



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

MOTIVOS FUNDAMENTALES POR LOS QUE LAS EMPRESAS DECIDEN SALIR A BOLSA

Autor: Ignacio Uguet de Resayre Viñuales

Director: David Pérez Renovales

MADRID | Marzo, 2023

RESUMEN

El desarrollo de este trabajo busca explicar el proceso de las salidas a bolsa y analizar los motivos fundamentales por los que las empresas se ven estimuladas a empezar a cotizar en los mercados de valores. Se comienza desarrollando el propósito y los objetivos del trabajo, además de la justificación y la metodología utilizada a lo largo del desarrollo de este. A continuación, se explica el proceso de “salida a bolsa”, las partes que intervienen en la operación y se analizan todos los factores que influyen en este. Luego se analizan los diferentes motivos por los que una empresa puede considerar salir a bolsa, los beneficios que conllevan y se acompaña de una caso real aplicado a cada motivo. En el último capítulo, se estudia el mercado español de salidas a bolsa y sus características. Adicionalmente, se analizan las últimas salidas a bolsa llevadas a cabo por empresas españolas en la bolsa de valores española. Por último, tras el desarrollo del tema se desarrollan unas conclusiones sobre los motivos fundamentales por los que las empresas deciden salir a bolsa.

Palabras clave: bolsa de valores, salida a bolsa, empresa, accionistas, acciones

ABSTRACT

The purpose of this paper is to explain the process of going public and to analyze the fundamental reasons why companies are encouraged to go public in the stock market. We begin by developing the purpose and objectives of the work, as well as the justification and methodology used throughout the development of this work. Next, the process of "going public" is explained, the parties involved in the operation and all the factors that influence it are analyzed. Then, the different reasons why a company may consider going public are analyzed, as well as the benefits they entail, and a real case is presented for each reason. In the last chapter, the Spanish IPO market and its characteristics are studied. In addition, the latest IPOs carried out by Spanish companies on the Spanish stock exchange are analyzed. Finally, after the development of the subject, conclusions are drawn on the fundamental reasons why companies decide to go public.

Keywords: stock market, IPO, company, shareholders, shareholders, shares

ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN	3
ABSTRACT.....	4
1. INTRODUCCIÓN	7
1.1 PROPÓSITO DEL TRABAJO	7
1.2 JUSTIFICACIÓN.....	7
1.3 OBJETIVOS.....	8
1.4 METODOLOGÍA.....	9
2. SALIDAS A BOLSA.....	10
2.1 INTRODUCCIÓN.....	10
2.2 CONTEXTO	14
2.3 REQUISITOS Y CONSECUENCIAS	19
2.4 PROCESO DE COLOCACIÓN DE ACCIONES	24
3. MOTIVOS FUNDAMENTALES PARA SALIR A COTIZAR.....	27
4. SITUACIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL DE SALIDAS A BOLSA.....	39
4.1 COMPARACIÓN CON OTROS PAÍSES	39
4.2 SALIDAS A BOLSA RECIENTES	41
5. CONCLUSIONES.....	44
6. BIBLIOGRAFÍA.....	46

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito del trabajo

Este trabajo tiene el objetivo de explicar el proceso y los requisitos que debe de cumplir una empresa cuando quiere empezar a cotizar, así como, los motivos fundamentales por los que las empresas deciden salir a bolsa. Para analizar las razones por las que se empieza a cotizar es fundamental entender primero el concepto de salida a bolsa, como se lleva a cabo y su base teórica. Este trabajo busca analizar los factores que pueden influir en que una salida a bolsa acabe siendo un éxito o una fracaso para la compañía. Adicionalmente, se estudiarán los requisitos y los inconvenientes que conlleva llevar a cabo una operación de este tipo.

