cotitzades tenen l'obligació d'elaborar i registrar un document o un tríptic informatiu cada cop que es realitza una ampliació de capital.

2.6.2 Reduccions de capital

e reduccions de capital han d'acordar-se en la junta general d'accionistes.

Els motius que originen una reducció de capital són de dos tipus, o perquè es considera que el capital social de l'empresa excedeix les necessitats de la mateixa, o perquè la societat ha d'ajustar la xifra capital al seu patrimoni per absorbir les pèrdues.

En el primer cas (reducció motivada per un excés de capital social), l'operació pot tenir diferents finalitats:

- Devolució d'aportacions als socis. És una forma molt utilitzada com a forma de remuneració a l'accionista.
- La constitució o l'increment de reserves voluntàries i/o legals.

Si la reducció està motivada per la necessitat de restablir l'equilibri entre el capital i el patrimoni de la societat, disminuint com a conseqüència de les pèrdues, la finalitat serà la creació d'una estructura financera adequada a la nova situació.

Hi ha dues formes possibles de realitzar una reducció de capital:

a) Reducció del valor nominal de les accions, mantenint el número d'aquestes.

b) Amortització de les accions (cobrar l'amortització que aquestes hagin produït)

Per altra banda, també existeix una operació financera que redueix i amplia el capital a la vegada, aquesta és coneguda com a acordió, es destina principalment a sanejar econòmicament una societat. S'intenta aconseguir que entri nou capital a l'empresa, després d'una primera reducció.

2.6.3 Ofertes Públiques de Venda i Ofertes Públiques de Subscripció

Les Ofertes Públiques de Venda són operacions sobre valors ja existents, mentre que les Ofertes Públiques de Subscripció es refereixen a valors que han de ser emesos. La primera permet disseminar la propietat per garantir la liquiditat prèviament a la seva admissió a la cotització, i la segona fa referència a l'obtenció de finançament del mercat.

Una Oferta Pública de Venda es realitza amb la finalitat de vendre una part o tot el capital, a un públic determinat i en una proporció de la mateixa. S'utilitza en els següents casos:

- Privatitzacions o sortides a la borsa d'empreses públiques. L'Estat ven un percentatge del capital de l'empresa pública a privatitzar, que ja cotitzava o iniciarà la seva cotització.

- Sortida a borsa d'empreses privades. Habitualment un o diversos accionistes venen part o la totalitat de les seves accions en la companyia, obtenint per aquest fet uns ingressos i arribant a la difusió necessària per a la seva sortida a borsa.

- Venda d'una participació significativa realitzada per un accionista majoritari o de control.

Una Oferta Pública de Subscripció és una oferta pública de venda de valors realitzada a través d'una ampliació de capital, en la què un o diversos accionistes renuncien a l'exercici dels drets de subscripció preferent. En general, la finalitat principal és l'obtenció de nous fons per acollir nous projectes. Quan una societat decideix realitzar una OPV o OPS dirigida al públic en general, és obligatori registrar en la CNMV un document informatiu on s'especifiqui tota la informació necessària per l'inversor (situació econòmica, emissió dels nous valors, entitat emissora, política de dividendes,...).

2.6.4 Ofertes Públiques d'Adquisició d'accions (OPA)

Una Oferta Pública d'Adquisició d'accions (OPA) és l'operació per la qual una persona, física o jurídica⁹, ofereix als accionistes d'una companyia cotitzada l'adquisició de les seves accions o altres valors convertibles en aquestes, a un determinat preu. Generalment, aquest preu és superior al del mercat, i la finalitat és obtenir una participació significativa en el capital de la companyia.

L'Oferta Pública d'Adquisició d'accions és una operació basada en la transparència per garantir el principi d'igualtat de tracte de tots els accionistes, en especial aquelles operacions en les quals l'oferent té acords amb determinats accionistes de la societat afectada per l'adquisició de les seves participacions.

Amb l'objectiu principal de protegir als petits accionistes, la legislació actual espanyola obliga a formular una OPA en diferents casos, dels quals n'esmentem els següents:

- Quan es pretén obtenir una participació que iguali o superi el 25% del capital social de la companyia afectada.
- Quan un accionista que manté més del 50% dels vots, pretén modificar els estatuts de forma significativa.
- Quan es pretengui fer una reducció de capital mitjançant l'adquisició d'accions pròpies per a la seva amortització.
- Per a excloure una societat de la seva cotització.

Les Ofertes Públiques d'Adquisició d'accions poden ser amistoses o hostils, segons hi hagin acords o no entre la societat oferent, els administradors i la direcció de la societat afectada.

Un cop formulada una OPA, els altres interessats en adquirir participacions significatives de l'empresa afectada poden formular OPAs competidores, que hauran de millorar les condicions de l'oferta inicial.

La formulació d'una OPA pot tenir un resultat positiu o negatiu per a la Societat Oferent, segons s'arribi o no al nombre de valors en el que s'hagués condicionat la oferta.

Una OPA d'exclusió és una oferta que la societat realitza als seus propis accionistes, amb la finalitat de deixar de cotitzar en borsa. L'exclusió de cotització suposa la pèrdua de liquiditat d'aquestes, es tracta de la última oportunitat pels accionistes de vendre les seves accions en el mercat abans que pertanyin a una companyia no cotitzada.

La contraprestació d'una OPA pot ser diner, bescanvi en accions, o ambdues coses alhora. Només en el cas de les OPAs d'exclusió, la contraprestació haurà de ser sempre en efectiu.

Un cop realitzada l'OPA, aquesta haurà de quedar minuciosament especificada en un document informatiu públic.

2.6.5 Fusions i escissions

Les fusions són operacions mitjançant les quals una societat absorbeix a una altra, o més societats per crear-ne una de nova. Es tracta d'un dels instruments més utilitzats per a la concentració d'empreses, i compta amb tota una sèrie de mecanismes de protecció dels accionistes. Els accionistes han de valorar la convivència que suposarà la fusió de la seva companyia amb una altra, i han de prestar especial atenció a l'equació de bescanvi; és a dir, al canvi del valor de les accions que es produirà amb la fusió de la corporació.

Les escissions són operacions de reestructuració, de sentit invers a les fusions: en les escissions es creen noves empreses a partir d'alguna branca o sector de l'empresa original. Les normes que regeixen a les escissions són molt semblants a les de les fusions.

Ambdues operacions necessiten d'una modificació dels estatuts.

2.6.6 Desdoblament i agrupació d'accions (Splits i Reversal Splits)

El desdoblament o *split* consisteix en dividir el valor nominal de les accions en una proporció determinada i, simultàniament, multiplicar el número d'accions i dividir la seva cotització en la mateixa proporció. L'objectiu és proporcionar major liquiditat als valors. L'accionista posseirà major número de valors però amb un preu proporcionalment menor. Teòricament aquesta operació no altera el valor de la

inversió per l'accionista; no té efecte financer, tot i que probablement sí psicològic, al reduir el preu de les accions.

L'agrupació d'accions o *contra-split* és l'operació contrària al desdoblament. Quan les accions tenen una cotització molt baixa, amb aquesta operació es pretén eliminar la volatilitat generada per l'impacta percentual que suposa la variació d'una única unitat en el preu sobre aquest. Per tant, intenta eliminar aquesta inestabilitat en el preu que pateixen algunes accions.

2.8 La Junta General d'accionistes

La Junta General és l'òrgan suprem d'una societat, en la què s'adopten per majoria les decisions societàries i estatutàries. Tots els socis, inclosos els dissidents i els que no hagin participat en la junta, queden sotmesos aprovats en la mateixa.

Aquest és el lloc on els socis poden intervenir i preguntar als administradors sobre la gestió de la societat. Per tant, en aquesta s'exposa la situació econòmica-financera de la mateixa.

Les Juntes Generals poden ser ordinàries o extraordinàries, i han de ser convocades pels administradors (consell de la societat).

La Junta General ordinària es convoca una vegada a l'any, i obligatòriament dins dels sis primers mesos de cada exercici econòmic. El seu objectiu principal és l'aprovació, en aquest cas, de les comptes anuals de l'exercici anterior; és a dir, es decideix la part de beneficis que anirà destinat a dividends i quina a les reserves.

Les Juntes Generals extraordinàries poden ser convocades pels administradors al llarg de l'exercici econòmic, sempre que ho estimin convenient per als interessos socials (els de la corporació). Aquesta pretén sotmetre a vot dels accionistes acords particulars (modificació dels estatuts, fusions, escissions,... La Junta també haurà de ser convocada quan ho sol·licitin els propietaris (mínim un 5% del capital social).

2.9 Què són les empreses de serveis d'inversió?

Les empreses de serveis d'inversió estan autoritzades per realitzar diverses activitats relacionades amb els mercats de valors. Els serveis o activitats dirigides als inversors són les següents:

- Rebre, transmetre i executar ordres de compra i venda de bons, accions i altres productes en els mercats de valors per compte dels seus clients.
- Gestionar el patrimoni o la cartera dels inversors que els hagin donat mandat per fer-ho.
- Actuar com a intermediaris quan les empreses realitzen emissions d'accions o de bons i obligacions, i quan duen a terme ofertes públiques de venda de valors, posant en coneixement dels inversors aquestes emissions i ofertes, de forma que puguin comprar si ho desitgen.
- Ser depositaris i administradors de valors i productes financers dels estalviadors.
- Concedir crèdits o préstecs als inversors perquè tots aquests puguin realitzar les operacions en les que intervingui aquesta empresa de serveis d'inversió.
- Assessorar a empreses i a inversors.

2.9.1 Tipus d'Empreses de Serveis d'Inversió

Actualment existeixen tres tipus d'Empreses de Serveis d'Inversió a Espanya. Hi ha activitats i serveis que poden ser prestats per totes elles, però hi han alguns serveis limitats a un tipus de ESI.

El primer tipus d'ESI són les Societats de Valors (SV), que poden oferir tot tipus de serveis d'inversió. En particular s'ha de destacar que aquestes empreses estan autoritzades per operar tant per compte de clients com per compte propi.

Les Agències de Valors (AV) no poden operar per compte propi; només poden tramitar ordres de compra o de venda de valors per compte dels seus clients. Aquesta prohibició limita les activitats que poden realitzar, i a la vegada, els serveis que poden oferir.

Un tipus de servei d'inversió és la gestió de carteres. Aquesta activitat pot ser realitzada tant per les societats com per les agències de valors, i també per una altra ESI, les anomenades Societats Gestores de Carteres (SGC). Aquestes entitats només estan autoritzades a gestionar carteres d'inversió i a oferir assessorament tant a les empreses com als inversors.

2.9 Què són els representats?

Les ESI, poden tenir sucursals en la seva ciutat d'origen o en altres ciutats del territori nacional.

També poden comptar amb agents o representats que, sense formar part de l'empresa, com a representants (si són persones físiques) o com a sucursals (si són persones jurídiques) realitzen a canvi de la percepció d'una comissió, la promoció i la comercialització dels serveis d'inversió que presta l'empresa en qüestió. Les activitats que poden realitzar en nom i per compte de l'entitat són les següents:

- Rebre i transmetre ordres per compte de tercers.
- Intervenir en la col·locació de les emissions i ofertes públiques de venda.
- Assessorar als inversors.

Els poders que l'ESI hagi atorgat als representats han d'estar recollits per escrit, especificant-ne de forma exhaustiva l'àmbit de les operacions i els serveis que poden realitzar i el sistema de facturació i cobrament dels seus serveis a l'entitat que els contracta.

2.10 Què són els ordres de valors i quines funcions tenen?

En l'àmbit del mercat de valors, entenem per ordres com tots aquells mandats i instruccions que, a través dels canals habilitats per les entitats, són proposades pels inversors per a l'execució d'una operació relacionada amb valors negociables.

En tot cas, és indiscutible el paper protagonista de les ordres de valors com a element essencial en el funcionament dels mercats i com a instrument de relació dels inversors entre sí (entre aquests i les pròpies entitats).

2.10.1 Com donar una ordre de valors?

És possible cursar ordres de valors de forma presencial o *in situ*, de forma telefònica, per fax o Internet. Tot i que existeixen determinades especificitats segons el mitjà empleat, les normes de conducta que han de ser aplicades per les entitats són les mateixes en tots els casos, especialment pel que fa a la relació de continguts mínims, informació prèvia, tramitació o execució de l'ordre..., aspectes tots ells que requereixen la màxima diligència per part de l'intermediari.

Aquestes ordres poden canalitzar-se a partir de la signatura del contracte entre el client i l'entitat financera.

2.10.2 Tipus d'ordres de valors

2.10.2.1 Ordres de forma presencial o <<in situ>>

En la sucursal de l'entitat de la que un és client pot donar una ordre per escrit, complimentat i signant l'imprès segons els terminis que consideri oportuns. Amb independència si finalment s'executa o no, els mandats s'incorporen a un arxiu de justificants d'ordres de la pròpia entitat i es conserven durant un període mínim de 6 anys per a possibles comprovacions.

Un cop donada l'ordre als seus efectes es consideren irrevocables, enviant-se al membre del mercat per a la seva contractació si l'entitat no ho és. Per tant, per salvaguardar els interessos dels inversors s'ha de donar una ordre escrita.

2.10.2.2 Ordres per via telefònica

En aquest cas cal diferenciar les ordres introduïdes de forma sistematitzada a través d'un servei contractat pel client, mitjançant la subscripció d'un contracte específic del tipus de banca telefònica..., de les que ocasionalment pogueren ser fetes per via telefònica no escrita directament a l'entitat.

En el primer cas, el client ha d'acreditar-se prèviament conforme al procediment establert per l'entitat (clau o contrasenya). L'ordre queda enregistrada en una cinta de gravació que l'entitat conserva durant un període mínim de 3 mesos, ampliable si l'ordenant ha manifestat disconformitat amb el resultat de les operacions realitzades.

En el segon lloc, també l'ordre ha d'enregistrar-se i a més requereix de la seva posterior confirmació escrita, podent, fins i tot, condicionar-ne la tramitació i

execució del mandat per part de l'entitat al compliment d'aquest requisit. També s'entén tàcitament per confirmada una ordre d'aquest tipus quan el receptor de la mateixa comunica a l'ordenant de l'execució i liquidació de l'operació i aquest no manifesta la seva disconformitat en el termini indicat per l'entitat i que, en cap cas, podrà ser inferior a 15 dies des de la recepció d'aquesta informació.

2.10.2.4 Ordres per fax

És possible utilitzar aquest mitjà únicament si l'entitat l'accepta com a vàlid en el marc de la relació contractual establerta entre les parts en qüestió. Les ordres donades per fax, han de ser incorporades a l'arxiu de justificants d'ordres amb el mateix tractament que les ordres escrites.

2.10.2.5 Ordres per Internet

La difusió generalitzada de serveis on-line per part de les entitats intermediàries ofereix avantatges d'accessibilitat, rapidesa i en alguns casos de d'estalvi econòmic.

Per a oferir aquest servei, els intermediaris han de disposar de mitjans adequats i capacitat tècnica suficient per a garantir la seguretat i confidencialitat de les transaccions, i signar un contracte que contingui de forma específica les condicions que han de regir la prestació d'aquest servei.

En tots els casos, quan s'utilitzen mitjans telemàtics de línia telefònica directa, aquests han de comptar amb algun sistema que permeti la correcta identificació de l'ordenant. Per a les ordres escrites o presencials això queda resolt amb la signatura personal i la mostra del NIF del titular del compte de valors, o del document acreditatiu de la capacitat de representació d'una tercera persona.

2.10.3 Diferenciació de les ordres de valors

La varietat de les ordres de valors en els mercats de valors es tan àmplia que és possible classificar-les per múltiples criteris. En particular, sense pretendre fer una classificació exhaustiva i segons la naturalesa i finalitat d'aquestes ordres, les qüestions que recurrentment plantegen els inversors es centren en:

- Compravenda de valors de renda fixa, renda variable i productes derivats en els mercats secundaris.
- Adquisició de valors en una oferta pública.
- Acceptació d'una OPA.
- Instruccions en el marc d'una ampliació de capital.
- Traspàs de valors entre entitats.
- Canvis de titularitat per raons diferents a la compravenda: donacions, testaments...
- Subscripció, reemborsament i traspàs de participacions de fons d'inversió.
- Subscripció de contractes financers atípics.

2.10.4 Compravenda de valors de renda fixa, renda variable i productes derivats en mercats secundaris.

Segons la plataforma de contractació emprada per a l'intercanvi de valors, els mercats contempen diversos tipus d'ordres.

Aquests tipus d'ordres es poden subdividir en altres grups, aquestes queden recollides en els següents quadres:

2.10.5 El preu de l'ordre

Tipus d'ordre	Característiques
<i>Limitada</i>	Es formula amb un preu màxim per a la compra i mínim per a la venda. Si és de compra s'executaria a un preu igual o inferior al fixat, i si és de venda a un preu igual o superior.
<i>De mercat</i>	S'introdueixen sense límit de preu i es negocia als millors preus possibles. És una ordre molt arriscada per a l'inversor perquè si aquesta no es negocia en el moment de la seva introducció o no es fa parcialment, la part no executada roman en el sistema al preu que desitgi oferir la part contrària.
<i>Pel millor</i>	Així com l'ordre de mercat, aquesta també s'introdueix sense límit de preu i es negocien als millors preus. La diferència recau en el fet que en aquest cas, si no existeix suficient contrapartida ⁴ , la part no negociada queda limitada a aquest preu.

2.10.6 El volum

Tipus d'ordre	Característiques
<i>D'execució mínima</i>	S'especifica la quantitat mínima de valors

⁴ Contrapartida: quantitat de títols que s'emeten en la venda de les accions d'una determinada empresa.

	que ha de ser executada; la resta es tracta com una ordre sense restriccions. Si no existeix volum suficient per atendre aquest mínim fixat, l'ordre és automàticament exclosa del sistema sense cap tipus de negociació.
<i>Tot o res</i>	S'executen en tota la seva totalitat o es rebutgen. És una ordre d'execució mínima, on el mínim és la totalitat de les accions.
<i>Executar o anular</i>	S'executen automàticament i la part no executada s'elimina del sistema.
<i>Volum ocult</i>	S'introdueixen mostrant al sistema només una part del volum a negociar. Un cop executada aquesta part, la resta va sortint al mercat en paquets prèviament definits.

En el mercat de productes derivats trobem altres tipus d'ordres que poden realitzar els inversors, aquestes són:

- Ordre limitada: En aquesta es fixa un preu màxim de compra o preu mínim de venda així com el volum a negociar.

- Ordre limitada immediata: Es fixa un preu màxim de compra o mínim de venda així com el volum a negociar. En elles, el sistema únicament busca l'execució de l'ordre en el moment de la seva introducció i, si no ho aconsegueix, es cancel·la immediatament la part que havia quedat pendent d'execució.

- Ordre pel millor: Es fixa exclusivament el volum a negociar. Quan s'introdueix aquesta ordre, s'executa per tot el volum fixat. Si no resulta executada en la seva totalitat per falta d'adquisició, la part no executada es cancel·la automàticament.

- Ordre *STOP* limitada (a l'alça o a la baixa): En aquestes es fixa el volum a negociar en compra o en venda i al preu de sortida; és a dir, es fixa el preu que serà emès en una ordre limitada quan el mercat arribi o superi (a l'alça) o iguali o sigui inferior (a la baixa).