A continuación, se desarrollará un análisis para entender si las razones principales por las que las empresas se sienten estimuladas a salir a cotizar es una sola o son varias. Para explicar mejor cada motivo, se le acompañará con un caso real para comprender mejor cuando cada razón prevalece más que otras. Además, es importante analizar el mercado español de salidas a bolsa y conocer cuál es su situación actual. Por último, se quiere analizar qué tipo de salidas a bolsa han sido las más habituales últimamente en el mercado español. El objetivo del análisis sobre las salidas a bolsa es entender y analizar los diferentes motivos por los que las compañías deciden empezar a cotizar en los mercados de valores.

1.2 Justificación

Las transacciones financieras juegan un papel muy importante en las vidas de las empresas, estas operaciones pueden ser diversas desde ampliaciones de capital o fusiones y adquisiciones hasta salidas a bolsa. Las salidas a bolsa les permiten a las empresas ofrecer sus acciones en el mercado, permitiendo así la entrada de nuevos inversores. El hecho de cotizar en una bolsa de valores se asocia con un cierto prestigio y reconocimiento entre los inversores y con el éxito empresarial. Las salidas a bolsa tienen sus inconvenientes, pero también pueden traer muchas ventajas de diferentes tipos para

la compañía, es por esta razón, por la que las empresas privadas se ven motivadas a realizar este salto a la bolsa de valores.

El mercado de valores refleja de un cierto modo la situación económica del momento. Actualmente, estamos viviendo un periodo de tiempo en el que existe cierta inestabilidad financiera y mucha volatilidad en los mercados, es interesante estudiar si este tipo de acontecimientos afectan a las salidas a bolsa y si el mercado español de salidas a bolsa es similar al de otros países. Actualmente, la incorporación de empresas españolas a la bolsa de valores crece lentamente y es interesante analizar si es debido a que los motivos fundamentales por los que las empresas deciden empezar a cotizar son escasos y poco estimulantes para las empresas españolas.

Por lo tanto, en este trabajo de investigación se va a estudiar el proceso y los requerimientos que tiene que cumplir una empresa que desea emitir acciones en una bolsa de valores. Además, según WFE Research Team, en 2022 había un total de 58.200 compañías cotizando en todas las bolsas de valores del mundo, por lo que es interesante analizar cuáles son los motivos por los que una empresa puede decidir dar el salto a los mercados de valores.

1.3 Objetivos

El objetivo de este trabajo es conseguir entender los diferentes motivos fundamentales por los que las empresas se sienten impulsadas a llevar a cabo salidas a bolsa. Para ello, primero se creará un marco teórico en profundidad para que podamos entender el proceso de las salidas a bolsa, los diferentes tipos de inversores a los que una oferta pública de acciones puede ir dirigida, las partes que están involucradas, los costes asociados y los factores y requerimientos que deben tener en cuenta las empresas antes de salir a cotizar. Además, se tratará de entender los tipos de mercados que existen y el mercado de valores con sus diferentes bolsas de valores.

Adicionalmente, será importante entender -mediante un análisis macroeconómico de los últimos años- el mercado de salidas a bolsa a nivel global y, particularmente, como se ha comportado el español. Complementariamente, se pretende analizar si el mercado de

salidas a bolsa español tiene particularidades propias y sí tiene mucho peso en la contribución al volumen de salidas a bolsa en Europa. Para ello, se busca conocer las últimas salidas a bolsa vividas en la bolsa de valores española.

1.4 Metodología

En el desarrollo de este trabajo se hace uso de una metodología específica y precisa que consiga englobar diversas fuentes fiables. En primer lugar, se llevará a cabo una recopilación teórica. Esta parte se desarrollará a partir de fundamentos, libros, artículos y otras referencias de literatura académica y servirá para que el concepto y proceso de salida a bolsa, las partes involucradas, los requisitos y los costes que conlleva se sustenten en una base teórica. Adicionalmente, se llevará a cabo un análisis cuantitativo y cualitativo del contexto de los últimos años del mercado de salidas a bolsa y particularmente, se describirán de manera inductiva las salidas a bolsa más recientes que se han dado en España. Esta fase servirá para profundizar en las salidas a bolsa reales con información práctica de lo que ocurre en la realidad. Además, se desarrollará un análisis con la ayuda de manuales académicos, artículos y libros de texto de dónde se puedan sacar teóricas y conocimientos técnicos sobre los motivos fundamentales por los que las empresas deciden salir a bolsa.

Además, añadir que se hará uso de la base de datos de la CNMV (Comisión Nacional de Mercados de Valores) debido a que se pretende realizar un estudio de las empresas que cotizan. Gracias a esta base de datos podemos acceder a la información publicada y requerida por la CNMV a las empresas que comienzan a cotizar.

2. SALIDAS A BOLSA

2.1 Introducción

La salida a bolsa es el procedimiento mediante el cual los propietarios de una empresa privada ofrecen al mercado, a otros inversores, por primera vez una parte o el total de sus acciones, las cuales comenzarán a cotizar en el mercado de valores (Álvarez, 1995). Generalmente, si los accionistas de la empresa privada quisieran comprar dichas acciones la compañía no tendría por qué salir a bolsa.

La decisión de realizar una salida a bolsa es un hito fundamental en la trayectoria de una empresa, ya que representa el paso de una condición privada a cotizada, lo que permite la entrada de nuevos inversores interesados en el desarrollo de la compañía (Ashford, 2022). Al adquirir acciones los inversores adquieren la propiedad de una parte de la empresa, lo que conlleva la asunción de los riesgos y beneficios inherentes a la inversión realizada.

Las empresas pueden elegir entre tres tipos de operaciones para realizar el proceso de salida a bolsa: OPV, OPS y combinación de ambas. La primera, mediante una oferta pública de venta (OPV). La OPV es una operación a través de la cual uno o varios propietarios de una empresa ponen a la venta una parte importante o la totalidad de las acciones. Esto implica un cambio en la propiedad de estas, pero no se produce una variación en el capital social de la empresa en cuestión. Por lo tanto, la empresa no crea nuevas acciones, sino que se ofrecen en el mercado de valores un número determinado de acciones ya existentes. Las ofertas públicas de suscripción (OPS) son la segunda opción. Una OPS es una operación en la que una empresa ofrece al público acciones de nueva emisión, por lo tanto, se aumenta el número de acciones existentes y con ello el capital social. Esto sucede como consecuencia de una ampliación de capital, donde los inversores interesados tendrán que hacer una suscripción de las acciones que quieran. Y, la última opción es una combinación de las dos anteriores, oferta de venta de acciones de nueva emisión y de acciones de anteriores accionistas (CNMV, s.f.).

Dependiendo del grupo de inversores a los que la oferta va dirigida, podemos distinguir entre ofertas enfocadas a inversores minoristas, ofertas exclusivamente dirigidas a

inversores institucionales y una combinación de ambas. Cuando la operación va dirigida a inversores minoristas el regulador suele ser más riguroso o estricto en las condiciones exigidas para la oferta pública y la colocación de las acciones, tanto por la información a proporcionar a los potenciales inversores, como a la hora de cualificar a éstos, ya que se considera que los inversores particulares, minoristas, suelen tener menos conocimientos, experiencia e información sobre los mercados y las compañías que un inversor profesional, invirtiendo una parte de su patrimonio financiero que puede ser relevante para cada inversor, por lo que precisan de una mayor protección. Los inversores institucionales por su conocimiento y formación sobre los mercados son más capaces de entender este tipo de operaciones y el riesgo que conllevan. Los inversores institucionales suelen ser fondos de inversión, fondos de pensiones, entidades financieras, compañías de seguros o “*family office*” (gestores de patrimonios familiares privados). En general, el inversor institucional suele contar con ciertas ventajas frente a los minoristas y por ello el regulador no está tan enfocado en su protección. En primer lugar, al invertir grandes cantidades de dinero, los inversores institucionales suelen tener acceso a mejor información procedente de analistas, “*brokers*” y banqueros de inversión. En segundo lugar, la gestión más profesionalizada les permite diversificar mediante la inversión en diferentes activos reduciendo así el riesgo de la inversión. En tercer lugar, los costes en los que incurren suelen ser menores al ser las comisiones de intermediación más reducidas para estos vehículos que las que pagan los inversores particulares, por la cualificación de los inversores y por el volumen con el que suelen operar. En cuarto lugar, la gestión profesional posee un mayor conocimiento del mercado y una mayor cualificación. Por último, la inversión a través de vehículos gestionados profesionalmente permite de forma más eficiente beneficiarse del efecto de la capitalización compuesta al reinvertir las ganancias o plusvalías generadas gracias al mercado de valores con un menor coste fiscal (Calvente,2022).