- Ordre d'atac: És una ordre limitada immediata en la qual l'operador no fixa el preu, sinó que és el terminal (operador) qui el selecciona automàticament en el moment d'introduir el codi del contracte. En cas d'una variació de preu en el moment d'arribar l'ordre al sistema, pot ocórrer:

a) Que el preu variï en contra (augmenti si és de compra o disminueixi si és de venda.

b) Que el preu millori. L'ordre s'executarà al millor preu existent i pel volum corresponent. Si no es complís el requisit de volum, seguirien creuant-se contrapartides fins al volum demanat.

2.10.7 Elements que cal considerar després de la realització d'una ordre de valors

S'ha de tenir en compte que des que es canalitza una ordre fins que la seva execució es fa efectiva, es passa per una sèrie de fases. Per tant, ordre acceptada o tramitada no

equival a orde executada, ni a ordre introduïda al mercat. Sintèticament el procés pot desglossar-se de la següent forma:

1. El client transmet l'ordre a el seu intermediari a través de qualsevol dels sistemes habilitats per l'entitat i reconeguts com a vàlids per la CNMV.
2. Un cop rebuda, l'intermediari ha de verificar determinats aspectes com la disponibilitat de fons o valors, identitat, etc. Si l'intermediari és membre del mercat pot introduir ell mateix l'ordre al mercat; en cas contrari, haurà de dirigir-la a una societat o agència de valors que ho sigui.
3. El membre gestiona la introducció de l'ordre en el mercat. Segons les seves condicions (preu, volum, etc.) i la situació del mercat, s'executarà immediatament, romandrà en el llibre d'ordres en espera de contrapartida o podria no ésser possible la seva introducció.

Els terminis imputables a les dues primeres fases, depenen més del mitjà emprat per a la transmissió de l'orde i de les característiques tècniques del sistema dels intermediaris, que del possible circuit que aquesta segueixi. Els imputables a la tercera fase estan condicionats per les pròpies circumstàncies del mercat.

Per tant, només és possible estimar un termini màxim de referència per a l'execució de mandats realitzant un seguiment adequat del mercat. En conseqüència, s'ha de restar atent de l'evolució del mercat i consultar a l'intermediari sobre l'estat de la mateixa.

2.11 Tipus de productes financers

En el mercat financer, actualment trobem una gran varietat de productes. En el següent quadre se'n presenten els més rellevants:

Tipus	Productes	Entitats on es poden adquirir	Supervisor del producte
<i>Valors negociables</i>	<p><u>Renda fixa:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Deute públic (lletres del tresor, bons i obligacions estatals, deute autonòmic i d'altres organismes públics). - Renta fixa privada (pagarés d'empreses, bons i obligacions, bons i obligacions convertibles, cèdules hipotecàries...). <p><u>Renta variable</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Accions cotitzades o no cotitzades. - Drets de subscripció i assignació gratuïta d'accions. - Societats i Agències de valors - Societats gestores de borses estrangeres (entitats amb sucursal a Espanya i entitats autoritzades a operar sense establiment físic a Espanya). - Entitats de crèdit (nacionals o estrangeres). 		<p>Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) a excepció del deute públic (Banc Espanyol o Europeu en el cas que fos d'un país de la UE).</p>

<i>Altres productes no negociables</i>	<u>De naturalesa mixta</u> - Contractes financers	- Entitats de crèdit nacionals - Entitats de crèdit estrangeres	CNMV
<i>Productes derivats</i>	<u>Negociats en mercats regulats</u> - Futurs i opcions financeres i no financeres - Warrants - Productes estructurats	- Societats i agències de valors - Entitats de crèdit nacionals - Entitats de crèdit estrangeres autoritzades.	CNMV
<i>Dipòsits bancaris</i>	- Comptes d'estalvi - Comptes a terminis	- Entitats de crèdit nacionals (bancs, caixes d'estalvi...)	Banc d'Espanya
<i>Productes d'assegurances</i>	- Plans i fons de pensió - Segurs d'estalvi i capitalització	- Companyies asseguradores - Entitats de crèdit	Direcció general d'assegurances

2.11.1 Renda fixa

La renda fixa està formada per valors dels quals es coneixen els rendiments, bé sigui un interès fix o un interès variable, i que estan fixats per tota la vida del valor⁵. El comprador d'un valor de renda fixa coneix tots els rendiments que rebrà del títol i en quin moment, i quan recuperarà el capital aportat. Dins la renda fixa que es pot tractar a la borsa es troben les obligacions convertibles, les obligacions amb *warrants* i el deute públic amb suport paper.

Les obligacions són títols representatius del deute emès per les empreses; també se les anomena emprèstits ja que formen part del préstec demanat per l'empresa emissora. Les obligacions tenen un valor nominal sobre el qual es calculen els interessos que es reben en forma de cupó anual o semestral segons les característiques de l'emissió. Els interessos poden ser fixos durant tot el període que dura l'obligació, o poden ser variables i variar en funció de la inflació¹², per exemple.

Quan el preu d'emissió coincideix amb el valor nominal es diu que són obligacions emeses a la par, i si és inferior, que són emeses al descompte. En el moment de l'amortització, al seu venciment, es poden amortitzar a un preu igual al nominal o superior a aquest. Si és superior al valor nominal es diu que aquella obligació té prima de reemborsament.

Les obligacions convertibles són títols que donen la possibilitat de convertir les obligacions en accions després d'un temps de ser obligacions i donar els rendiments corresponents a una obligació. La conversió en accions està predeterminada en el moment de l'emissió i es fa amb una relació de conversió que indica quantes accions

⁵ Vida del valor: duració temporal d'un valor, des de la seva emissió fins a la seva retirada del mercat.

corresponen a una obligació. L'empresa fa una ampliació de capital per conversió i converteix als antics creditors en accionistes canviant la seva estructura financera. Si les accions fossin velles serien obligacions canviables. L'empresa canvia les accions que té en autocartera⁶ per obligacions.

Les obligacions amb *warrant* són obligacions que incorporen una opció de compra futura (anomenada *warrant*) d'accions de l'empresa en una data futura i a un preu prefixat. Una vegada exercitada l'opció, l'obligació continua el seu curs fins el seu venciment.

2.11.2 Deute públic

Són valors emesos per l'estat, les comunitats autònomes i altres organismes públics.

a .Lletres del tresor

Són actius a curt termini (màxim 18 mesos) emesos per l'estat a través de la direcció general del tresor.

El Tresor Públic emet regularment aquests valors a través de subhastes competitives, com a mètode de finançament de l'estat. En l'actualitat s'ofereixen tres tipus de lletres, en funció del termini de venciment d'aquestes: a sis, dotze o divuit mesos.

b. Bons i obligacions de l'Etat

Són els principals instruments de renda fixa a mitjà termini (bons) i a llarg termini (obligacions) emeses per l'estat. Es tracten d'emissions de rendiment explícit i invariable. Actualment s'emeten bons a tres i cinc anys i obligacions a deu, quinze i

⁶ Autocartera: conjunt d'accions de què disposa l'empresa, en tant que empresa, d'ella mateixa.

trenta anys. Al llarg de la seva "vida", aquests actius abonen un tipus d'interès que es va abonant de forma anual.

c. Deute autonòmic i d'altres organismes públics

Les Comunitats Autònomes, corporacions locals i diversos estaments públics, emeten valors a curt termini (pagarés) i a llarg termini. Les característiques dels quals són molt similars a las de les lletres del tresor i als bons i obligacions de l'estat, respectivament.

2.11.3 Renda fixa privada

És el conjunt de valors de renda fixa que estan emesos per empreses del sector privat. Les emissions tenen obligació d'ésser registrades a la CNMV, donat que la informació ha d'anar dirigida al públic en general.

a. Pagarés d'empresa

Són valors emesos al descompte, és a dir, la seva rendibilitat s'obté per diferència entre el preu de compra i el valor nominal del pagaré que es rep en la data d'amortització d'aquest. Són a curt termini, i existeixen venciments entre set dies i vint-i-cinc mesos, tot i que els terminis més freqüents són d'un, tres, sis, dotze i divuit mesos.

La col·locació d'aquests pagarés en el mercat s'efectua mitjançant subhastes competitives en les què es determina el preu d'adquisició, o per negociació directa entre l'inversor i l'entitat financera.

b. Bons i obligacions

Els bons i les obligacions emesos per les empreses són valors a mitjà i a llarg termini. Les característiques poden variar considerablement d'un emissor a un altre, i fins i tot en diverses emissions d'una mateixa companyia. Aquestes diferències poden ser: data de venciment, tipus d'interès, preus d'emissió, amortització del producte...

c. Obligacions convertibles o canviables

La convertibilitat suposa la possibilitat de transformar una actiu financer en un altre. Així una determinada obligació pot convertir-se en una acció o en una altra classe d'obligació.

Les obligacions convertibles o canviables confereixen al seu propietari el dret a canviar-les per accions en una data determinada. La diferència entre el canvi i la conversió resideix en què, en el primer cas la transformació d'accions es realitza mitjançant l'entrega d'accions velles que formaven part de l'autocartera de l'emissor, mentre que en el segon, s'entreguen accions totalment noves.

d. Cèdules hipotecàries

Són valors de renda fixa emesos exclusivament per entitats de crèdit, recolzats per la seva cartera de préstecs hipotecaris. Solen ser emeses a mitjà termini i tenen diverses modalitats pel que fa al seu interès i a les condicions d'amortització.

e. Titulacions hipotecàries o d'actius

La titulació és un mètode de finançament d'empreses basat en la venda o cessió de determinats actius, fins i tot drets de cobrament futurs, a un tercer que a la vegada finança la compra emetent valors que són els que han col·locat els inversors.

A Espanya el mètode de titulació és el següent. L'entitat que desitja finançar-se ven els actius a uns fons de titulació, que manca de personalitat jurídica i està administrat per una societat gestora. A la vegada, el fons emetrà valors, que estaran recolçats pels actius adquirits. Quan la garantia consisteix en préstecs hipotecaris concedits per entitats de crèdit, els valors emesos són adquirits per un fons de titulació hipotecària, que emetrà aquest tipus de bons. Quan la garantia consisteix en altres actius, aquests són adquirits per un fons de titulació d'actius, que emetrà pagarés o bons de titulació.

Entre els aspectes més rellevants de la titulació destaquen:

1. El fons de titulació es configura com a patrimoni separat, de forma que la cartera titulada queda fora de l'abast dels creditors possibles.
2. Els valors emesos estan recolçats pels actius titulats i no per la solvència del qui els cedeix. Per això, amb la finalitat d'augmentar la seguretat en el pagament dels valors emesos i volent neutralitzar les diferències d'interessos entre els crèdits agrupats en el fons, es contracta per compte del fons d'operacions financeres.
3. El risc financer dels valors emesos sempre és objecte d'avaluació per una entitat qualificadora (Agències de *Rating*).
4. Els titulars dels bons emesos amb càrrec dins el fons, assumeixen el risc de l'impagament dels actius agrupats en ell.
5. El risc d'amortització anticipada dels actius del fons, es traspasa als titulars dels valors. En cada data de pagament, els titulars dels bons poden suportar l'amortització parcial dels mateixos.

f. Participacions preferents

Són valors que no queden del tot contemplats en la legislació espanyola, en conseqüència aquests s'emeten a través d'una societat estrangera, domiciliada en un paradís fiscal, i ala vegada filial a una entitat espanyola. Aquests atorguen als seus titulars una sèrie de drets diferents als de les accions ordinàries, poden manca de drets polítics i de subscripció preferent.

Les principals característiques són que les participacions preferents concedeixen als seus titulars una remuneració predeterminada i condicionada a l'obtenció de prous beneficis distribuïbles per part de la societat. Les participacions preferents són perpètuas, tot i que l'emissor pugui acordar l'amortització un cop transcorregut un període de cinc anys des del seu desemborsament.

2.11.4 Els fons d'inversió col·lectiva

Els fons d'inversió suposen una inversió conjunta de l'estalvi de múltiples persones. Però hi ha altres formes d'inversió col·lectiva. Existeixen fons d'inversió mobiliària i societats d'inversió mobiliària. Ambdues inverteixen principalment en valors mobiliaris, com són les accions, el deute públic o les obligacions emeses per les empreses. D'altra banda, hi ha fons i societats d'inversió immobiliària, que el seu patrimoni no està invertit en valors sinó en béns immobles.

La diferència entre els fons i les societats és que els primers són simplement un patrimoni en el qual cada estalviador es converteix en partícip d'aquest fons. Aquests, en conseqüència han de ser gestionats per una Societat Gestora d'Inversions Col·lectives (SGIICC).

Les societats sí tenen personalitat jurídica, ja que es tracta de societats anònimes, i els estalviadors que aporten els seu diner a aquesta societat es converteixen en els seus accionistes. Principalment n'existeixen dos tipus, les Societats d'Inversió Mobiliària (SIM) i les Societats d'Inversió Mobiliària de Capital Variable (SIMCAV). Les SIM es caracteritzen per posseir un capital fix, mentre que les SIMCAV són societats que tenen el capital susceptible d'augment o disminució mitjançant la venda o adquisició de les seves pròpies accions.

En la inversió col·lectiva (a excepció de les SIM) ha d'intervenir una entitat financera que actuï com a dipositària del patrimoni. És a dir, el gestor o la societat prendrà les decisions de la inversió, que quedaran plasmades en moviments en els comptes de valors i en la tresoreria del fons.

a. Avantatges de la inversió col·lectiva

L'estalviador pot accedir a una cartera de valors àmplia a la que no tindria accés de forma individual, augmentant així les seves possibilitats de diversificar els riscos que tindria si invertís en un únic producte.

Les decisions d'inversió són preses per un inversor professional, amb dedicació plena i amb la formació adequada per a realitzar les millor inversions possibles, tenint en compte la diversificació dels mercats.

D'altra banda, com es gestionen quantitats de diner més grans, aquests poden generar majors rendibilitats i comportar menors costos de transacció.

b. Inconvenients o desavantatges

S'han de pagar els diversos serveis de gestió, per la qual cosa s'ha de pagar una determinada comissió. Aquestes comissions es paguen amb càrrec al propi fons; per tant, en la rendibilitat que obtindrà l'inversor ja estan descomptades aquestes comissions. També es pot destacar que es poden cobrar directament al partícip comissions per subscripció i reemborsament.

c. Tipus de productes d'inversió col·lectiva existents a l'estat espanyol

La oferta de productes d'inversió col·lectiva a Espanya és nombrosa. La inversió col·lectiva amb major nombre de partícips i major patrimoni està canalitzada a través dels fons d'inversió mobiliària.

A Espanya també es comercialitzen, a través d'entitats nacionals, productes d'inversió col·lectiva estrangers.

d. Tipus de fons

El mercat espanyol ofereix una àmplia gamma de fons d'inversió. Aquest poden ser classificats segons la vocació inversora; és a dir, segons els valors en els que s'hagi declarat que es proposa a invertir. D'aquesta forma es facilita a l'inversor perquè pugui escollir aquell tipus de fons que millor s'adapti a les seves preferències. Aquesta classificació orientativa fou acordada per la CNMV l'any 2000.

Els fons garantits són un tipus de fons que garanteix que, com a mínim, es recupera, en un determinat període de temps, un percentatge de la inversió inicial. No es permet la utilització de les paraules "garantit" si aquest fons no és total. Aquest tipus de fons està dissenyat per a obtenir un objectiu concret de rendibilitat en un període

de temps. En conseqüència, aquests solen tenir un període limitat per a l'aportació de capital al fons i també s'ha de mantenir el patrimoni aportat durant tot el període fixat per a obtenir la rendibilitat oferta. En aquest tipus de fons concret, cal conèixer si la garantia que s'ofereix és interna o externa, perquè aquesta diferència repercuteix directament en la fiscalitat aplicable als rendiments obtinguts per aquest concepte. La garantia és atorgada per una entitat financera, diferent a la del dipositari del propi fons o dels partícips.

També destaquem uns altres tipus de fons que no tenen definida concretament la seva política d'inversió. Són fons que tenen llibertat per a no fixar els percentatges que s'han d'invertir en renda fixa o variable o la distribució geogràfica de la inversió. Solen ser fons amb alts riscos. Aquests fons es poden especialitzar en els anomenats fons tresor, són fons que inverteixen únicament en deute estatal; en els anomenats fons índexs, que com el seu propi nomenament indica es fixen en un determinat índex borsari, a partir del qual realitzen les diferents inversions; també trobem els anomenats FIM principals, caracteritzats per tenir com a partícips altres fons subordinats a aquest; i per últim, els anomenats fons denominats en divises, aquests estan fixats en una moneda diferent a l'euro, així mateix es pot calcular el valor del patrimoni total en aquesta mateixa moneda.

e. Riscos provinents dels fons d'inversió

En l'elecció d'un determinat fons de valor s'ha de tenir en compte els diversos riscos que s'hauran d'assumir en la seva contractació. Així doncs, el primer que ha de fer un inversor és analitzar el risc que està disposat a assumir; és a dir, el risc que es desitja tenir quan en el reemborsament de la inversió, essent possible que aquest sigui inferior al capital invertit, incorrent en pèrdues. Generalment, les majors rendibilitats

s'obtenen assumint els majors riscos, tot i que no sempre és així. Tan en la renda fixa com en la privada hi han riscos, fet que provoca que en ambdós casos aquests riscos es materialitzin en pèrdues.

2.12 El productes derivats

Els productes derivats són instruments financers que el seu valor deriva de l'evolució dels preus d'altres actius denominats subjacents. Els subjacents emprats poden ser molt variats: accions, valors de renda fixa, divises, tipus d'interès, índexs borsaris, i productes més sofisticats, com ara la inflació⁷. El *quid* de la qüestió rau en la forma en què es deriva el preu i en la naturalesa de la transacció a la que dóna lloc aquest instrument. És a dir, com i quan es dur a terme l'intercanvi de l'actiu pel seu valor o preu en diner.

No és fins els segle XIX quan neix a Chicago el primer mercat de derivats modern, en el que en l'actualitat es negocien contractes on l'actiu és el blat i el blat de moro. Posteriorment es van ampliar a altres subjacents i es va crear el primer contracte que permetia assegurar un tipus de canvi per una data futura, doncs és l'anomenat naixement del derivat financer. A aquest li seguien altres derivats que van permetre la compraventa d'actius financers com accions, bons, índexs borsaris, tipus d'interès..., en un moment posterior a la data de l'acord.

⁷ Inflació: macromagnitud que indica l'augment desmesurat i constant dels preus.

Per tant, en general els productes derivats serveixen per a traslladar el risc d'uns agents que desitgen vendre-ho a uns altres que volen adquirir-lo, el que permet utilitzar-los amb finalitats oposades.