Otro aspecto relevante a analizar en una salida a bolsa es la formación del libro de órdenes previo a la cotización. El libro lo llevan los distintos bancos colocadores contratados por la compañía para su salida. Los bancos se encargan de hacer los informes de salida (“prospecto”, folleto o “*Information Memorandum*”), organizan el “*Road-Show*” o presentaciones a inversores institucionales, valoran la compañía y tantean el precio al que existe demanda potencial, fijan el precio de salida y gestionan el libro de órdenes para

que la colocación y el inicio de la cotización, al estreno en el mercado, sea un éxito. Es importante que para el precio al que se fija la salida a cotización exista demanda que exceda la oferta para que de esta forma no haya problema en la colocación. Por el lado minorista, las salidas a bolsa que tienen mucha demanda por parte de inversores institucionales también suelen tener altos niveles de demanda por parte de los inversores minoristas. La presencia de inversores de renombre y tamaño suelen también actuar como catalizador positivo en la salida a bolsa (Khurshed et al., 2014).

Generalmente, en una salida a bolsa es bueno tener un tramo dirigido a inversores minoristas y un tramo dirigido a inversores institucionales. Tener demanda de inversores institucionales es buena señal debido a que, además de que son los que verdaderamente saben analizar la compañía que va a cotizar, son inversores que en muchas ocasiones mantienen la posición más a largo plazo. Tener inversores minoristas es también beneficioso porque ayudan a aportar liquidez al mercado. Si en una salida a bolsa aumenta el tramo de acciones dirigido a inversores minoristas y disminuye el de inversores institucionales puede ser como consecuencia de que la oferta no está teniendo mucha aceptación entre los inversores institucionales, que suelen tener un criterio más formado sobre la compañía y las condiciones de la oferta, lo que, de ocurrir, es una circunstancia importante a tener en cuenta para los inversores minoristas (CNMV, s.f).

El término bolsa de valores hace referencia a los mercados de valores que existen en casi todos los países, en los que se puede comprar y vender acciones de las empresas que cotizan en dichos mercados. Se tratan de mercados regulados y organizados en los que se llevan a cabo operaciones como la propia compraventa de las acciones, de sus derechos de suscripción preferente, de instrumentos derivados sobre acciones, y de otros instrumentos como “*warrants*”. En principio, los participantes del mercado regulado deben contar con toda la información existente sobre los valores que se negocian en el mismo, la cual debe ser completa, clara y veraz. Además, en la bolsa de valores vendedores y compradores se aseguran de transaccionar con transparencia, precios justos y alta liquidez. Todo ello se basa en la existencia de una regulación que establece el marco de actuación del mercado y sus agentes -los inversores institucionales y minoristas ó particulares, y los intermediarios- y de un supervisor (en España es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV). A diferencia de este tipo de mercado regulado y

organizado, existen los mercados extrabursátiles o mercados OTC (“*over the counter*”). Este tipo de mercado permite la negociación de varios instrumentos financieros, incluyendo acciones, bonos, divisas, *swaps*, entre otros, que no cotizan o están emitidos a negociación en un mercado organizado, y, por ello, no están sujetos a tanta regulación. A diferencia de las operaciones que se llevan a cabo en los mercados organizados, donde los precios son transparentes y públicos, las operaciones en el mercado OTC se distinguen porque las condiciones de la negociación se establecen de forma bilateral entre las partes involucradas (Duffie et al., 2005).

Alrededor del mundo podemos encontrar 60 bolsas de valores principales. Estas cuentan con diferente capitalización bursátil (el valor conjunto o agregado de las compañías que cotizan en el mercado), volumen de operativa y tamaño. Aproximadamente el 40% del valor total del mercado de valores mundial lo podemos encontrar cotizando en la famosa bolsa de Nueva York o “New York Stock Exchange”. La que se considera como la bolsa de valores más importante del mundo, tiene sus orígenes en 1792 aunque no será hasta 1817 cuando se crea una organización formal y se aprueba la constitución con la que se creará la precursora de la actual NYSE. (NYSE, 2022)

Una bolsa de valores que tiene gran importancia para el desarrollo de este trabajo es la Bolsa de Madrid. Fundada en 1831, esta es una de las instituciones financieras con más años de España. Además de la bolsa de Madrid, en España existen otras tres bolsas de valores (Barcelona, Bilbao y Valencia). Gracias al funcionamiento del mercado continuo las compañías pueden cotizar al mismo tiempo en las cuatro bolsas españolas. Sin embargo, las compañías también cuentan con la posibilidad de elegir en cual/es de estas cuatro bolsas de valores españolas quieren cotizar. (López, 2023)

Cuando las empresas deciden llevar a cabo una oferta pública de venta acuden al mercado primario de valores para conseguir inversores. El mercado primario se caracteriza porque es un mercado de emisión de valores o de títulos financieros de nueva creación. En cuanto al mercado secundario, son los intercambios de valores, que ya han sido propiedad de un inversor, a cambio de liquidez. El mercado secundario es un mercado de negociación o transacción de operaciones, donde se negocia cualquier título financiero tanto de renta

fija como de renta variable. La principal diferencia es que en el mercado primario el vendedor de los valores es la compañía o Estado o el propietario de las acciones que está emitiendo o poniendo en circulación estos valores por primera vez y en el secundario el vendedor puede ser también un inversor. (Chen, 2022)

Generalmente, las compañías que salen al mercado por primera vez suelen emitir las acciones en la salida a bolsa con un descuento en el precio, lo que, supuestamente, hace más atractiva la inversión en la compañía. Los inversores deciden tener posiciones en un determinado valor por dos razones: porque consideran que el precio por acción será mayor en un futuro y/o para recibir dividendos. Si una empresa presenta indicadores financieros sólidos y puede demostrar su capacidad de crecimiento a través de la financiación obtenida por la emisión de acciones, o, cuando se trata de acciones que ya existen y se ofrecen al mercado sin haber realizado una ampliación de capital, simplemente por el buen desempeño que se espera de la empresa, tendrá mayor facilidad a la hora de colocar dichas acciones. Por el contrario, si posteriormente uno o más accionistas con grandes posiciones en la compañía venden sus acciones, el mercado lo analizará con precaución, especialmente si se trata de la venta total de su participación (Espinasse, 2022).

2.2 Contexto

El año 2021 fue un muy buen año para los mercados de capitales. Durante el primer semestre se creó un escenario macroeconómico que estimuló el regreso del mayor protagonista de los mercados de capital de renta variable, las salidas a bolsa. Las salidas a bolsa con la ayuda de las SPAC¹ consiguieron que el primer semestre de 2021 fuera un semestre récord de todos los tiempos. Algunos de los factores macroeconómicos que hicieron que se alcanzaran estas cifras fueron: la reapertura tras los confinamientos, el lanzamiento de vacunas a nivel mundial, múltiplos de renta variable elevados, la baja volatilidad y los bajos tipos de interés. Los tipos de interés rondaban los mínimos históricos debido a que, desde la crisis financiera de 2008, las políticas monetarias no habían llegado a normalizarse, y los tipos de interés permanecieron anormalmente bajos

¹ SPAC (Special Purpose Acquisition Company) = una empresa con un propósito especial de adquisición.