2.12.1 Tipus de productes derivats

Tipus	Categoria	Entitats a través de les quals es poden contractar	Supervisor
<i>Productes derivats</i>	Negociats en mercats regulats: - <u>Futurs i opcions financeres i no financeres</u> - <u>Warrants</u>	- Societats i Agències de valors - ESI's estrangeres autoritzades - Entitats nacionals de crèdit -Entitats estrangeres de crèdit autoritzades	CNMV
<i>Altres productes derivats</i>	Productes negociats en mercats secundaris: - Contractes a terminis - Permutes financeres - Opcions	- Societats i Agències de valors - ESI's estrangeres autoritzades - Entitats de crèdit nacionals - Entitats de crèdit estrangeres autoritzades	No són supervisats per cap entitat pública
<i>Productes estructurats</i>	Negociats en mercats regulats: - Certificats No negociats en	- Societats i Agències de valors - Societats i Agències de valors	CNMV

	mercats regulats: - Derivats de crèdit	- Entitats de crèdit nacionals - Entitats de crèdit estrangeres autoritzades	
<i>Altres productes no negociables</i>	- De naturalesa mixta - Contractes financers atípics	- Entitats de crèdit nacionals - Entitats de crèdit estrangeres autoritzades	CNMV

2.12.2 Finalitat dels productes derivats

El principal avantatge de la contractació d'aquest producte és que el comprador i el venedor coneixen amb certesa la quantitat que es pagarà i es rebrà pel producte en data acordada. Si es decideix comprar accions d'una empresa determinada per vendre-les de cara a un futur, existeix el risc que el preu baixi fins a incórrer en pèrdues. Per altra banda, si el que es vol és comprar les mateixes accions esperant que aquestes siguin inferiors, existeix el risc que aquestes segueixen pujant i s'hagi de desemborsar més diners en el futur.

En cas de venda, l'intermediari deixa uns valors a canvi d'una garantia i la motivació de l'inversor és la mateixa d'abans, però en aquest cas creu que la tendència del mercat és a la baixa.

Les operacions a crèdit poden ser de qualsevol valor de l'IBEX-35 en el cas de l'estat espanyol i en la resta de països han de pertànyer als seus respectius índexs borsaris.

2.12.3 Futurs

Un futur és un contracte a un cert termini negociat en un mercat organitzat, pel qual les parts acorden la compraventa d'una quantitat concreta d'un valor (*actiu subjacent*) en una data futura (data de liquidació), a un preu determinat prèviament (*preu de futur*). És a dir, es tracte de contractes a termini l'objectiu del qual és ésser un instrument de naturalesa financera (valors, índexs, préstecs o dipòsits...) o *commodities* (és a dir mercaderies com a productes agrícoles, matèries primeres...).

Les principals característiques que defineixen i identifiquen els futurs són que les condicions dels contractes estan estandarditzades pel que es refereix al seu import nominal, objecte i data de venciment. Es negocien en mercat organitzats, per tant, poden ser comprats o venuts en qualsevol moment de la sessió de negociació sense necessitat d'esperar a la data de venciment. Per comprar i per vendre futurs, les persones implicades han d'aportar garanties al mercat, és a dir, un import (determinat en funció de les inversions realitzades) com a senyal del compliment del seu compromís, de forma que eviti el risc de contrapartida.

L'inversor en futurs ha de tenir en compte que és possible realitzar la venda d'un futur sense haver-lo comprat abans, ja que el que es ven és la posició en el contracte per la que el venedor assumeix una obligació. Això és el que en el mercat s'anomena obri posicions curtes.

A Espanya en l'actualitat es poden negociar els contractes de futurs referents a mercaderies (l'oli d'oliva) o sobre actius financers (IBEX 35, bons a deu anys i accions)

2.12.4 Les opcions

Una opció és un contracte que atorga al seu comprador el dret, però no la obligació de comprar o vendre una determinada quantitat de l'actiu subjacent, a un preu determinat, anomenat preu d'exercici, en un període de temps estipulat.

En el cas de les opcions, com es tracta de contractes i no valors, no és necessari comprar primer per a posteriorment vendre, sinó que és possible vendre primer i en el seu cas després comprar. Per això és fonamental diferenciar entre la situació del comprador i la del venedor.

El comprador d'una opció té el dret, però no l'obligació, de comprar o vendre (segons el tipus) al venciment; pel contrari, el venedor de l'opció estarà obligat a comprar o vendre si el comprador decideix exercir el seu dret.

Un cop arribada la data de venciment, el comprador decidirà si l'interessa o no exercitar el seu dret, en funció de la diferència entre el preu fixat per l'operació (preu d'exercici) i el preu que en aquell moment tingui el subjacent en el mercat (en el cas de les accions, la seva cotització).

El preu de l'opció és el que el comprador paga per obtenir aquest dret i es denomina prima. La prima és realment l'objecte de negociació. El comprador d'opcions només té drets i cap obligació, per tant les seves pèrdues estan limitades a la prima pagada, amb aquest posicionament es ven el risc a un tercer. Pel contrari, el venedor d'opcions cobra la prima, però només té obligacions i assumeix tota la possibilitat d'haver de suportar pèrdues il·limitades. Per tant, el venedor de l'opció sempre es queda amb la prima, s'exerciti o no l'opció i independentment de les pèrdues finals que pugui ocasionar el fet d'haver comprat el risc a un altre agent.

2.12.4.1 Tipus d'opcions

Segons els criteris emprats poden donar-se diferents classificacions de les opcions, les més senzilles són:

a. Segons el dret que atorguen

- Opcions de compra o *call*: El comprador adquireix el dret, tot i que no l'obligació, de comprar el subjacent a un preu determinat en la data de venciment establerta, mentre que el venedor de *call* assumeix aquesta obligació.

- Opcions de venda o *put*: En una opció d'aquest tipus el comprador té el dret, tot i que no l'obligació (de la mateixa forma que les opcions de compra) de vendre el subjacent a un preu fixat en la data de venciment. El venedor de *put* assumeix aquesta obligació.

2.13 Les "gangues" financeres

Les anomenades "gangues" financeres són persones i societats que ofereixen serveis d'inversió actuant en els límits de la legalitat o, en la major part dels casos, fora d'aquesta.

No estan registrats en la CNMV ni en el Banc d'Espanya. Com no són autoritzades, ningú coneix si disposen de capital suficient, si la seva organització o mitjans són adequats,... A més a més, com no estan registrades en cap entitat pública eludeixen els controls als que estan sotmesos les entitats legals, fet que provoca que la desprotecció de l'inversor sigui total.

Utilitzen enganys i mentides per captar el diner de la gent i efectuar inversions estranyes que després s'evaporen en l'aire.

Quan no poden justificar les pèrdues amb argücies legals, simplement desapareixen del mapa o canvien de nom.

2.13.1 Víctimes

Paradoxalment, les víctimes solen ser persones "normals i corrents" que pensen que les operacions que efectuen a través d'aquestes societats els hi reportaran gran beneficis.

2.14 Com s'opera en el mercat?

L'operativa borsària comença amb una ordre. Però abans de donar l'ordre l'inversor ha de fer un seguit de passos. El primer és obrir un compte de valors amb l'intermediari borsari. En aquest compte hi dipositarà l'efectiu que invertir i els valors que compri, i l'intermediari hi carregarà les comissions de compravenda. L'intermediari també li donarà informació de l'estat del compte de valors.

Si l'inversor vol operar directament no necessita firmar cap document més, només ha de donar les ordres de compravenda de títols. Si l'inversor prefereix que l'intermediari l'assessori i li gestioni les inversions, haurà de firmar un contracte de gestió de cartera de valors.

En aquest contracte hi haurà d'incorporar els diners i els títols que tingui anteriorment perquè l'intermediari els hi gestioni segons els criteris pactats de

rendibilitat, fiscalitat i risc. A canvi, l'inversor haurà d'abonar una comissió per aquest servei (normalment aquesta oscil·la entre un 1% i un 3% del valor efectiu de la cartera després de cada operació).

2.14.1 Quin tipus d'operacions es poden fer al comptat?

En la borsa es realitzen operacions al comptat i operacions a termini. Alguns mercats (com el mercat espanyol) només són permeses les operacions al comptat, que impliquen el lliurament immediat dels títols a canvi dels diners. De fet actualment el lliurament físic dels títols no es produeix ja que, en la majoria de casos, estan representats en anotacions en compte.

El servei de liquidació i de compensació és l'encarregat de gestionar la liquidació i la compensació de l'operació i és qui porta el registre comptable dels títols admesos a cotització. Actualment les operacions al comptat es liquiden en menys de 3 dies.

2.14.2 Operacions a crèdit. Quines són possibles?

Les operacions a crèdit són les que fa un intermediari autoritzat quan deixa diners per comprar accions, o bé quan deixa accions per vendre, en tots dos casos el termini no pot superar els tres mesos i mig.

Els intermediaris demanen una garantia que redueixi el risc de l'operació i que permeti a l'inversor donar ordres de compra per quantitats superiors a la seva tresoreria disponible. L'inversor ho fa perquè creu que la tendència del mercat és a l'alça i en el moment de la venda podrà retornar el préstec més els interessos i el seu benefici serà superior que si només hagués invertit el seu capital disponible.

2.14.3 Compra a crèdit

En les operacions de compra a crèdit, una vegada firmat el contracte, l'intermediari deixa diners per un import igual al 65% de l'operació i el 35% restant l'aporta l'inversor com a garantia.

Les garanties s'incrementaran, si el valor pateix un descens de la cotització del 10%, per un import igual a la pèrdua de preu. Durant l'operació a crèdit els valors estaran dipositats i custodiats per l'intermediari, però serà l'inversor qui gaudeixi dels drets econòmics del valor durant el contracte (dividends, drets preferents de subscripció).

En el venciment es cancel·la el contracte amb l'import de la venda dels valors menys la garantia dipositada menys els interessos i menys les comissions per fer la compravenda de valors.

2.14.4 Venda a crèdit

En les operacions de venda a crèdit l'intermediari deixa els valors perquè es puguin vendre i demana una garantia d'un 35% de l'operació i aquest reté l'import de la venda. Si durant el contracte la cotització del valor té un increment superior al 10% respecte de la cotització en el moment de la venda, es demana que s'aportin més garanties.

La garantia aportada té una remuneració segons els interessos vigents al mercat. Al termini de l'operació es retornen els títols i es liquida l'operació retornant la garantia i les pèrdues o els beneficis que reporti l'operació.

2.15 Índexs borsaris. Què signifiquen?

Els índexs pretenen reflectir el que ha succeït al mercat, en un moment determinat respecte a la sessió anterior, o al llarg del temps. Els índexs poden ser *generals* (sobre una agrupació global) o *sectorials* (sobre una agrupació parcial de valors). Per fer un índex no s'agafen tots els valors, sinó els valors més representatius de la borsa segons els criteris que determinin les autoritats borsàries. Per exemple, l'índex Dow Jones de la Borsa de Nova York es fa amb els 30 títols més representatius, l'Standard and Poors es fa a partir de 500 títols i així tots els altres índexs coneguts com el Financial Times de Londres, el Commerzbank de Frankfurt o el Nikkei de Tòquio.

Les borses espanyoles tenen totes els seu índex. Abans del mercat continu, l'IGBM (Índex General de la Borsa de Madrid) era el més important, tanmateix era el més important de l'estat espanyol. Amb la creació del mercat continu es crea un nou índex que el representi, l'IBEX-35, s'ha convertit en l'índex de referència utilitzat pels analistes internacionals per a la borsa espanyola.

2.15.1 L'IBEX-35

És un índex ponderat de les 35 empreses amb major capitalització borsària i al mateix temps més líquides, que representen entre el 80% de la capitalització del mercat. L'IBEX mesura l'evolució del valor d'una cartera formada per les accions de 35 empreses. Es calcula i publica a temps real amb les últimes cotitzacions disponibles de cada valor, i evoluciona contínuament en les pantalles fins al tancament de la sessió.

L'índex es revisa semestralment i s'ajusta quan alguna de les empreses fa una ampliació de capital. Cada semestre es comprova que les empreses que el formen compleixen els requisits necessaris per formar-ne part: volum de contractació, freqüència, capitalització borsària, i se'n canvia alguna si la situació ho requereix. Pot ser que les dues últimes empreses per capitalització siguin susceptibles de canvi per les dues següents que no formen part de l'índex.

En el moment de la seva creació, l'IBEX tenia com a objectiu principal reflectir fidelment l'evolució de preus del mercat continu, però també va crear-se per ser actiu subjacent del mercat d'opcions i de futurs financers; és a dir, per a poder participar com a valor propi dins el mercat de valors.

Per complir amb aquest darrer objectiu calia un índex amb pocs valors i que representés el comportament del mercat, objectius que s'aconseguien amb l'IBEX.

3. ANÀLISI DE VALORS

3.1 De què depenen les cotitzacions a la borsa?

Lògicament les cotitzacions depenen de la situació de l'empresa i també de la situació general del país, però al mateix temps hi ha altres factors interns i externs que les afecten. Per estudiar l'efecte sobre els preus s'ha de tenir en compte que els mercats es mouen segons les expectatives i qualsevol notícia pot generar un canvi d'aquestes. Per això l'actiu més apreciat és la informació i, encara més, saber-la interpretar. El problema de la informació és, en primer lloc, saber quina és la necessària per prendre decisions i, en segon lloc, conèixer on trobar-la.

A les cotitzacions els afecten:

- Els beneficis, sobretot els beneficis futurs.

- Els tipus d'interès.

- La influència de les borses estrangeres.

- Les notícies del propi mercat i les estrangeres.

3.1.1 Beneficis futurs

El valor d'una acció serà tant o més gran en funció dels beneficis, però no dels beneficis passats, que ja estan descomptats, sinó dels beneficis futurs. Els beneficis futurs depenen de factors interns de l'empresa i d'una sèrie de factors externs.

Els factors interns tenen a veure amb la situació pròpia del negoci: xifra d'ingressos, quota de mercat, endeutament. Tot afecta a la situació futura de l'empresa i s'analitza amb tècniques d'anàlisi fonamental.

Els factors externs tenen a veure amb l'evolució de l'economia, les devaluacions, les vagues, els canvis de govern que impliquin canvis de política econòmica... En definitiva, qualsevol notícia que tingui una certa repercussió social pot afectar en la variació de les dades borsàries.

3.1.2 Tipus d'interès

El tipus d'interès afecta i molt en les borses; davant d'un anunci d'una puja del tipus d'interès la borsa pateix una baixada de preus i, en el cas que els tipus baixin, la borsa puja.

Quan l'interès puja, la borsa baixa perquè:

- En incrementar l'interès s'incrementen les despeses financeres de les empreses i per tant es redueix el compte de resultats.
- Disminueix el consum privat perquè als consumidors els costamés endeutar-se.
- Augmenta la rendibilitat de la renda fixa i l'inversor es desplaça a la renda fixa de nova emissió o als dipòsits bancaris. Hi ha menys risc i més rendibilitat.

Aquest és un efecte directe en la majoria de les situacions, però les circumstàncies concretes del país poden fer que aquest efecte es produeixi o no.

En el primer cas les expectatives de benefici de les empreses es redueixen i els inversors estaran menys interessats a comprar-ne accions. En disminuir el consum privat per un increment del cost del finançament, les empreses reduiran els ingressos i les expectatives de benefici també seran menors. I per últim, l'inversor canviarà la seva política d'inversió i portarà els seus estalvis a la fixa que suposa patir menys riscos i a la vegada aporta una rendibilitat més elevada que abans de la puja de l'interès.

Les dades sobre la inflació i el dèficit públic afecten molt en el tipus d'interès, així com en els últims anys han guanyat importància conceptes com la prima de risc¹⁵. Que la inflació augmenti comporta una reducció del valor de les inversions i, al mateix temps significa un increment del tipus d'interès.

D'altra banda, un elevat dèficit públic comporta un increment del tipus d'interès i fa més car el finançament del país, pel problema que això significa. Si augmenta el dèficit públic, s'emet més deute públic per finançar-lo i això va acompanyat d'un interès més alt per fer-lo atractiu al públic i, en definitiva, desvia estalvi que podria finançar empreses.

En els últims moments es destaca la importància de la prima de risc, donat que aquesta és simptomàtica de la situació de l'economia d'un país; és a dir, si aquesta és molt elevada la confiança en aquella economia serà molt baixa i provocarà que el tipus d'interès pugui.

3.1.3 La influència de les borses estrangeres

En els últims anys i a causa del procés de liberalització de moviments de capitals (procés de la globalització⁸), els mercats nacionals han passat a formar part d'un mercat global on els inversors troben altres mercats i avaluen la rigidesa de la política monetària del país en el qual inverteixen. La interrelació existent actualment fa que, a curt termini, les borses estiguin afectades pels moviments d'altres borses.

Actualment la borsa amb més pes i més influència és la de Nova York, tot i que la borsa alemanya actualment manté un fort monopoli a Europa. No obstant, no s'ha de desestimar la influència de les borses dels països emergents com els del sud-est asiàtic i d'Amèrica Llatina.

3.1.4 Notícies internes del mercat i de la resta de mercats

Les notícies del propi mercat com: pagament de dividendes, ampliacions de capital, publicació de resultats trimestrals, privatitzacions..., influeixen en l'evolució diària de les cotitzacions; sobretot a curt termini. Així com notícies de relativa importància, tant a nivell nacional com internacional, afecten en les cotitzacions (canvis polítics, catàstrofes naturals...).

⁸ Globalització: procés mitjançant el qual s'eliminen totes les barreres econòmiques del món i es tendeix a la unificació econòmica.

3.2 Com triar un valor per invertir?

Com que actuar a borsa significa seleccionar societats, s'ha de veure com es pot fer. Per començar, convé conèixer la situació econòmica del país per entendre'n l'evolució del mercat (expansió o recessió econòmica, tipus d'interès, inflació, tipus de canvi), i després de recollir la informació disponible sobre les societats per analitzar-la.

Per analitzar un valor s'ha de tenir en compte els resultats passats i els esperats de la societat, la seva evolució borsària tenint en compte la cotització i l'evolució al llarg del temps. Amb aquesta informació o part d'ella, i fent servir tècniques d'anàlisi, podem intentar saber si un valor és interessant o no i quin comportament borsari tindrà.

Per poder prendre una decisió disposem de dos tipus diferents de tècniques d'anàlisi:

- L'anàlisi fonamental
- L'anàlisi tècnica (que engloba l'anàlisi gràfica i l'anàlisi tècnica)

3.2.1 Anàlisi fonamental

Aquest s'utilitza per valorar el mercat i les empreses cotitzades amb la finalitat d'arribar a una conclusió sobre el valor teòric de les societats i poder recomanar la compra, el manteniment o la venda de les accions pertinents.

Aquest anàlisi consisteix a fer un estudi que va des de l'anàlisi global a l'anàlisi concreta de l'empresa i que comença amb l'anàlisi de les economies nacionals (una anàlisi macroeconòmica), després es continua amb l'anàlisi dels sectors de

l'economia escollida i, per últim, l'anàlisi de l'empresa en concret (l'anàlisi de la informació comptable-financera i l'anàlisi de la informació borsària).

3.2.2 Anàlisi de l'economia

Consisteix a estudiar quins països són més interessants per als inversors. Els criteris poden ser el creixement del Producte Interior Brut (PIB) i les polítiques econòmiques de cadascun d'ells. Són interessants els països amb un creixement superior a la mitjana, però també ho són aquells les polítiques fiscals i monetàries dels quals són encertades. No podem oblidar que els mercats estan interrelacionats i que les decisions polítiques i econòmiques afecten al país d'origen, però també als altres.