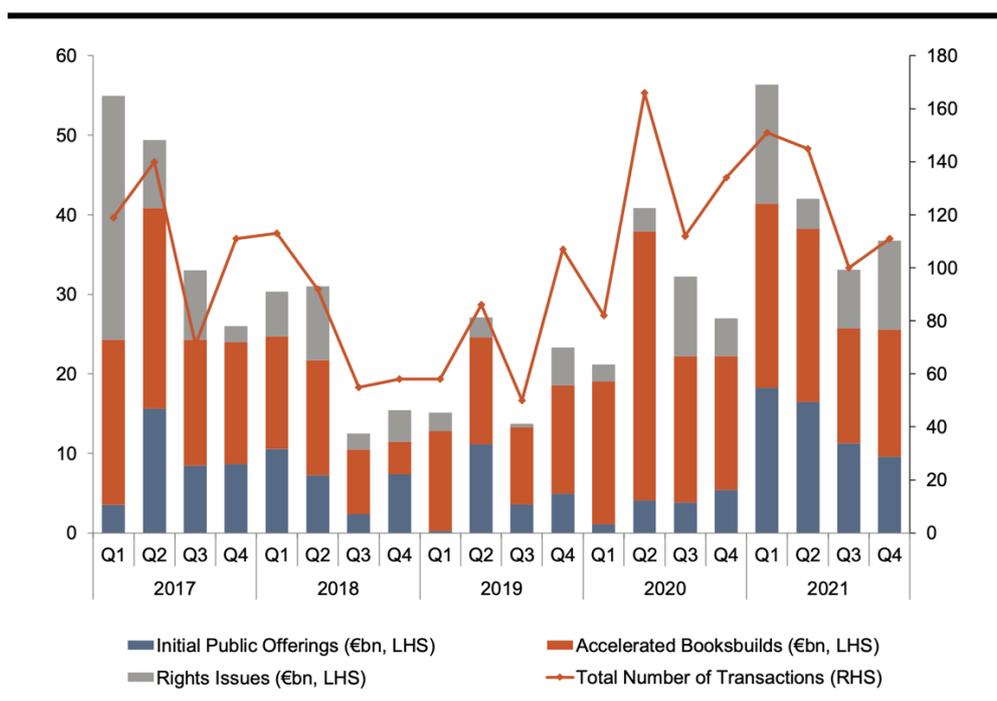
e incluso en terreno negativo, con el objetivo de estimular la economía, y la pandemia causó un aumento en la oferta monetaria a través de estímulos adicionales, mientras la inflación se mantenía muy moderada, incluso por debajo de los niveles óptimos a largo plazo (en torno al 2%). Además, a lo largo del 2021 se retomaron muchas de las salidas a bolsa que se habían interrumpido durante el 2020 como consecuencia del COVID-19 (Berenberg Equity Syndicate, 2021).

Sin embargo, la segunda mitad del 2021 no fue tan buena como la primera, lo que se tradujo en una menor actividad en las salidas a bolsa. La inflación transitoria -que luego se ha revelado más agresiva y permanente-, la restricción monetaria, los cuellos de botella en la cadena de suministro y la aparición de nuevas variantes del COVID-19 fueron algunas de las principales causas por las que los mercados de capitales no siguieron el mismo ritmo vivido en el semestre previo. En Europa, el año finalizó con más de 500 operaciones de emisión (157 OPV, 41 OPS y 309 ABO o “*Accelerated Bookbuilding Offering*”) con un total de 168.400 millones de euros emitidos, representando un aumento con respecto al año anterior del 289% en volumen. Las OPV representaron el 33% del total del volumen emitido mediante estas operaciones (Berenberg Equity Syndicate, 2021).