3.2.3 Anàlisi del sector

Independentment del moment econòmic del país hi ha sectors més bons que altres segons l'època. Hi han sectors que són més atractius que altres i que tenen un creixement superior a altres per exemple: creixement d'ingressos i marges més elevats.

En moments en què el consum privat creix els sectors bons serien: el bancari (més crèdits i també més dipòsits), el de la distribució d'alimentació, de roba... Hi ha sectors que tenen els preus regulats, com les elèctriques, en els quals és molt important conèixer com evolucionen els processos de regulació o desregulació tan a l'ordre del dia.

3.2.4 Anàlisi de l'empresa

Per últim, cal seleccionar les empreses més interessants en els sectors escollits. Per seleccionar les empreses més interessants es pot analitzar el comportament borsari.

Per estudiar l'empresa es fa servir la informació que aquesta, complint amb la seva obligació, posa a disposició del mercat. Aquesta informació reflecteix el que ha fet i és l'empresa fins aquell moment, però en borsa, és tan important el passat com el que passarà en el futur, per poder fer prediccions per a un futur pròxim.

Analitzar la situació i el comportament en el sector es pot fer a partir d'una sèrie de ràtios o paràmetres com:

- Quota de mercat, posicionament en el sector, quin segment de mercat té, etc.

- Rendibilitat del negoci, eficiència en costos, en gestió del circulat de l'empresa etc.

- L'apalancament financer, és a dir, quina part del finançament de l'empresa és aliè.

- El creixement dels beneficis en el futur.

En el primer grup es pot calcular quina és la quota de mercat de les empreses dintre del seu sector. Es pot anar més enllà i analitzar quin segment de mercat té l'empresa i, en el segment, quin és el posicionament de cada empresa. I, sobretot, saber quines són les possibilitats de mantenir o d'incrementar la seva posició en el mercat.

En el segon grup s'entra de ple amb tota la bateria de ràtios que permeten analitzar la situació patrimonial, financera i econòmica d'una empresa. Aquestes ràtios ens permetran conèixer com gestiona l'empresa el seu circulat, les ràtios de garantia, de solvència i de liquiditat, les ràtios de rendibilitat econòmica i financera, les ràtios de cost financer, de marge de producció i altres que l'analista pot creure convenients i

que s'utilitzen en l'anàlisi d'estats comptables (balanç i compte de resultats) d'una empresa.

En el tercer grup s'analitza el grau d'endeutament d'una empresa respecte al passiu i cost de l'endeutament. Una empresa molt endeutada serà molt sensible a les variacions del tipus d'interès sobretot per les repercussions que té sobre el compte de resultats.

Una empresa poc endeutada no es veurà afectada amb la mateixa intensitat que una empresa molt endeutada, però s'ha de tenir en compte que el finançament propi i és convenient que tingui el nivell d'endeutament que li sigui més favorable.

En el quart grup s'estudien les expectatives de creixement del benefici i es tracta de predir quina serà l'evolució futura del benefici de l'empresa en funció de totes les anàlisis anteriors a nivell macroeconòmic, del sector i de l'empresa en el passat. Aquestes anàlisis han de permetre predir quin serà el creixement i el benefici esperat en un futur.

L'anàlisi de la situació i del comportament borsaris es pot fer a partir d'una sèrie de ràtios com la ràtio cotització o valor comptable, el *pay-out* (dividend/benefici), la rendibilitat per dividends, el *Price Earnings Ratio (PER)*, el *Price Cash-flow Ratio (PCFR)*, cotització/*cash-flow*.

La primera de les ràtios borsàries ens permet veure si l'acció està sobrevalorada o infravalorada en el mercat. Ens indica la relació existent entre la cotització d'una acció i el seu valor comptable. El problema d'interpretar aquesta ràtio rau en el valor comptable, normalment la comptabilitat no té les mateixes normes per a tots els

països, però en el cas que fossin les mateixes, la comptabilitat no reflecteix el valor real de l'empresa.

$$Cot./VC = \frac{Cotització}{Valor comptable}$$

La interpretació ens diria que quant més baix és el resultat de la ràtio, més barata és l'empresa. I es comprarien accions la ràtio de les quals fos inferior a 1 i es vendrien accions la ràtio de les quals fos superior a 1. Seria així si el valor comptable fos el valor real, però no és així. Si la ràtio té un valor molt elevat implica que l'empresa està sobrevalorada i, per tant, que és cara. És una ràtio molt útil per comparar empreses del mateix sector, però hi ha altres ràtios més adequades per prendre una decisió d'inversió.

La segona de les ràtios borsàries, el *pay-out*, ens permet el conèixer quina és la política de dividends de l'empresa. En empreses relativament estables es té per costum repartir com a dividend un percentatge bastant elevat del benefici. En empreses en creixement és al contrari, gran part del benefici passa a les reserves de l'empresa i s'utilitza per autofinançar-se.

$$Pay - Out = \frac{Dividend per acció}{Benefici per acció}$$

El *pay-out* ens indica la política de dividends d'una empresa i quant més proper a 1, més satisfets podran estar els inversors. A aquells inversors amb carteres a llarg termini els interessaran empreses que reparteixin gran part dels beneficis en dividends; en canvi, als inversors a més curt termini, els serà indiferent.

La tercera de les ràtios borsàries ens permet mesurar la rendibilitat per dividendes o rendibilitat directa de la inversió. La rendibilitat per dividendes és un dels dos components de rendibilitat d'una acció, l'altre és la rendibilitat per plusvàlues generades en el moment de la desinversió.

$$\text{Rendibilitat dividend sobre cotització} = \frac{\text{Dividend per acció}}{\text{Cotització de l'acció}}$$

Quan més elevada sigui la rendibilitat per dividendes, millor per l'accionista. De totes formes, les comparacions s'han de fer entre empreses amb un *pay-out* similar a causa de la disparitat en la política de dividendes.

La quarta de les ràtios borsàries és el PER (*Price Earnings Ratio*), ràtio borsària per excel·lència, que ens indica quants períodes es tardarà a recuperar la inversió amb el benefici generat per l'empresa. El benefici és el de l'últim exercici, i això representa un problema perquè la cotització ja ho reflecteix, ja coneix aquesta informació; és més interessant fer el PER sobre el benefici esperat per al proper any.

$$\text{PER} = \frac{\text{Cotització de l'acció}}{\text{Benefici de l'acció}}$$

No es pot parlar del valor òptim del PER d'una acció; en ser una mesura relativa sempre s'ha de comprar amb el PER del mercat o del sector. Així, si el PER d'una acció és 15, es pot interpretar com el nombre d'anys a recuperar la inversió amb el benefici generat per l'empresa.

Si el PER d'una acció és molt elevat indica que el mercat ha sobrevalorat aquella empresa i que difícilment pujarà de preu. I a l'inrevés, si el PER és molt baix

l'empresa no té problemes especials, el mercat ha infravalorat l'empresa. Les accions sobrevalorades difícilment tindran oscil·lacions de preu significatives, en canvi, és d'esperar que les accions infravalorades les tinguin.

Perquè el PER sigui fiable hem de veure quin el PER del mercat borsari i decidir sobre aquesta empresa segons si el seu PER està per sobre o per sot del PER del mercat. Si es vol afinar més amb aquest, és recomanable agafar el PER del sector de l'empresa analitzada i comparar-lo amb el de l'empresa.

Un PER alt respecte al del mercat o al del sector, ens indica que l'acció és cara. I al revés, un PER baix respecte al del mercat o al del sector, ens indica que l'acció és barata. És una de les ràtios més emprades per saber si una acció és cara o barata.

La cinquena de les ràtios borsàries és el PCFR (*Price Cash-flow Ratio*) una inversió similar del PER en la qual no s'utilitza el benefici per acció, sinó el *cash-flow*¹⁸ per acció. Amb aquesta ràtio es mesura la capacitat interna de generar recursos que té una empresa respecte d'una altra. La diferència entre les dues vindrà determinada, o bé per política d'amortitzacions, o bé per la política de creixement.

$$\text{Cash - flow per acció} = \frac{\text{Benefici net + amortitzacions}}{\text{Nombre d'accions}}$$

Aquesta ràtio és útil per compara empreses del mateix sector, que tenen una estructura econòmica similar i unes característiques del negoci similars i on l'única diferència rau en la política d'amortitzacions econòmiques.

3.2.6 Anàlisi tècnica

L'anàlisi tècnica es divideix en anàlisi gràfica o *xartista* i anàlisi pròpiament tècnica. L'anàlisi gràfica consisteix a observar l'evolució dels mercats a partir de la representació gràfica, on se'n mostra l'evolució històrica, els volums de contractació i els canvis de preus. L'objectiu és endevinar quina serà la tendència a curt i a llarg termini.

L'anàlisi tècnica parteix de tres premisses:

- Tot el que pot afectar al preu està descomptat
- Els preus es mouen per tendències
- La història sempre es repeteix

Aquestes tres premisses ens indiquen, en primer lloc, que qualsevol factor es reflecteix en el preu, sigui de caràcter econòmic, polític o psicològic. Des de l'anàlisi gràfica només es té en compte el gràfic, que no és res més que una fotografia de com els inversors veuen un valor.

En segon lloc, que els preus es mouen per tendències i que es tracta d'endevinar quines són i determinar els signes que ens mostren quan una tendència comença a canviar.

En tercer lloc, i com que el preu reflecteix l'estat d'ànim dels inversors, les seves expectatives i les seves pors i temors, s'estableix que si les figures *xartistes*, les fotografies de com l'inversor veu un valor, han funcionat en el passat, també funcionaran en el futur.

La tendència és la direcció que segueixen els preus en el mercat; si s'observa una gràfica del comportament del preu d'una acció es pot observar que la direcció no és una recta, sinó una línia amb dents de serra.

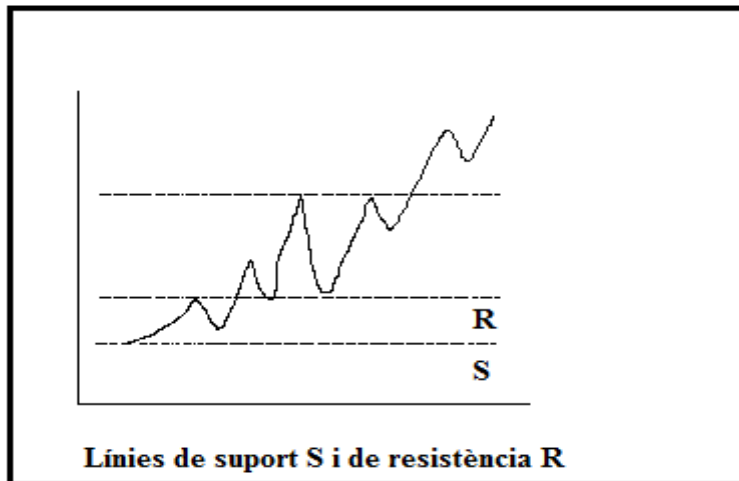
Aquestes dents de serra tenen uns màxims (sostre) i uns mínims (terra) successius, que permeten determinar una tendència. Observant les gràfiques es veu que hi ha tres tipus de tendències, l'alçista, la baixista i la lateral.

Una tendència és alçista quan els màxim i els mínim són cada vegada més grans que l'anterior; en canvi, una tendència és baixista quan passa just el contrari, màxims i mínims són més petits que l'anterior, i per últim, una tendència és lateral quan els màxims i els mínims es mantenen més o menys iguals.

Les tendències poden classificar-se en primàries secundàries i terciàries. Les primàries abasten un any sencer, les secundàries de tres setmanes a quatre mesos, i les terciàries d'un dia a varies setmanes.

El suport i la resistència estan relacionats amb les tendències, que són una successió de mínims i de màxims; els mínims actuen com a suports i els màxims com a resistència. Això significa, en el cas del suport, que els venedors tenen més força que els compradors i fan que el preu baixi.

Els suports i les resistències tenen una particularitat, que quan un suport és superat a la baixa, en la pròxima recuperació dels preus actuarà com a resistència i, al contrari, si la resistència és superada a l'alça, quan baixin les cotitzacions actuarà com a suport.



Gràfica 1: font d'elaboració pròpia a mode d'exemple.

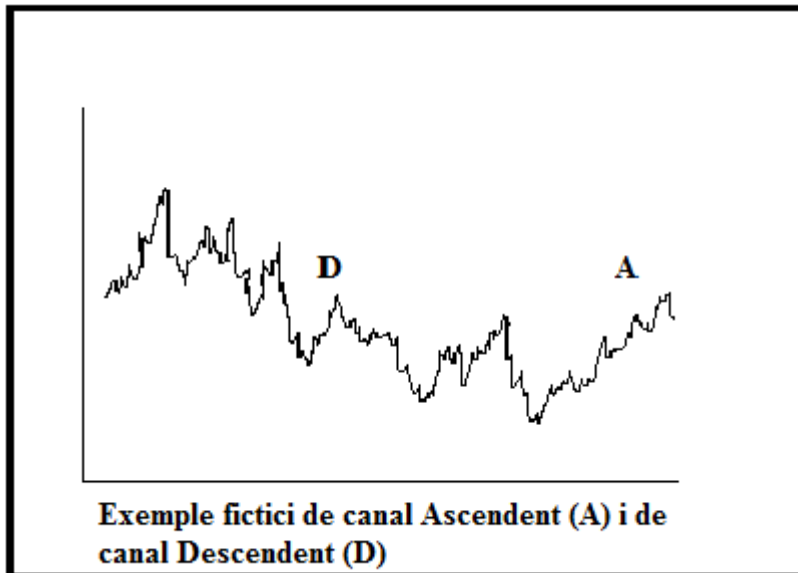
Canal de tendència s'inicia a partir d'una línia de tendència alcista, per exemple, es pot traçar una línia paral·lela ajuntant els màxims. Per dibuixar una línia de tendència alcista s'ajunten diversos mínims, i per dibuixar una línia de tendència baixista s'ajunten diversos màxims, i perquè sigui una línia de tendència alcista calen dos mínims i un tercer per confirmar la tendència.

Per saber si una línia de tendència representa una tendència important s'ha de tenir en compte el temps que ha estat sense trencar-se i la seva inclinació. Quan més inclinada, menys consistent és, ja que té més probabilitats de trencar-se.

Les línies de tendència tenen diverses utilitats per a l'inversor. Per exemple, qualsevol trencament és un senyal d'alerta de canvi de tendència. També permet fixar els moments en què pot ser adequat entrar o sortir del mercat agafant la línia de tendència com a referència quan aquesta és un suport o resistència.

Els canals de tendència poden permetre a l'inversor determinar a quins nivells de preu es pot vendre o comprar, i aprofitar-ho per fer operacions a curt termini; també

és possible detectar quan una tendència es debilita. Quan els preus no arribin al sostre pot indicar que la tendència alcista perd força i que la pròxima baixada pot ser per sota del suport.



Gràfica 2: font d'elaboració pròpia a mode d'exemple.

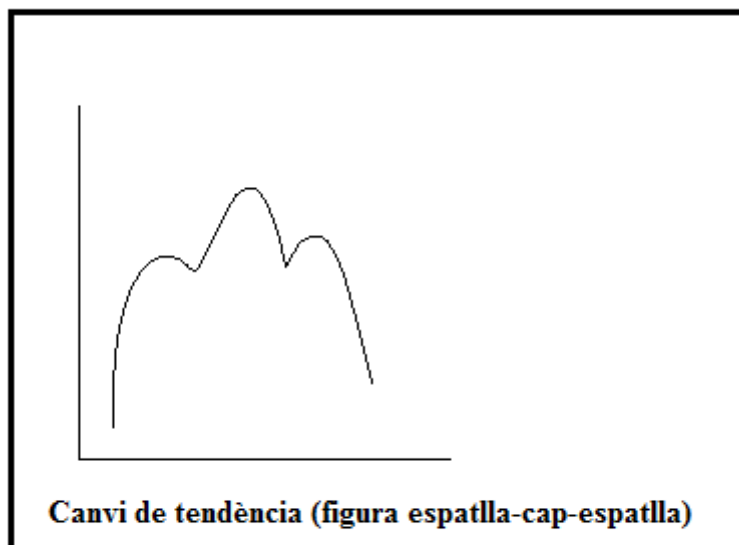
Les formacions de canvi de tendència o formacions *chartistes*, són figures que s'han repetit al llarg del temps i que tenen unes característiques més o menys determinades que permeten identificar-les. D'aquesta manera, coneixent l'evolució anterior d'aquestes figures, es pot determinar el comportament futur més probable.

Les formacions que permeten anticipar un canvi de tendència presenten unes característiques determinades:

- Perquè existeixi un canvi de tendència hi ha d'haver una tendència anterior clara i definida
- El primer indicatiu de canvi de tendència és el trencament de la línia de tendència.

Les figures que es formen en el terres o mínims tenen menys fluctuacions de preus i tarden més a formar-se. Les figures que es formen en sostres o màxims tenen més volatilitat de preus i duren poc. Quan més gran sigui una formació de canvi de tendència a nivells de preus, en durada i en volum, més gran serà el moviment contrari.

Una de les figures més conegudes és la d'*espatlla-cap-espatlla* per la fiabilitat que ha demostrat al llarg del temps. Es caracteritza per estar formada per tres sostres en què el del mig és superior als altres dos, que són més o menys similars. Els mínims del sostre principal estan a un mateix nivell, però per sota del primer sostre.



Gràfica 3: font d'elaboració pròpia a mode d'exemple.

Té la forma d'una "fantasma" i paradoxalment ens diu que l'inversor hade retirar immediatament totes les seves inversions del mercat.

En aquesta figura, el més important és el comportament del volum, que inicialment és superior a la mitjana en arribar al primer màxim. En baixar el preu, el volum també baixa fins a complementar la primera espatlla. Tot seguit, el preu torna a pujar per sobre del primer sostre amb un volum inferior i el preu torna a baixar fins a la línia del coll en què para.

Seguidament torna a pujar, però amb un volum més petit, i el preu no sobrepassa el primer sostre i torna a caure per sota de la línia de coll, on ja es pot parlar de canvi de tendència. El preu al qual tendirà la baixada serà el mateix que havia pujat, des de la línia del coll fins a sobre del cap. En aquesta fase el volum és molt elevat.

Altres figures de canvi de tendència són els sobles terres i els dobles sostres, o fins i tot triples; figures que són difícils d'apreciar quan s'estan formant. També hi ha terres arrodonits o soperes, triangles, rectangles... Totes elles tenen una interpretació i un significat, o de canvi de tendència o de continuació de tendència.

L'anàlisi gràfica en definitiva queda com un anàlisi una mica subjectiva, pel fet que un mateix gràfic pot tenir diferents interpretacions, si no fos per una sèries d'eines de caràcter tècnic que serveixen per prendre decisions d'una manera més encertada. Aquestes eines de naturalesa estadística són càlculs de l'evolució dels preus al llarg del temps.

Entre aquestes eines es troben els indicadors i els oscil·ladors. Els indicadors estudien la tendència i els oscil·ladors estudien què pot passar quan la tendència és lateral. La mitjana mòbil és un dels indicadors més fàcils i més utilitzats per detectar els senyals de compra i de venda. L'índex de força relativa (RSI) és un dels

oscil·ladors més coneguts per conèixer la sobrevaloració o la infravaloració d'un valor.

La mitjana mòbil és una mitjana sobre un conjunt de valors amb la peculiaritat que es calcula sobre un nombre concret de dies que marquen el període. A mesura que s'incorpora una nova dada, desapareix la primera per mantenir el càlcul del període.

Hi ha mitjanes mòbils simples, ponderades, exponencials i de construcció variable; cada analista utilitza la que li resulta més còmoda. El període de la mitjana pot ser inferior a 15 sessions per operar a curt termini; entre 20 i 70 sessions per operar a mig termini, i entre 100 i 250 sessions per operar a llarg termini.

Les mitjanes són útils perquè quan la mitjana és travessada cap a dalt pels preus és un senyal de compra, i quan és travessada cap a baix, un senyal de venda. Si el període de la mitjana és massa curt pot donar molts senyals falsos, i si és massa llarg, els senyals poden arribar massa tard. Moltes vegades s'utilitza més d'una mitjana; una a llarg termini, i una a curt termini per saber quan sortir-ne.

L'RSI és un oscil·lador que mesura la força relativa del valor amb la seva sèrie de preus. Aquest detecta si un valor està sobrevalorat (sobrecomprat) o infravalorat (sobreenut) i es fa servir per saber quan comprar o quan vendre.

L'RSI té una escala de valors entre 0 i 100. Quan aquest supera el 70, el valor està sobrecomprat i s'acosta una correcció del mercat a la baixa¹⁸, i quan l'RSI està entre 20 i 30 en situació ascendent, el valor està sobreenut i el mercat pujarà.

Per calcular-lo el període més utilitzat és el de catorze sessions i es calcula de la següent forma:

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS}$$

$$RS = \frac{\text{Mitjana de pujades}}{\text{Mitjana de baixades}}$$

L'RS mesura la força relativa de cadad valor per un període determinat i permet comparar les dues mitjanes.

Hi ha altres oscil·laciors com el MACD o oscil·lador de mitjanes mòbils, però el més conegut i utilitzat és el RSI.

ANÀLISI EMPRESA EURO PAC, S.A.

4.1 Fitxa tècnica empresa estudiada

Nom: EURO PAC, S.A

Sector: Paper i arts gràfiques (Béns de consum)

Accionistes:

- Harpalus, S.L	40.03 %
- Cartera Industrial REA	6.95 %
- Ángel Fernández González	6.42 %
- EBN Banco de Negocios	5.00 %

Dades sobre el capital social actual:

<i>Data de l'última modificació</i>	<i>Capital social (en milers d'Euros)</i>	<i>Número d'accions</i>
29/06/2010	173.120.248,00	86.560.124

Borses de valors on aquesta empresa cotitza:

- Borsa de Madrid.

- Borsa de Barcelona.

4.1 Anàlisi del sector (al què pertany l'empresa analitzada)

El mercat del transport de béns embalats presenta un gran dinamisme en les economies desenvolupades i poc a poc va creixent en els països en vies de desenvolupament. Els productes ha de recórrer, cada cop més, grans distàncies en una economia mundial que tendeix a una globalització total, ja que són venuts a diferents parts del planeta en diversos formats. A més a més, sigui on sigui on es venguin els productes, aquests hauran de d'arribar en perfectes condicions. El seu embalatge deu protegir-lo de la brutícia, de la humitat i de tot tipus d'agents que poden afectar al seu estat originari. Aquest embalatge pot ser utilitzat, igualment, com una eficient eina de màrketing. És per aquest motiu que el cartró ondulat és emprat cada cop més per a elaborar els diferents embalatges pel compliment d'un seguit de requisits enumerats.

Per altre banda, en un món cada cop més concienciat per l'impacte i els problemes que genera el desenvolupament econòmic en el medi ambient, la indústria del cartró ondulat ha realitzat un gran esforç i ha avançat dràsticament en els últims anys al respecte, minimitzant dintre de lo possible l'impacte mediambiental del seu procés productiu, reduint tant les emissions de CO₂ a l'atmosfera com el consum energètic i d'aigua per tonelada de producte. Aquesta actitud pretén tenir un impacte positiu en l'opinió pública, a causa de la imatge negativa que arrossega el sector paperer tradicionalment pels seus efectes nocius en el medi ambient. En aquest sentit, el sector del cartó ondulat gaudeix d'un altre avantatge per a la seva acceptació com a indústria al dependre de matèries primeres que es poden produir de forma sostenible (fusta), i que són renovables i reciclables (fibres reciclades). Destacar que la patronal europea del sector, FEFCO, de les sigles angleses *EFCBM (European Federation of Corrugated Board Manufacturers)* ha demostrat, després de molts anys d'estudi, que

un bon sistema d'embalatge com el que pot proporcionar el cartró ondulat optimitza la logística dels productes, reduint els desplaçaments per al seu transport, això a la vega té un impacte positiu des del punt de vista de la polúció ambiental (sorolls i gasos).

Considerem important destacar un altre aspecte en el que sobresurt el cartó ondulat per tenir avantatges competitius: el de la seguretat i higiene del transport, especialment d'aliments. Així, el cartró per l'embalatge té també avantatges sanitaris, al no propagar plagues a diferència d'altres materials com la fusta que sí que ho fan.

Per últim i a mode de resum, dir que a partir del cartró ondulat es produeixen embalatges que són utilitzats en múltiples sectors de diferents activitats, com l'agricultura, l'alimentació, les begudes, l'electrònica, l'automoció, el químic, la perfumeria... Les principals carecterístiques d'aquest tipus d'embalatge són:

- És sòlid, resistent i lleuger: protegeix els productes envasats, els agrupa, transporta i en facilita el seu emmagatzematge.
- És un embalatge fet a mesura: té gran adaptabilitat en formes i tamanys, essent factible la realització d'un embalatge diferent per a cada tipus de producte.
- És higiènic: és la forma més higiènica de manipulació i transport dels productes frescos.
- És reciclable i biodegradable: un cop utilitzat pot ser reciclat, entrant així en un procés, novament, de fabricació de paper.
- És un suport fàcilment imprimible: pot servir com a eina de màrketing per a promocionar la marca o el fabricant del producte envasat. A més, permet informar al consumidor sobre la procedència, data de caducitat, etc. del producte.

4.1.1 El procés de la producció del cartró

Aquest producte utilitza com a principal matèria primera el paper, essent a la vegada la matèria primera del paper la cel·lulosa que s'obté dels arbres (fibra verge) i de la fibra reciclada (paper recuperat); amb la fibra vegetal verge, també denominada llarga, es fabriquen els *kraftliners* (més resistents i higiènics, ofereixen major impermeabilitat i presenten millor aparença final), i amb la fibra reciclada o curta es fabriquen els denominats *testliners* i el *fluting* (utilitzat per a fabrica les ondulacions). Seguint aquesta línia argumental, es pot parlar d'arbres qualificats com de creixement ràpid (pins i eucaliptus), procedents de cultius forestals gestionats sosteniblement. A més, i des d'un punt de vista medi ambiental, una hectàrea de cultiu d'aquestes espècies fixa al any 10 milions de tones de CO₂, quatre vegades més que els arbres de creixement lent. Posteriorment, les fàbriques papereres converteixen les fibres de cel·lulosa en paper, que es transforma després en una enorme varietat de productes, entre ells el paper per a cartró ondulat.

En el sector es fabriquen dos tipus ben diferenciats de paper per a la producció de cartró ondulat; les cares, que són els papers que cobreixen el cartró i els llisos entremitjos i els ondulats, que són els papers usats per a la formació de les ondes. També cal fer menció del fet que la major part del cartró ondulat produït és una barreja de paper fabricat amb fibres llargues (un 20 % del total) i fibres llargues (un 80 %).

Posteriorment es fabrica el cartró ondulat. Aquest material resulta, per tant, de la unió de tres o més papers entre sí, enganxant prèviament un d'ondulat entre dos de llisos, que es mantenen així equidistants. L'emalatge del cartró ondulat ofereix màxima protecció contra cops, essent capaç de suportar grans pesos.

En general les companyies fabricants de cartró ondulat produeixen una àmplia gamma de cartrons, depenent de la combinació del número de papers, de la qualitat del paper, del gramatge i del tipus d'onda. Les diverses combinacions de factors donen lloc a un tipus o un altre de producte en funció del número de papers utilitzats (cartró senzill, cartró doble, cartró triple) i dels tipus d'ondes o canals utilitzats, amb diferents especificacions d'altura i transmissió de les ondes utilitzades per a construir el cartró.

Per últim, el procés acaba com comença, amb el reciclatge de l'embalatge del cartró ondulat. En aquest sentit, creiem interessant comentar que a Espanya, per exemple, existeixen dos vies de recuperació de paper i cartró; la recollida industrial, que es realitza en tot tipus de grans empreses i superfícies comercials i que és força eficient i la recollida selectiva, molt més ineficient al no comptar amb un mercat ordenat, que es fa mitjançant per mitjà de contenidors en les vies públiques i a través de la recollida "porta a porta" en els petits comerços. En aquest sentit, destacar que ASPAPEL (Associació Espanyola de Fabricants de Pasta, Paper i Cartró) havia establert com a objectius per al sector a Espanya que el percentatge de recuperació de paper fos del 65 % a finals de 2007. Cal destacar, que una tona de paper emmagatzema 1,4 tones de CO₂, quantitat similar a la que s'emet al cremar 600 litres de gasolina, d'aquí sorgeixen els beneficis per al medi ambient amb el reciclatge d'aquesta matèria i la seva posterior reutilització per a la producció de paper. Per altre banda, també cal tenir en compte que la recuperació i el reciclatge del paper usat perllonga la vida útil de les fibres de la cel·lulosa, evitant que aquestes acabin en els abocadors, que veuen d'aquesta forma reduït el seu volum i fent una disminució de les emissions de gas metà. No obstant, el mencionat percentatge ja ha sigut superat amb escreix. Actualment a Espanya es recupera per al seu reciclatge el 74,4 % del

paper i del cartró que es consumeix. La taxa d'utilització se situa en el 80,6 % i la del reciclatge en el 73,9 %. A Espanya ha entrat a formar part d'un dels països que més reciclen en tot el món. A Europa el nivell mitjà de recuperació ja ha arribat al 78 %, percentatge molt superior al 60 % que està estipulat com a obligatori dins de la Unió Europea (UE). Així doncs, en el nostre país els 4,6 milions de tones anuals de paper i de cartró utilitzat recuperat eviten l'emissió en els abocadors de 4,1 milions de tones de CO₂ (més del 1 % de les emissions totals que produeix el nostre país).

Per últim, senyalar que el paper que no entra en el circuit de reciclatge (per estar contaminat i no ser apte com a matèria primera) pot ser emprat com a combustible, de la mateixa forma que la biomassa residual¹⁹ del procés de fabricació. D'aquesta forma es tanca el procés sostenible del paper, que com s'ha comentat amb anterioritat, està estretament relacionat al procés productiu del cartró ondulat.

4.1.2 La indústria del cartró ondulat a la Unió Europea

El sector de l'embalatge a Europa està dominat pel cartró ondulat que és el material més utilitzat. Les perspectives per a aquest sector són positives pels avantatges que presenta aquest material respecte els altres utilitzats en aspectes mediambientals, de logística i de qualitat d'impressió.

A la Unió Europea (UE) la primera directiva que va intentar regular el sector de l'envàs i de l'embalatge es va adoptar el 20 de desembre de 1994 (la Directiva 94/62).

Aquesta directiva fou revisada posteriorment per la directiva 2004/12 que s'implantaria el 9 de setembre de 2006.

Les mencionades directives regulaven tot el que estava correlacionat amb els envasos i amb els residus d'aquests envasos; tant industrials, com dels comerços, els d'oficina, els d'ús domèstic, etc., independentment del material utilitzat.

Els principals objectius de la Directiva eren els següents:

- Harmonitzar en la regió la gestió dels envasos i dels seus residus.
- Prevenir o reduir l'impacta dels envasos i dels residus en el medi ambient.
- Assegurar el funcionament dels mercats interiors i evitar els obstacles per a la seva interrelació amb la resta de membres de la regió.

A més cal destacar que aquesta Directiva té com a prioritat la prevenció de residus dels envasos i la seva reutilització, ja sigui reciclant-los o recuperant-los de qualssevol de les altres formes possibles.

L'amonedada Directiva 94/62 i les seves posteriors revisions fomenten, com ja hem afirmat, la utilització de materials 100 % reciclables, això afavoreix a la indústria cartonera. El fet que el 2008 s'establís com a mínim l'objectiu de reciclar el 60 % del total (en tots els països de la UE) va contribuir en millorar la imatge d'una indústria que es preocupa pel medi ambient, la sostenibilitat i per la utilització eficient dels recursos.

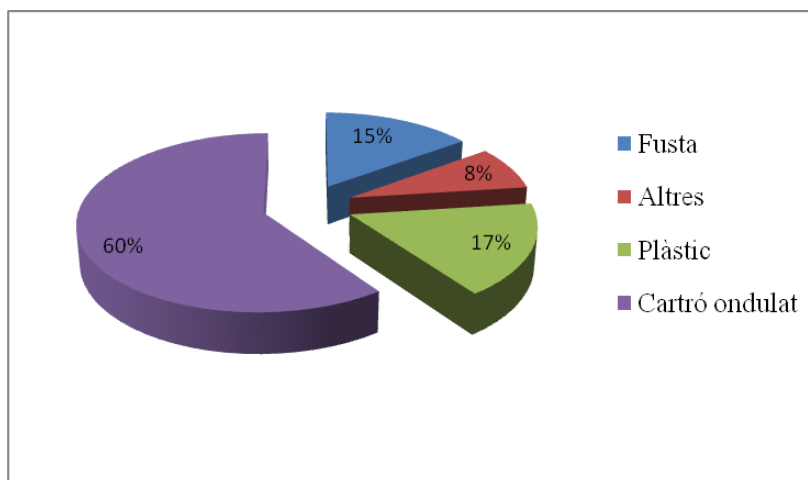
Per altre banda, cal destacar que el sector del cartró ondulat està molt relacionat amb el consum privat, pel que històricament ha mantingut una alta correlació amb l'evolució de l'economia, amb el Producte Interior Brut (PIB) en els diversos països, així com a la seva Producció Industrial. En aquest sentit cal comentar que la correlació amb el PIB en els darrers anys s'ha debilitat, essent actualment més

correcte estudiar aquest paràmetre en funció de la Producció Industrial dels països analitzats; aquest fet és directament atribuïble al fenomen de la globalització, a través del qual ser un país desenvolupat no implica tenir una indústria molt desenvolupada (es prioritzen altres sectors).

Des d'una altra visió, podem destacar que el sector del cartró ondulat segueix mantenint bons ritmes de creixement a Europa, tan en productes de gran consum com en els sectors industrials, desenvolupant noves aplicacions per a aquest material en el punt de venda, en la restauració (menjar ràpid) i nous tipus d'embalatges com els cartrons plegables.

A Europa (països inclosos dins de la FEFCO, associació de productors de cartró ondulat ,europea) la producció de cartró ondulat es va elevar a 17,90 milions de tones en el 2011, va suposar l'increment d'un 1,1 % respecte l'any anterior. En termes de m² la producció es va elevar a 34.017 milions l'any precedent, un 1,6 % més que el 2010.

SECTOR DE L'ENVÀS I DE L'EMBALATGE A EUROPA



Gràfica 4: font d'elaboració pròpia a través de les dades aportades per l'FEFCO.

D'altra banda, i des d'un punt de vista estrictament empresarial cal destacar que tan el subsector del paper per a cartró ondulat com el de cartró ondulat porten anys de concentració a Europa, procés que l'actual crisi econòmica està accelerant al facilitar el tancament i el traspàs de capacitat productiva. Actualment, el segment de mercat del paper *kraftliner* es concentra bàsicament en quatre companyies: *Smurfit-Kappa* (1,5 milions de tones anuals), *Mondi Packaging* (0,8 milions de tones anuals), *SCA* (0,7 milions de tones anuals) i *EUROPAC* (0,35 milions de tones anuals). Així, segons aquests càlculs Europa es deficitaria en 1 milió de tones a l'any. Aquest dèficit queda cobert amb la producció estadounidenca (EEUU té un excedent de 3 milions de tones anuals) que col·loca a Sud-amèrica o a Europa.

En el segment del paper reciclat la concentració és menor que en el de *kraftliner*. Dels 20,5 milions de tones de capacitat de producció instal·lada a Europa el 80 % aproximadament es concentra en nou productors, essent *Smurfit-Kappa* el major (amb 4,6 milions de tones), seguit de *DS Smith SCA* (2,6 milions de tones) i de l'empresa espanyola *Saica* (2,4 milions de tones). *EUROPAC* ocupa el setè lloc en *rànk*ing mundial per capacitat de producció instal·lada amb 0,95 milions de tones, capacitat que representa el 20 % de la instal·lada en la Península Ibèrica i el 10 % de la instal·lada a França.

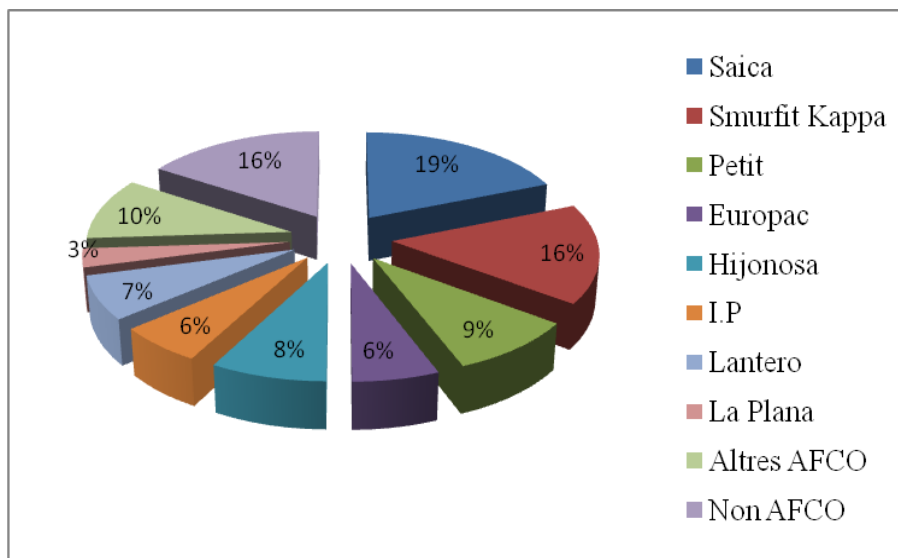
En el mercat del cartró ondulat la concentració empresarial és menor, existint més fabricants d'àmbit local. En aquest segment molts operadors tenen ambdós negocis integrats (paper per a cartró i cartró ondulat), però el procés de diferenciació també s'està produint.

4.1.3 El sector del cartró ondulat a la Península Ibèrica

Segon dades de l'Associació Espanyola de Fabricants d'Envasos i Embalatges de Cartró Ondulat (AFCO), el sector del cartró ondulat a Espanya va arribar al 2010 a un volum de producció de 4.207 milions de metres quadrats, 4,6 % més que l'any anterior. La mitjana de consum de cartró ondulat per habitant i any es va situar en 48,97 kilograms, vers als 47,38 kilograms registrats al 2009, el que suposa un increment de més del 3 %. En aquest sentit, cal destacar que a diari un consumidor entra en contacte amb 10 o 20 envasos al diferents d'aquest material.