Como podemos observar en el siguiente gráfico, el número total de ofertas públicas de emisión está compuesto por la suma de las ofertas públicas de venta (OPV), las ofertas públicas de suscripción (OPS) y las ofertas de emisión aceleradas o comúnmente conocidas como ABO. Las ABO son procesos acelerados de venta de acciones dirigido habitualmente a inversores institucionales y que, si se trata de acciones de nueva emisión, requiere una previa renuncia de los accionistas de la sociedad a su derecho de suscripción preferente, renuncia que se debe aprobar por la Junta General de Accionistas. Este tipo de oferta la utilizan las empresas cuando necesitan conseguir financiación adicional (por ejemplo, cuando una empresa quiere adquirir a otra y no tiene el capital necesario) o colocar un paquete de acciones relevante (por ejemplo, en una desinversión por la salida o reducción de su participación por un accionista relevante) en un periodo de tiempo corto. Para tales casos, la renuncia de los accionistas a su derecho preferente de suscripción de las nuevas acciones se suele solicitar en la Junta en previsión de posibles ampliaciones de capital con colocación acelerada por este procedimiento, es decir, para

contar con más agilidad para ejecutar estas transacciones. También se suele utilizar el ABO cuando un accionista quiere desprenderse en el mercado de una posición relevante que sería mucha más lento de ejecutar en el mercado normal sin afectar al precio de la acción. En estas colocaciones normalmente, el tiempo que transcurre desde que se determina el precio por acción hasta que se emiten las acciones es de entre uno y dos días. Las empresas pueden llevar a cabo un ABO a través de los mercados siempre y cuando hayan salido a bolsa previamente. Aun así, las ABO son ofertas de emisión u ofertas de venta, de modo que se tienen en cuenta a la hora de contabilizar el total de dinero emitido por las empresas durante el año (Gordon, 2022).

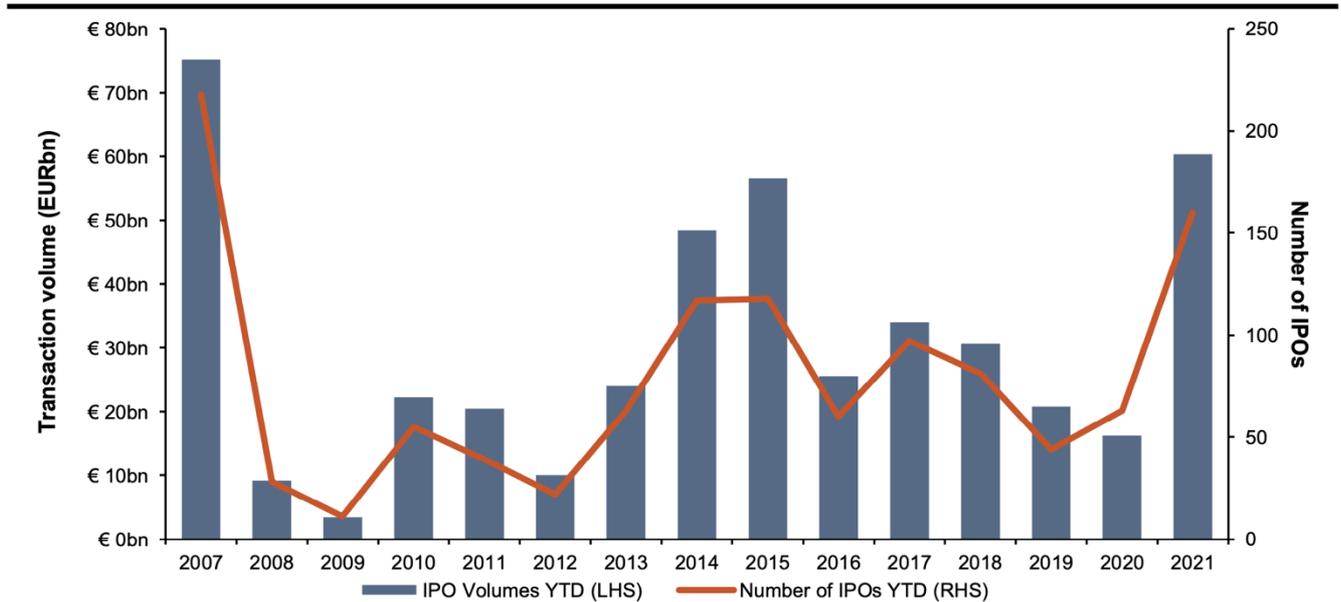
Figura 1: Emisiones de acciones europeas en el mercado de capitales (2017-2021)



Source: Berenberg, Bloomberg, Dealogic

From "Equity Capital Markets Wrap FY 2021" by Berenberg Equity Syndicate, 2021, Berenberg, p.5.