Per la seva part, la facturació global del sector es va incrementar en un 6,14 %, superant els 3.700 milions d'Euros. En aquesta xifra està inclosa la facturació directa, que va arribar als 2.176 milions d'Euros, i la indirecta, que s'estima en 1.539 milions.

MERCAT DEL CARTRÓ ONDULAT DINS DE LA PENÍNSULA IBÈRICA



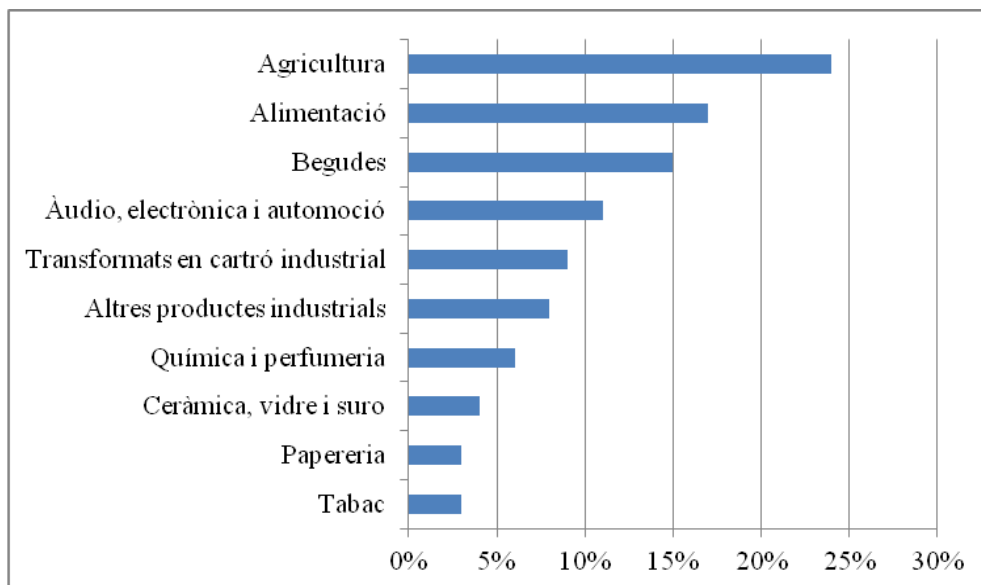
Gràfica 5: font d'elaboració pròpia a través de les dades de l'AFCO.

El cartró ondulat consumit durant el 2010 fou de 2.563.690 tones, amb una producció neta total de 2.302.407 tones, el que suposa un creixement del 4,07 % sobre les dades del 2009. Donant feina a més de 22.000 persones, entre feines directes i indirectes. En l'actualitat a Espanya ocupa el cinquè lloc entre els principals països europeus fabricants de cartró ondulat, darrere d'Alemanya, Itàlia, França i Gran Bretanya.

És important remarcar que tan el subsector del paper per a cartró com el de cartró ondulat presenten una elevada concentració empresarial en el mercat ibèric. En aquest mateix sentit, cal destacar que en la producció de paper ondulat el mercat es mercat està dividit a mans de quatre grans empreses, essent líder *Saica*, seguida per *EUROPAC*. En el subsector de cartró ondulat amb una participació del 19 %, essent *EUROPAC* la vuitena companyia amb una quota del 6 %.

Per últim, fer ressenya dels principals sectors clients d'embalatge de cartró ondulat a Espanya són l'agrícola (24 % del consum total), el d'alimentació (17 %), el de begudes (15 %) i el d'àudio, electrònica i automoció (11 %), tal i com es mostra en el següent gràfic. Per tant, no és un sector d'una elevada repetició cíclica, ja que aquest està estretament lligat amb l'evolució de la demanda de béns de primera necessitat, com són els sectors de l'alimentació (més del 50 % de la demanda total). Aquest repartiment sectorial de les vendes de cartró a Espanya és molt similar a la resta de països europeus.

PRINCIPALS SECTORS CONSUMIDORS DE CARTRÓ A ESPANYA



Gràfica 6: font d'elaboració pròpia, a partir de les dades de l'AFCO.

4.2. Perfil de l'empresa (historia del grup corporatiu)

EUROPAC és un grup de companyies que operen en el sector de l'embalatge de cartró ondulat. Aquest fou creat al 1995, els seus orígens, però, es remunten a 1890 quan la "societat Nieto de Manuel Lorenzo" va començar a fabricar caixes. Actualment aquesta empresa és un grup corporatiu que presenta un elevat grau d'integració dels seus processos. Així, està aquest present en les diverses fases del cicle del cartró ondulat, des de la gestió de residus (recollida de paper), la producció de paper i el cartró ondulat, fins a la transformació en planxa i la fabricació d'embalatges de cartró ondulat. *EUROPAC* també opera en el sector elèctric a través de la cogeneració, que abasteix d'energia a vàries de les seves empreses.

En els darrers anys, com ja analitzarem en detall més endavant, aquest grup ha tingut com a principal objectiu estratègic, a més d'apuntalar la integració del seu negoci, l'expansió i l'enfortiment del seu posicionament en la Península Ibèrica i la seva penetració en el mercat francès, fet que ha permès que es situï entre les empreses que lideren ambdós mercats. A continuació es resumeix cronològicament la història del grup:

4.2.1 Història de la companyia

Com ja s'ha especificat amb anterioritat, aquest grup corporatiu neix al desembre de 1995, producte de la fusió de dues empreses (*Papelera de Castilla S.A.*, i *Cartones de Cataluña S.A.*). No obstant, la seva activitat es remunta a feia més de 100 anys amb la constitució d'una fàbrica de caixes de cartró. Els esdeveniments més importants de la història de la companyia des dels seus inicis són:

- **1890** L'empresa Nieto de Manuel Lorenzo, comença la fabricació d'embalatges fets de cartró a Valladolid.

- **1968** S'adquireixen *Papelera del Cinca S.A. i Cartones Catalanes S.A.*, dos societats localitzades a la província d'Osca.
- **1973** Es compra la *Sociedad Anónima Española de Celulosas, Fibras y derivados, S.A.*, pertinent a International Paper, que passa a denominar-se *Papelera de Castilla*.
- **1990** Es fusiona *Papelera de la Cinca, S.A. i Cartones Catalanes, S.A.*, creant la companyia *Papeles y Cartones de Cataluña*.
- **1995** Es crea la societat Europac sota la denominació social de *Papeles y Cartones de Europa, S.A.* com a resultat de la fusió de les empreses *Papeles y Cartonajes de Cataluña y Papelera de Castilla*.
- **1996** Es construeix la societat *Trasloga S.L.*, que inicia la fabricació de planxes de cartró ondulat.
- **1998** Les accions d'*EUROPAC* comencen a cotitzar en el mercat continu de la Borsa espanyola. La sortida a borsa de la companyia perseguia la recerca de nous recursos financers per a invertir en el pla de creixement de l'empresa i per enfortir el seu balanç de comptes.
- **1999** El grup japonés *Rengo Co.Ltd.* entra en el capital de l'empresa com a un nou soci.
- **2000** Imocapital, una societat portuguesa d'inversió, participa al 50 % per *Europac*.
- **2001** S'adquireix el 40 % de l'empresa portuguesa *Marimbal*, dedicada a la transformació del cartró ondulat.
- **2002** Es compra el 100 % de l'empresa *Cartova, S.A.*, companyia dedicada a la comercialització, venda, compravenda i manipulació del cartró.

- **2003** Es realitzen diverses adquisicions: el 15 % de la *Sociedad de Cartonajes Esteve Nadal, S.A.*, el 15 % del fabricant industrial de cartonatges *Cartocer*.
- **2004** S'incrementa fins el 6,00 % la participació directa en el grup portuguès *Gescartao, S.A.*, davant del 4,72 % que es controlava fins aleshores.
- **2005** A través de dues operacions i sense la necessitat de la realització d'una Oferta Pública d'Adquisició (OPA) es fa amb el control del 74,8 % del capital de *Gescartao*. *EUROPAC* comença a integrar a aquesta filial el model d'integració global²⁰.
- **2006** Adquireix per 1,6 milions d'Euros el 51 % de *Manuel Rodrigues de Almedia & Filhos (MRA)*, companyia dedicada a la recuperació i venda de residus (paper recuperat).
- **2007** *EUROPAC* augmenta fins el 100 % la seva participació en *Gescartao* amb el llançament d'una Oferta Pública d'Adquisició (OPA).
- **2008** La companyia adquireix a l'empresa francesa *Otor*, a la paperera *Otor Papeterie de Rouen (OPR)*. L'import d'ambdues adquisicions ascendeix als 76 milions d'Euros.
- **2009** El grup augmenta la seva participació en la companyia *MRA* fins aconseguir el 100 % d'aquesta, adquireix el 49 % que no posseïa per valor de 1,7 milions d'Euros. A més a més, també adquireix per 41,7 milions d'Euros les dues filials de *Mondi Packaging* a França: *Mondi Packaging Atlantique (MPA)* i *Mondi Packaging Savoie (MPS)*.
- **2010** *EUROPAC* compra el 100 % del negoci de l'empresa de recuperació de residus *Salcedo e Hijos S.A.*

- **2011** El grup adquireix de *SCA Packaging France* el actius que corresponen a la fàbrica de cartró situada a Gasny i el seu fons o cartera de clients.
- **2012** *EUROPAC* adquireix el 11,9 % de la societat que gestiona *Floresta Atlântica*, el major fons forestal de Portugal amb 5.000 hectàrees en explotació gestionada.

4.2.2 Àrees de negoci d'EUROPAC

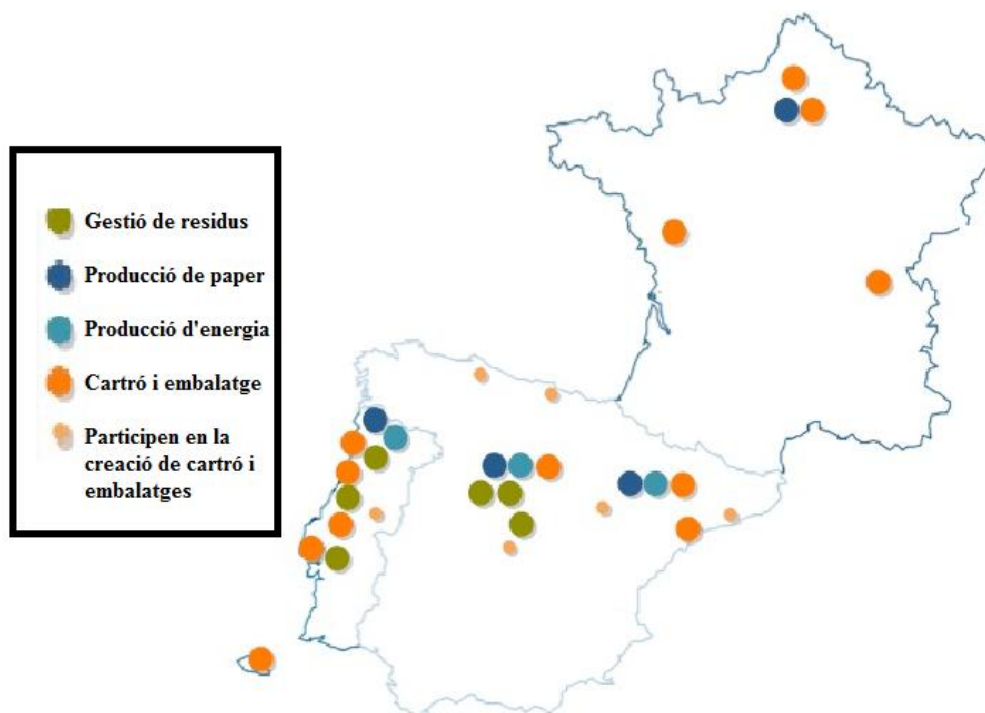
A continuació s'exposarà breument l'estructura de producció del grup i la seva localització geogràfica per àrea de negoci:

4.2.2.1 Gestió global de residus

L'entrada en el negoci de la recuperació de paper és producte de l'objectiu d'*EUROPAC* d'integrar aigües sota el seu procés productiu. Aquesta empresa penetra en el negoci de paper recuperat fent petites adquisicions a Portugal. Posteriorment, realitza algunes adquisicions addicionals, entre les quals destaca el 2010 la compra d'una recuperadora a Valladolid. A Espanya, el 2011 es compra una companyia de paper recuperat (mitjançant la destrucció de documents), negoci relacionat i que s'està intentant potenciar a Madrid contactant amb alguns dels clients del grup.

Actualment, la capacitat de producció de les plantes de recuperació de paper és d'unes 250.000 tones anuals, fet que permet a aquesta empresa cobrir el 20 % de les seves necessitats de matèria prima. El objectiu que aquesta empresa es fixa és aconseguir arribar al 50% de paper recuperat que serveixi com a matèria primera per al procés utilitzat en la fabricació de cartró.

DISTRIBUCIÓ GEOGRÀFICA DELS CENTRES FABRILS D'EUROPAC



Gràfica 7: font d'elaboració pròpia, les dades són presentades per la pàgina web de l'empresa *EUROPAC*.

4.2.2.2 Paper Kraftliner

Europac disposa d'una planta de paper *Kraftliner* amb una capacitat de producció de 350.000 tones i que està situada a Portugal. La fàbrica produeix principalment dos tipus de paper. El 2011 aquesta planta va produir 316.400 tones, operant al 90 % de la seva capacitat productiva. La matèria prima utilitzada per a la producció de *kraftliner* és la fusta de pi. Aquesta té acords amb Portugal i amb el nord d'Espanya que li asseguren el subministrament.

Per últim, cal fer esment que el major marge que hi ha amb aquest tipus de paper (de benefici) és conseqüència dels preus que aquest assoleix en el mercat, ja que es tracta d'un tipus de paper força valorat. Aquest tipus de paper representa el 18 % de la demanda de paper per a la fabricació de cartró ondulat a Europa.

4.2.2.3 Paper reciclat

La companyia té en possessió tres fàbriques de paper reciclat, dues a Espanya: una a Palència (amb una capacitat productiva de 230.000 tones anuals) i una altra a Osca (amb capacitat productiva de 90.000 tones anuals, i una a França (amb capacitat de producció de 280.000 tones per any).

4.2.2.4 Energia

Després de la inauguració el 2010 de dos nous cicles combinats amb 74 MW (Megawatts) de capacitat de producció anual, i amb 153 MW instal·lats en els centres fabrils, *EUROPAC* s'ha convertit en els darrers anys en la sisena companyia cogeneradora de la Península Ibèrica. Així doncs, aquesta empresa estalvia notòriament l'ús d'altres tipus d'energies externes a ella.

4.2.2.5 Cartró i embalatge

EUROPAC té dos centres de fabricació de cartró ondulat, un a Palència i l'altre a Osca. A Portugal disposa de fàbriques a Albarraque, Leria i Ovar, mentre que a França els centres de producció es troben a Rouen, Durtal, la Rochette i Gasny. Aproximadament el 80 % de la producció de cartró es realitza amb fibra reciclada i la resta amb *kraftliner*.

4.2.3 Accionariat de la companyia (distribució del capital empresarial)

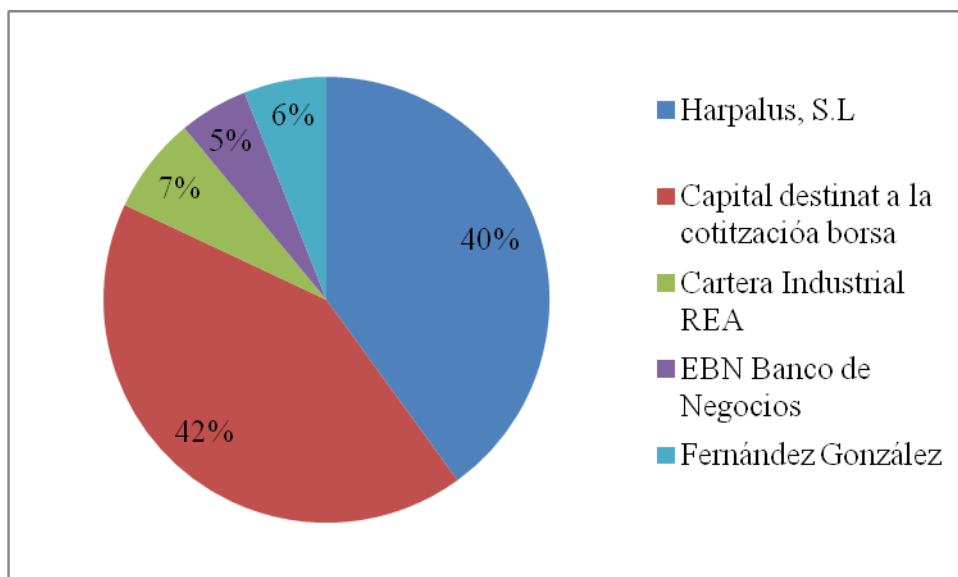
El accionariat de la companyia està compost per la "família Isidro" que, a través de la societat *Harpalus S.L.*, controla el 40 % del capital social d'aquesta. També hi són presents l'*EBN Banco de Negocios S.A.* (entitat participada també per diverses caixes

d'estalvi) amb el 5 %; *Cartera Industrial REA*, amb el 6,95 %; i l'industrial lleonès Ángel Fernández González, que posseeix un 6,4 % del capital d'aquesta.⁷

El capital d'*EUROPAC* que fluctua lliurement en el mercat borsari és aproximadament del 42 %, equivalent, a preus actuals de l'acció de la companyia, a 70 milions d'Euros.

Per altre banda, comentar que el paquet d'accions que té en possessió EBN *Banco de Negocios*, entitat que pertany a caixes d'estalvi com: *CAM, Unicaja, Ibercaja, Caja Duero*, en la nostra opinió, no pot considerar-se una participació estable, com les dades econòmiques que s'han pogut recollir ens indiquen, és molt possible, que amb el procés de recapitalització de la banca espanyola s'imposin a les entitats que sol·liciten ajuda (les caixes que formen part d'aquesta corporació presenten deutes molt significatius) que es desfacin de les seves participacions industrials.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL D'*EUROPAC*



Gràfica 8: font d'elaboració pròpia, les dades són presentades per la CNMV (Comissió Nacional del Mercat de Valors).

4.3 La integració del procés productiu i la diversificació gràfica com a claus estratègiques

Com ja s'ha comentat amb anterioritat, el 1998 quan *EUROPAC* va entrar a cotitzar a borsa, ho va fer principalment amb l'objectiu de poder captar fons en el mercat per a poder finançar el seu creixement i potenciar la integració de les seves activitats. El creixement, la integració, la penetració en nous mercats (concretament el francès) i la rendibilització de les inversions realitzades per a això, han estat en els últims deu anys els principals objectius estratègics d'*EUROPAC*, com passarem a comentar a continuació:

- Integració del procés productiu: com s'ha pogut comprovar amb l'anàlisi de la història de l'empresa, des de la seva fundació, el 1995, la companyia segueix seguint l'objectiu d'implantar el seu procés productiu, partint amb la recuperació del paper, seguint per la producció de paper per a cartró ondulat i planxes de cartró ondulat, fins terminar en la fabricació d'embalatges per a una gran amplitud de productes, passant per la autarquia energètica a través de les plantes de cogeneració operatives en vèries de les fàbriques del grup.

Pel que respecte a la recuperació de paper, aquesta empresa recerca arribar a l'autosuficiència propera al 50 %, com ja s'ha esmentat. Amb la incorporació d'altres empreses cartoneres aquesta empresa busca complir tres objectius fonamentalment: la creació d'un mercat captiu per a la producció de cartró ondulat, la reducció de la necessitat de l'establiment de cicles dins del procés productiu i evitar perdre el marge de benefici generat en tot el procés productiu.

En l'actualitat el nivell d'integració en el negoci del paper recuperat i el del paper reciclat és del 100 %, essent l'autoconsum del 30 %; el de paper per a cartró ondulat

respecte a la producció de planxa de cartró ronda el 60 % en reciclat i el 18 % en *kraftliner*, en línia amb la distribució del mercat europeu, i el de planxes respecte a la fabricació de caixes el 80 %.

- Creixement dins i fora de la Península Ibèrica: un altre dels principals objectius de l'empresa des de la seva creació ha estat el creixement. En una primera etapa, ha buscat créixer dins de la Península Ibèrica i en la segona etapa, s'ha volgut obrir al mercat francès. En aquest sentit, pretén posicionar-se com una de les majors companyies del sector en aquests mercats.

Per tant, la meta final és molt clara, es busca el creixement per tres vies: per mitjà d'increments orgànics de capacitat en paper, en cartró ondulat i embalatge, fet que ha provocat que l'empresa hagi realitzat importants inversions en les plantes que té a Espanya, a Portugal i a França; participant en operacions corporatives, principalment com a agent comprador d'altres companyies; i mitjançant la penetració en nous mercats, com és el cas de França, on es pot tornar a aplicar el model de negoci que s'havia implantat a la Península Ibèrica.

- Enfortir el seu posicionament en sectors estratègics: com ja s'ha esmentat al llarg d'aquest informe, un dels sectors d'activitat que més consumeix embalatge de cartró ondulat és el de l'alimentació, en el que incloem tan la venda de productes alimentaris i begudes com la producció agrícola. Aquest sector representa aproximadament la meitat de les vendes per a les companyies del sector de l'embalatge de cartró ondulat. En els últims anys *EUROPAC* ha potenciat la seva presència en el sector d'alimentació i més concret en l'agrícola.

- Desenvolupar nous productes de major qualitat per a accedir a nous segments de clients: El departament d'Investigació i Desenvolupament (I+D) d'*EUROPAC* té com

a principals objectius la millora de la gamma de productes del grup atenent a les necessitats específiques dels seus clients, així com els controls de qualitat dels seus productes.

- Potenciar la seva presència en el sector elèctric: En els últims anys *EUROPAC* s'ha convertit en una de les deu majors companyies de cogeneració de la Península Ibèrica. L'objectiu de la companyia amb la potenciació d'aquesta àrea de negocis és l'autosuficiència energètica de les plantes fabrils i assegurar l'estabilitat d'una part important de la procedència dels seus ingressos.

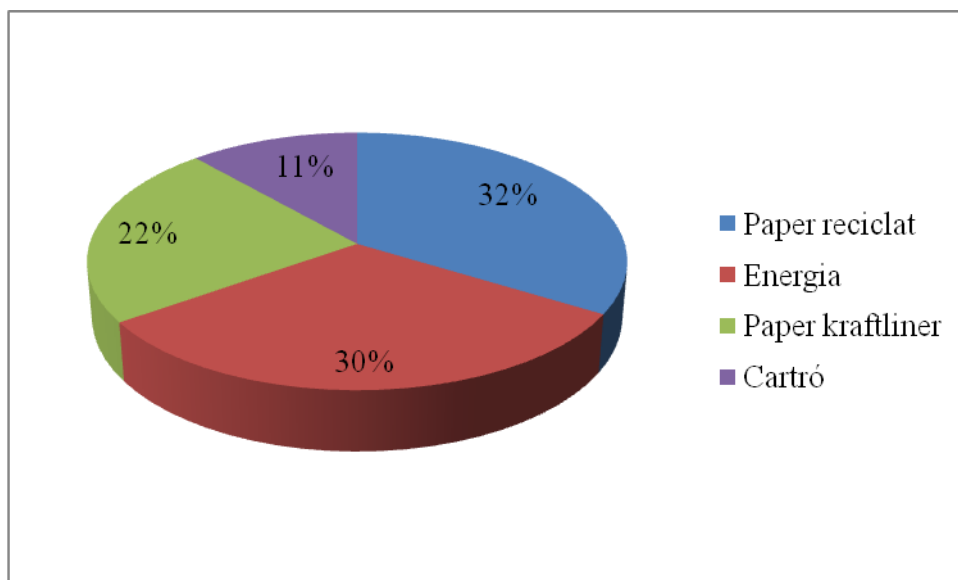
4.4 Estructura econòmica-financera de l'empresa

Amb la informació publicada i els coneixement econòmics de què es disposen, a continuació s'exposen una sèrie de dades que fan referència a l'activitat econòmica-financera de l'empresa en qüestió.

Aquesta estructura de la companyia en els darrer lustre ha estat marcada pel fort procés d'inversions en què ha estat immersa per a poder arribar als objectius estratègics d'integració del procés productiu i de creixement, tan en els mercats en els què ja estava present, Espanya i Portugal, com en els nous mercats, com és el cas de França.

Així doncs, en el període de l'any 2007 fins l'any 2011 aquesta empresa ha realitzat inversions per un import estimat de 330 milions d'Euros, destacant el 2008, exercici econòmic en el que es van invertir 91 milions d'Euros, principalment en el negoci del paper reciclat. Dels 330 milions d'Euros, invertits, com s'observa en el següent gràfic, s'ha destinat un 32 % al negoci del paper reciclat, un 30 % al d'energia, un 22 % al de paper *kraftliner* i un 11 % al negoci del cartró.

ESTRUCTURA DE LA DISTRIBUCIÓ DE LES INVERSIONS DE L'EMPRESA DURANT EL PERÍODE 2007-2011



Gràfica 9: font d'elaboració pròpia a través de l'apartat d'estratègies d'inversions d'aquesta mateixa companyia.

4.4.1 Remuneració a l'accionista

La companyia ha pagat en concepte de dividend (quantitat de diner que l'empresa reparteix cada exercici, en concepte dels beneficis d'aquesta) a càrrec dels resultats de l'exercici de 2011 la quantitat bruta de 0,12 € per cada acció i va aprovar en la darrera Junta General d'Accionistes celebrada el 20 de juny de 2012 el pagament d'un dividend complementari a 0,07 € per acció. A preus actuals, la rendibilitat oferta per aquesta corporació seria del 9,9 % (a preus actuals de l'acció).

Adicionalment, i com a complement a la política de remuneració a l'accionista, *EUROPAC* realitzant en els últims exercicis econòmics ampliacions de capital d'una acció nova per cada dotze d'antigues, a un preu de dos € cada nova acció. Aquestes anteriors (com qualsevol altre empresa societària).

4.5 Evolució recent dels resultats d'*EUROPAC*

4.5.1 Breu anàlisi de l'evolució dels resultats de la companyia durant el període 2007/2011

En aquest període de temps i com a conseqüència tan del creixement com de les adquisicions dutes a terme per l'empresa, que han permès una major integració de la mateixa i la seva entrada en nous mercats, com França, la dimensió d'*EUROPAC* ha augmentat radicalment. També ha variat substancialment la composició dels seus resultats econòmics amb un nou component que abans no tenia, la potenciació de la seva divisió d'energia generant més 74 MW a partir de 2010. En la següent taula s'especifiquen els resultats econòmics d'aquesta dels darrers cinc anys, agafant les dades d'importància més rellevant per a la realització de l'anàlisi.

COMPTE DE RESULTATS D'EUROPAC (2007/2011)

Milions d'Euros	Any 2007	Any 2008	Any 2009	Any 2010	Any 2011
Vendes netes consolidades	384,66	424,66	433,86	616,01	723,47
Vendes agregades (total de les vendes de totes les filials del grup)	525,70	601,78	578,20	806,86	948,88
Marge de relació entre l' <i>EBITDA</i> i el total de vendes agregades	15,6 %	11,1 %	5,7 %	11,8 %	12,6%
<i>EBITDA</i> (fa referència al resultat d'explotació sense l'aplicació del resultat financer)	81,93	66,69	33,12	95,28	119,63
Benefici net	31,98	9,19	(15,90)	26,42	41,25

Gràfica 10: font d'elaboració pròpia a través de la memòria elaborada per *EUROPAC* on es presenten els comptes anuals de l'empresa.

Tan les vendes consolidades com les agregades (inclouen les operacions dins del grup corporatiu que aporten més informació sobre la vertadera dimensió d'aquest) pràcticament es dupliquen en aquests cinc anys, com es mostra en el següent quadre adjunt, com a conseqüència del forts augments en la capacitat de producció de les diferents àrees de negoci del grup. L'*EBITDA* o *cash-flow*⁹, per la seva part, a excepció de la forta caiguda que va experimentar al 2009 com a conseqüència clara

⁹ *EBITDA* o *cash-flow*: quantitat de benefici brut de què disposa una empresa abans d'aplicar el resultat financer ni les deduccions tributàries.

de la incidència plena de la crisi econòmica actual, manté un creixement estable, fet en el que ha tingut molta importància del comportament dels darrers dos anys del negoci del paper, principalment del *kraftliner*, i la recurrència del negoci elèctric. En termes de vendes agregades aquest marge s'ha estabilitzat en els últims anys, amb l'excepció de l'any 2009 ja esmentada, de la crisi econòmica mundial, entre el 11,1 % de 2008 i el 12,6 % de 2011, fet en el que ha tingut molt a veure els amplis marges del negoci del *kraftliner* i de l'energia.

EVOLUCIÓ DEL MARGE D'EBITDA PER ÀREA DE NEGOCI (2007/2011)

EBITDA vendes agregades (%)	Any 2007	Any 2008	Any 2009	Any 2010	Any 2011
Gestió global de residus	8,6 %	- 0,1 %	4,2 %	9,6 %	6,1 %
Paper <i>kraftliner</i>	26,4 %	17,5 %	12,5 %	26,1 %	22,1 %
Paper reciclat	20,8 %	14,0 %	- 7,4 %	7,2 %	9,5 %
Energia	15,4 %	16,4 %	16,6 %	24,3 %	25,5%
Cartró	5,8 %	4,3 %	11,7 %	5,6 %	3,5 %

Gràfica 11: font d'elaboració pròpia a través de la memòria elaborada per *EUROPAC* on presenta els resultats dels exercicis econòmics.

En la següent taula s'especifiquen el negocis de paper de *kraftliner* i d'energia suposen des de 2010 més del 70 % del *EBITDA* agregat del grup. El pes de l'*EBITDA* d'energia, que superà el 30 % el 2011, incrementa substancialment els resultats d'*EUROPAC*.

Un altre punt destacable, producte de la for integració dels diversos negocis d'aquesta companyia, és el fet que en els "anys dolents" d'una àrea de negocis es compensen parcialment per la milloria d'altres. En anys els que el marge del negoci del paper és baix, a causa de la caiguda de preus del producte en els mercats, el negoci del cartró és capaç de compensar parcialment aquest fet amb millores dels seus propis marges.

REPARTIMENT PERCENTUAL EBITDA PER ÀREES DE NEGOCI (2007/2011)

EBITDA agregat (%)	Any 2007	Any 2008	Any 2009	Any 2010	Any 2011
Gestió global de residus	1 %	0 %	1%	2 %	2 %
Paper <i>kraftliner</i>	53 %	43 %	50 %	53 %	41 %
Paper reciclat	25 %	30 %	- 29 %	14 %	20 %
Energia	12 %	19 %	33 %	26 %	20 %
Cartró	12 %	11 %	67 %	15 %	33 %
Recursos	- 4%	- 4%	- 22 %	- 10 %	11 %
EBITDA agregat	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Gràfica 12: font d'elaboració pròpia a través de la memòria de dades econòmiques elaborada per *EUROPAC*.

Per últim, i en el que fa referència als marges, cal assenyalar que en el negoci de paper reciclat la integració de la paperera francesa Otor Papeterie de Rouen (OPR) a partir de 2008 s'ha deixat notar negativament en els marges d'explotació d'aquesta àrea, tenint la paperera francesa menors marges que les plantes espanyoles.

D'altra banda, s'ha de destacar que la rendibilitat d'*EUROPAC* en termes de fons propis i de capital invertit (fons propis és el deute brut) tancaren l'exercici de 2011 amb el nivells més elevats de la seva història, el que demostra que el pla estratègic de la companyia ha donat els seus fruits en termes de rendibilitat (cal mencionar que les rendibilitats de l'any 2009 van estar clarament influenciades per l'actual crisi econòmica mundial, fet que va provocar que la companyia entrés en pèrdues a nivell d'exploració).

Per últim, cal destacar que 2011 fou el primer exercici des de 2007 en què *EUROPAC* va crear valor per al accionista en termes d'*EVA* (*Economic Value Added* 22), al superar al EBIT ajustat a impostos. Aquest fet confirma que, després d'uns quants anys de fortes inversions en les què la companyia ha invertit en molts recursos, comencen a recollir-se els fruits de l'estratègia adoptada. En aquest mateix sentit, comentar que sol ser habitual que empreses involucrades en forts plans d'expansió no generin valor per als seus accionistes durant el procés inversor.

4.5.2 Anàlisi de resultats (primer trimestre de 2012)

En el primer trimestre de 2012 les vendes del grup van ascendir a 176,90 milions d'Euros, el que suposa un descens del 3 % en relació al mateix període de l'any precedent. Per la seva part, les vendes agregades, que inclouen les vendes de dins del grup corporatiu (en totes les filials de la companyia) que són ajustades en el compte de resultats, però que ofereixen una imatge més real de la dimensió de la dimensió de l'empresa, van arribar durant el període analitzat als 241,24 milions d'Euros, un 3 % més que en el primer trimestre de 2011.

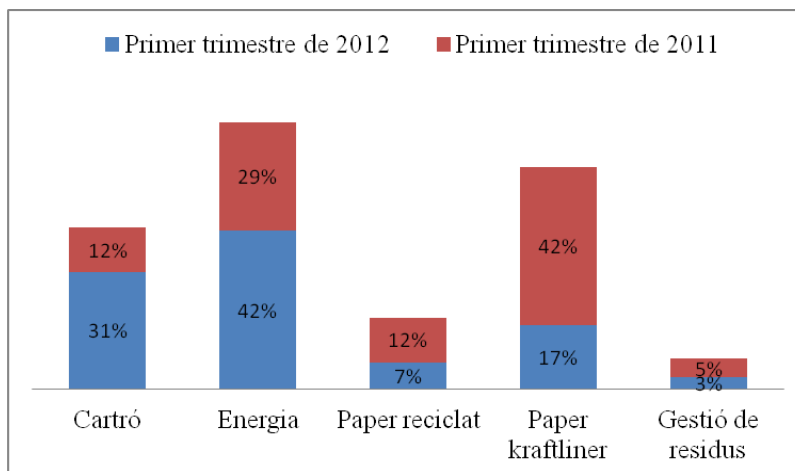
El comportament d'aquesta partida fou molt diferent per àrea de negoci, com posteriorment analitzarem, destacant els forts increments de les vendes agregades dels negocis de gestió de residus (apogeu del 32 %) i d'energia (crescuda del 16 %), i la caiguda del negoci del paper *kraftliner* (disminució del 8 %).

La importància de les vendes agregades per àrea de negoci, en tant que posició d'aquestes respecte el total, fou molt similar a la del primer trimestre de l'any anterior, amb el cartró representant el 35 % de les mateixes (36 % en el primer trimestre); paper reciclat el 24 % (té el mateix percentatge a l'any anterior); paper *kraftliner* el 20 % (respecte el 22 % de l'any precedent); energia el 17 % (vers el 15 % de l'any anterior) i la gestió de residus el 3 % (vers el 4 %).

Pel que fa a la destinació de les vendes, Portugal i França suposen ja el 32 % de les mateixes cadascuna mentre que Espanya en representa el 25 %. Sense tenir en compte les vendes d'energia, França s'ha convertit ja en la primera destinació de les vendes del grup, representant un 40 %, seguida de Portugal amb un 25 % i Espanya amb un 21 %.

El *cash flow d'explotació o EBITDA* es va situar en 18,03 milions en el primer trimestre de 2012, el que representa un descens del 59 % en relació amb l'obtingut en els mateixos mesos de l'any precedent. Aquest marge va tenir una evolució molt diferent per àrea de negoci, com a continuació es pot observar, fet que ha fet variar el seu pes o la seva importància respecte l'*EBITDA* total agregat del grup. En el següent gràfic, també s'observa com les àrees de cartró i energia passen a ser les que més *EBITDA* aporten a tot el grup al primer trimestre de 2012, en contraposició, principalment, del paper *kraftliner*, que fou la que més va aportar (gairebé el 50 %) en el primer trimestre de l'any anterior.

EBITDA PER ÀREA DE NEGOCI (PES RELATIU RESPECTE EL TOTAL EN %)



Gràfica 13: font d'elaboració pròpia a través de la memòria elaborada per *EUROPAC* on presenta la seva distribució comercial.

En termes de marge sobre vendes agregades, l'*EBITDA* cau significativament des del 12,6 % del primer trimestre de 2011 al 8,3 % en el primer trimestre de 2012. Això és conseqüència de la significativa caiguda del mateix pel que fa als negocis de paper, tan recuperat com *kraftliner*, caiguda que no pot compensar l'estabilitat mostrada pel marge del negoci d'energia ni la millora del cartró.

El benefici d'explotació o també anomenat *EBIT*, com a conseqüència de la caiguda de l'*EBITDA* i del major volum de les amortitzacions (pagaments que realitza una empresa, en concepte de despeses d'explotació), a causa de les recents compres realitzades per la companyia, fou de 6,69 milions d'Euros en el primer trimestre de 2012, el que suposà un fort descens del 80 %. En termes de vendes netes la caiguda del marge també fou significativa, passant del 17,9 % del primer trimestre de 2011 al 3,8 % al tancament del primer trimestre de 2012.

COMPTE DE RESULTATS GRUP EUROPAC (PRIMER TRIMESTRES 2012 VS.
PRIMER TRIMESTRE DE 2011)

		PRIMER TRIMESTRE 2012	PRIMER TRIMESTRE 2011	VARIACIÓ ENTRE EL 2012 I EL 2011
Vendes netes consolidades		176,90	182,23	- 2,9 %
- Gestió de residus	1,36	1,36	1,66	- 18,30 %
- Paper <i>kraftliner</i>	34,18	34,18	39,45	- 13,4 %
- Paper reciclat	37,18	37,18	40,36	- 7,9 %
- Energia	28,00	28,00	25,40	10,20 %
- Cartró	76,18	76,18	75,36	1,10 %
Vendes netes agregades		241,24	234,05	3,10 %
- Gestió de residus	9,03	9,03	6,84	32,20 %
- Paper <i>kraftliner</i>	46,34	46,34	50,46	- 8,20 %
- Paper reciclat	55,54	55,54	53,53	3,8 %
- Energia	39,76	39,76	34,26	16,1 %
- Cartró	82,81	82,81	82,43	0,5 %
- Serveis corporatius	7,75	7,75	6,54	18,5 %
EBITDA		20,07	29,44	- 31,80 %
- Marge de vendes agregades	8,3 %	8,3 %	12,6%	
EBIT netes		6,69	32,63	- 79,50 %
- Marge de vendes netes	3,8 %	3,8 %	17,9 %	

BENEFICI NET	0,42	19,58	- 97,80 %
---------------------	-------------	--------------	------------------

Gràfica 14: font d'elaboració pròpia a través de la memòria elaborada per *EUROPAC* on presenta els resultats dels exercicis econòmics.

Després d'aplicar impostos, resultats financers, etc., el benefici net d'*EUROPAC* es va situar en 0,42 milions d'Euros, substancialment per sota dels 19,58 milions que havia obtingut el mateix trimestre a l'any anterior.

A continuació, passarem a realitzar un breu comentari sobre l'evolució dels diferents negocis de la corporació en el passat trimestre:

- Paper recuperat: aquest sector ha incrementat un fort increment en el preu en el primer trimestre de 2012, de 33,6 %, conseqüència d'importacions de la Xina. En termes de vendes el marge d'un any respecte l'altre es redueix sensiblement (passa del 8,6 % en el 2011 al 7,4 % al 2012).

- Paper *kraftliner*: el mercat europeu que consumeix aquest tipus de paper s'ha mantingut sòlid durant tot el primer trimestre de 2012, amb un increment en les expedicions del 6 % en termes interanuals, fet que l'ha situat en un dels nivells més elevats en els darrers 10 anys.

- Paper reciclat: el mercat europeu de paper reciclat per a cartró ondulat ha mantingut un comportament estable en el primer trimestre de 2012, amb un increment en la producció del 0,8 %.

- Energia: en aquest negoci els increments dels preus del gas natural i del petroli durant els primers mesos de l'any s'ajusten diàriament a Portugal i trimestralment a Espanya, el que dóna una gran estabilitat a aquest negoci.

- Cartró: la producció de cartró ondulat a Espanya va disminuir un 3,1 % en el primer trimestre d'aquest mateix any, en conseqüència del descens de l'activitat industrial. Per altra banda, a Europa el descens total es comptabilitzà en el 2,1 % (segons dades de l'AFCO).

Respecte l'empresa analitzada, cal assenyalar que la producció va disminuir un 1,9 %, mentre que les vendes van caure un 0,8 %. També cal destacar que durant aquest període l'empresa no va realitzar inversions, llevat del manteniment de les ja existents (amb un cost aproximat de 9 milions d'Euros).

4.6 Evolució borsària d'EUROPAC, S.A.

Les accions d'EUROPAC cotitzen en el mercat espanyol des del mes de juliol de 1998, quan la companyia va realitzar una OPS (Oferta Pública de Subscripció) per a captar recursos, enfortir la seva estructura financera i poder finançar el seu pla de negoci. El valor està integrat en el sector de béns de consum, en el subsector de paper i arts gràfiques.

4.6.1 Freqüència i volum de contractació de les accions d'EUROPAC

Les accions d'EUROPAC cotitzen a la borsa espanyola, havent estat el volum de contractació mig durant aquests dotze mesos d'uns 72.000 títols, equivalents a 0,20 milions d'Euros.

4.6.2 Comportament del valor a borsa

En els darrers 12 mesos el comportament de les accions d'EUROPAC ha estat molt condicionat pel fet de ser una empresa espanyola i per la caiguda de les borses a nivell global. El deteriorament dels mercats financers mundials, conseqüència de la crisi de deute sobirà de la Zona Euro a partir de l'estiu de 2011, i els deutes que l'economia espanyola va tenint amb l'exterior ha provocat que el principal índex de la borsa espanyola (l'IBEX-35) hagi caigut un 28 % durant aquest període. Això ha penalitzat a moltes companyies que cotitzaven, pel sol fet de fer-ho en el mercat espanyol. En el cas concret d'EUROPAC, el component cíclic del seu negoci de paper per a cartró ondulat i el de cartró ondulat, i la seva disminució de capitalització borsària també han jugat en contra, portant a les seves accions a perdre un 51 % de valor en aquest període de temps. Per últim, cal fer ressenya que les accions d'EUROPAC van assolir el seu màxim, en els darrers dotze mesos, a

principis de gener de 2012 (3,99 €), situant-se en l'actualitat en els nivells més baixos del període.

COMPARATIVA DEL PREUS DE LES ACCIONS D'EUROPAC AMB L'IBEX-35



Gràfica 15: imatge extreta de la pàgina web analista de cotitzacions www.invertia.com.

3. CONCLUSIONS DE L'ANÀLISI

Abans de començar a extreure les conclusions de l'anàlisi de l'empresa estudiada, es realitzaran unes quantes puntualitzacions que cal tenir en compte.

En primer lloc, cal constatar que es volia analitzar una empresa que cotitzés dins l'IBEX-35, per tal de poder determinar si era interessant o no invertir en les seves accions amb la/es justificacions pertinents. En segon lloc, s'ha de fer menció que prèviament a l'anàlisi de l'empresa en qüestió es va realitzar una introducció amb un fort contingut teòric sobre el mercat de valors, així com l'estructura que havia de tenir l'anàlisi de les cotitzacions de l'empresa. Per últim, es va procedir a la realització de l'estudi de l'empresa *EUROPAC, S.A.*, del qual es van extreure un seguit de conclusions; aquestes es sintetitzen en:

El cartró ondulat representa avui en dia el 75 % del consum total d'embalatge a nivell mundial. A més a més, les seves perspectives de desenvolupament són positives gràcies als avantatges que presenta respecte a altres materials, principalment en aspectes mediambientals, per aquest motiu ha estat potenciat per la Unió Europea. Així, cal senyalar que com a principals avantatges competitius respecte a altres tipus d'embalatges el cartró ondulat ofereix ser sòlid, resistent i lleuger, i ser un suport fàcilment imprimible, així com una fàcil logística (fàcil transport i emmagatzematge) i el fet de ser produït de forma industrial (en grans quantitats).

EUROPAC està integrada per un conjunt d'empreses que operen en el sector de l'embalatge de cartró ondulat. La companyia té presència a la Península Ibèrica (Espanya i Portugal) i a França, essent una de les principals companyies del sector.

En els últims cinc anys la corporació ha invertit 330 milions d'Euros amb l'objectiu

de potenciar la integració del seu procés productiu, penetrar en nous mercats com el francès, i enfortir el seu posicionament en el seu mercat natural, la Península Ibèrica.

Després d'aquest fort esforç inversor, la companyia va iniciar una nova etapa basada en l'objectiu de consolidar i rendibilitzar les inversions realitzades en els últims anys.

En aquest darrers anys, l'empresa ha disminuït la producció així com les vendes, conseqüència de l'actual escenari macroeconòmic. Tot i això, s'espera una paulatina recuperació dels resultats de la companyia amb el pas de la crisi. Per altra banda, cal destacar que l'empresa posseeix un potencial molt superior de generació de beneficis, principalment pel gran esforç econòmic ja esmentat.

També es pot destacar que s'han valorat les accions d'*EUROPAC* en 334 milions d'Euros, equivalents a un preu per acció de 3,86 €.

L'encertada estratègia duta a terme en els darrers anys ha portat a la companyia a convertir-se en una de les companyies de referència del seu sector a Europa. A mesura que l'economia mundial recuperi el seu ritme, els resultats d'*EUROPAC* aniran millorant substancialment, essent capaç de mostrar tot el seu potencial que té després del gran esforç inversor dut a terme. És per aquest motiu, que considerem a *EUROPAC, S.A* com una de les més atractives inversions que ofereix la borsa espanyola en la categoria de petites companyies industrials, sempre que la intenció inversora sigui a llarg termini. Per tant, es realitza una recomanació de COMPRA d'aquest valor. No obstant, el caràcter cíclic de la seva activitat i el reduït volum de contractació actual a borsa fan catalogar la inversió amb un RISC ALT.

4. ANNEXOS

ENTREVISTES: VICENÇ SAUQUÉ I JOSÉ ANTONIO MIR

Introducció als entrevistats

La present entrevista s'ha realitzat en la Borsa de Barcelona durant un dels dies de l'estada en aquesta societat de valors durant el mes de juliol. Amb aquesta es pretén obtenir informació actual, gràcies a dos especialistes en el tema borsari que actualment es troben en actiu. L'ambient amb el què ha transcorregut l'entrevista ha estat distès, i el tracte entre entrevistador i persones entrevistades ha estat la segona persona. Cal destacar que es tracta d'un resum que intenta ésser fidel a la realitat, atès que les respostes que aporten ambdós entrevistats són de molt llarga extensió i de difícil sintetització. Pel que fa a l'estructura de les dues entrevistes, mencionar el següent: en la primera entrevista s'han plantejat qüestions referents al món d'actualitat borsària, a un operari de l'empresa *Link Securities*. En canvi, en la segona s'han realitzat un seguit preguntes que barregen el món d'actualitat amb la història del mercat de valors, ja que la persona entrevistada és un especialista que porta més de quaranta anys en aquest món. Seguidament es presenten ambdues entrevistes, que s'han formulat seguint el model de pregunta-resposta.

1. ENTREVISTA A VICENÇ SAUQUÉ RAMOS

Qüestionari

1.1. Vicenç quants anys portes treballant en el món borsari? Com vas introduir-te en aquest món?

Porto al voltant de 25 anys treballant a borsa, em vaig introduir en aquest món just en el moment de la crisi borsària de 1987 amb 18 anys, perquè com tanta altra gent considerava que en la borsa es podien fer diners. Vaig començar realitzar feines de "puntejador"; és a dir, m'encarregava de fer quadrar totes les operacions, atès que amb la manca d'ordinadors les ordres dels preus de venda i de compra no solien ser exactes. Avui en dia, treballo per la societat de valors "Link Securities" com analista i consultor en borsa, assessoro als clients i executo les operacions que ells em demanen.

1.2. Quines funcions realitza una societat de valors com la que tu treballes?

Bé, una societat de valors com és "Link Securities" s'encarrega d'assessorar a una determinada cartera de clients que paguen per aquest assessorament borsari i posa en pràctica les ordres que aquests demanen. En el cas de la nostra empresa també efectuem operacions borsàries com a societat de valors. En cap cas podem decidir quines operacions realitzem sense l'expres consentiment dels nostres clients (per via telefònica majoritàriament, o de forma presencial).

1.3. Quins productes ofereix la teva empresa? Quins altres podem trobar actualment en el mercat?

La nostra empresa ofereix una gran varietat de productes, gairebé podríem dir que tots els que trobem en la borsa. Trobem des de les simples accions, fins els complexos futurs o els *warrants*, productes de renda fixa, els anomenats productes derivats...

1.4. Quina legitimitat o quin poder teniu sobre la cartera del vostre clients; és a dir, com opereu?

Com et comentava abans, la política de la nostra empresa és molt estricta, i no ens permet realitzar cap tipus d'operació sense el consentiment dels clients. Per tant; nosaltres no tenim cap poder en la cartera dels nostres clients; no obstant, sí que és cert, que si un client perd tots els diners reals de què disposa en la seva cartera, nosaltres podem decidir si tornar-lo a admetre com a client o no.

1.5. Com ha afectat l'actual crisi econòmica en el comportament de la borsa? I en el comportament dels inversors?

L'actual crisi econòmica ha afectat de forma totalment directa. La borsa és un indicador simptomàtic de la situació econòmica d'un país i en el nostre cas, en el cas de l'Estat espanyol, va ser-ho de forma pionera. El 2007 la borsa va encadenar tres dies de baixada consecutiva fet que no es veia des del 2001. Actualment, la borsa es troba en els 7.500 punts bàsics, menys de la meitat del seu màxim

obtingut al 2008.

Pel que fa als inversors, puc dir que aquests s'han contagiats de les males notícies que s'han propagat pels mitjans de comunicació i juntament a la seva pèrdua de poder adquisitiu ha provocat que aquests no realitzin més operacions i, per tant, moltes de les accions es quedin estancades.

1.6. En què va consistir la llei promoguda i instaurada al mes de juliol referent al comportament d'alguna societat de valors? Quines conseqüències ha tingut?

Aquesta llei és l'anomenada prohibició dels anomenats cursos; és a dir, una espècie de títols que permetia vendre accions tot i que tu no les tinguessis. Aquest fet, segons la meua opinió, és totalment positiu perquè la borsa cada cop és més "clara i més neta". Les conseqüències han estat positives, donat que la borsa des del mes de juliol porta més d'un 15% de pujada .

1.7. Quina importància tenen avui en dia les notícies amb repercussió de masses en el comportament de la borsa?

Bé, les notícies són tot en la borsa. L'actualitat és el clar índex d'aquesta. En contraposició als anys 90 on valors com l'IPC o dades de l'atur eren importants, aquests queden relegats i donen tota la importància a aquestes notícies internacionals.

1.8. Quin panorama o quin esdevenir preveus per la borsa?

No puc dir-te com acabarà això. La veritat, és que no ho sé.

1.9 Pregunta final a mode de conclusió i comiat.

Bé, abans de finalitzar l'entrevista m'agradaria que fossis tu qui concloguessis aquesta amb la resposta a la següent pregunta: com definiries la borsa en l'actualitat amb una única proposició?

La borsa és com un casino amb moltes pantalles per fer apostes, aquestes apostes poden sortir bé o no.

2. ENTREVISTA A JOSÉ ANTONIO (actual gerent de la companyia d'inversions *Link Securities* a Barcelona)

2.1. *Introducció a la persona enquestada*

Bon dia José Antonio, en primer lloc donar-te les gràcies per facilitar la realització d'aquesta entrevista. En segona instància, ens agradaria que fossis tu mateix el que et presentessis; és a dir, que ens expliquessis els teus inicis en aquest món (a quina edat, com et vas iniciar en la borsa...).

2.2. *Com funcionava aquesta borsa dels teus inicis? Què era el "mercat deorros"?*

Aquesta borsa funcionava d'una forma molt diferent a l'actual. Per començar els títols que es compraven o venien eren físics. El mercat de compra-venda es desenvolupava amb la forma que els francesos anomenen <<a la criê>>, consistia en formar una sèries de "corros" on els agents borsaris venien o compraven les accions en veu alta. No hi havia cap sistema informatitzat que ens permetés enregistrar les operacions i totes aquestes feines s'havien de fer de físicament. Per concloure, només destacar que tota la feina que en un passat es feia de forma manual s'ha perdut i s'ha acabat automatitzant i la intervenció humana ha quedat minimitzada.

2.2. Quins canvis diferenciaries de la borsa d'abans amb l'actual? I els inversors es diferencien als actuals?

La borsa funcionava gairebé sola. Amb això vull dir que la borsa només donava diners i per tant, els problemes eren molt pocs tot i que el treball era molt dur. Abans la borsa només obria de dimarts a divendres, en canvi ara és de dilluns a divendres. Els productes eren molt limitats, només s'emeten accions d'empreses nacionals i la resta de productes eren de renda fixa.

Els inversors eren més "agressius", operaven prenent més riscos i movent major quantitats de diners.

2.3. Quines són les crisis més fortes que has viscut en la teva trajectòria? Amb què es diferencia o amb què s'assembla amb l'actual?

Les crisis més fortes que he viscut han estat la del 1973 i la del 1987. La crisi del 1973 fou produïda per la forta pujada del valor de les accions que s'encadenava des de feia anys i aquesta durà 5 o 6 anys. En canvi, la crisi del 1987 fou totalment diferent a l'anterior, pels següents motius: en primer terme, perquè aquesta es produí inexplicablement pel contagi de l'emissió (en forma de venda) de milions d'accions per part d'una de les agències de valors més importants dels Estats Units ("Goldman Sachs"). Aquest fet propicià un efecte en cadena, molts altres inversors posaren a la venda totes les seves accions, això provocà que durant tres dies la borsa descendís un 20 % cada dia, acumulant fins a un 60 % de baixada.

En segon lloc, també es diferencia aquesta crisi respecte la de 1973 en el fet que aquesta es va recuperar en molt poc temps.

La crisi actual cal tractar-la per separat, ja que aquesta no té cap precedent similar. En aquesta crisi s'han sumat diversos factors, com són: la crisi borsària, l'especulació immobiliària... Això ha fet que ens trobem en una situació molt preocupant.

2.4. Per últim demanar-te que em relatis un fet anecdòtic que hagi viscut durant la teva trajectòria.

Un fet anecdòtic podria ser una operació que vaig realitzar i en 10 minuts aproximadament em va fer guanyar 800.000 pessetes. Aquesta operació va ser possible gràcies a la diferència horària (de minuts) que hi havia entre les diverses borses d'Espanya. Vaig comprar accions a un valor a la borsa de Barcelona (molt baix) i a Madrid, com no havia arribat la baixada (per culpa d'aquesta diferència horària, ja que no hi havia ordinadors que poguessin fer coincidir els valors) les vaig vendre a un valor molt elevat, fet que em va fer guanyar molts diners.

5. BIBLIOGRAFIA

LLIBRES EMPRATS PER A LA CONFECCIÓ DE LA MEMÒRIA:

- AMAT, ORIOL: *La bolsa*, Deusto, Barcelona, 2010.
- ASKENAZY, PHILIPPE: *Manifiesto de economistas aterrados*, Barataria , París, 2011.
- ABADÍA, LEOPOLDO: *La hora de los sensatos*, Espasa, Madrid, 2010.
- ABADÍA, LEOPOLDO: *La crisis ninja y otros misterios*, Espasa, Madrid, 2009.
- CRESPO, JUAN IGNACIO: *Las dos próximas recesiones*, Deusto, Barcelona, 2012.
- OTTE, MAX: *¡Frenad el desastre del Euro!*, Ariel, Berlín, 2012.
- VIDAL, MERCÈ: *La borsa: introducció als mercats financers*, Caixa Manlleu/ Universitat de Vic, Barcelona, 1998.

REVISTES UTILITZADES EN EL TREBALL

- RAMÍREZ, ALEJANDRO: *¿Bolsa sí o no?*, *Inversión y finanzas*, nº 862, del 13 de juliol al 19 de juliol de 2012, cinc pàgines.
- MICÓ, ROSER: Catàleg: *Informació per a l'inversor*, Catàleg BBVA
- SERGIO JIMÉNEZ: *Mercado de CFD's*, *Link Securities*, abril 2012.

INFORMACIÓ EXTRETA DE PÀGINES WEB D'INTERNET

- Fonts textuais:

<http://www.invertia.com>

<http://es.reuters.com/>

<http://www.bloomberg.com/>

<http://www.capitalbolsa.com/>

<http://economiaes.com/articulos/historia.html>

<http://www.europac.es/>

<http://www.linksecurities.com/index.asp>

<http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

<http://dlc.iec.cat/>

<http://www.termcat.cat/>

- Fonts gràfiques:

<http://www.invertia.com>

<http://www.europac.es/>

<http://www.afco.es/>

<http://www.fefco.org/>