Figura 2: OPV con precios superiores a 50 millones de euros (2017-2021)



From “Equity Capital Markets Wrap FY 2021” by Berenberg Equity Syndicate, 2021, Berenberg, p.14.

Después del éxito que tuvieron las salidas a bolsa durante el 2021 y el fuerte recibimiento que tuvieron las vacunas de refuerzo, el mercado esperaba que el año 2022 fuera también un año positivo para el mercado de capitales. Sin embargo, la realidad nos muestra que el 2022 ha sido un año con muy poca actividad en este tipo de operaciones. Este bajo número de ofertas de emisión surge como consecuencia de la mala situación macroeconómica a nivel mundial. Al contrario que en el primer semestre del 2021, el escenario que nos encontramos en el 2022 no favorece ni impulsa a las empresas a llevar a cabo operaciones relacionadas con los mercados de capitales. Algunos de los factores que han causado esta situación son: el fuerte endurecimiento monetario por parte de los bancos centrales, la rápida subida de los tipos de interés, la política cero - COVID 19 de China, la guerra entre Ucrania y Rusia que ha impulsado la crisis energética actual que ha hecho que la inflación se situó en máximos históricos (Berenberg Equity Syndicate, 2022).

Además, el descenso de actividad de las OPV en los mercados de valores se vio intensificado por la exuberancia de 2021 y debido a que el sector tecnológico que había contribuido mucho al número de ofertas públicas de venta, durante los últimos años, tuvo un rendimiento muy inferior al logrado en 2021, lo que hizo que las valoraciones de las compañías tecnológicas no estuvieran tan altas como hacía dos años. Por el contrario, el

sector de gas y el petróleo acapararon buena parte del panorama de las OPV en Oriente Medio y Europa. En resumen, Europa no había tenido una actividad tan baja del conjunto de operaciones de emisión de acciones desde 1995. Sin embargo, el nivel de OPV se mantuvo por encima de los niveles registrados en 2008, principalmente gracias a la OPV del fabricante alemán de automóviles deportivos, Porsche AG (Berenberg Equity Syndicate, 2022).

Tabla 1: Emisiones de acciones europeas en el mercado de capitales (2017-2022)

	2017	Delta	2018	Delta	2019	Delta	2020	Delta	2021	Delta	2022
Initial Public Offerings (#)	100	-24%	76	-42%	44	30%	57	175%	157	-89%	18
<i>Initial Public Offerings (€bn)</i>	<i>36,3</i>	<i>-24%</i>	<i>27,5</i>	<i>-28%</i>	<i>19,8</i>	<i>-28%</i>	<i>14,3</i>	<i>290%</i>	<i>55,7</i>	<i>-77%</i>	<i>13,0</i>
Accelerated Bookbuilds (#)	302	-35%	197	12%	221	78%	394	-22%	309	-53%	145
<i>Accelerated Bookbuilds (€bn)</i>	<i>77,2</i>	<i>-47%</i>	<i>40,9</i>	<i>21%</i>	<i>49,5</i>	<i>76%</i>	<i>87,1</i>	<i>-14%</i>	<i>75,3</i>	<i>-59%</i>	<i>30,9</i>
Rights Issues (#)	39	15%	45	-20%	36	19%	43	-5%	41	-32%	28
<i>Rights Issues (€bn)</i>	<i>50,0</i>	<i>-58%</i>	<i>20,8</i>	<i>-52%</i>	<i>9,9</i>	<i>100%</i>	<i>19,8</i>	<i>88%</i>	<i>37,3</i>	<i>-45%</i>	<i>20,5</i>
Total Transactions (#)	441	-28%	318	-5%	301	64%	494	3%	507	-62%	191
<i>Total Transactions (€bn)</i>	<i>163,4</i>	<i>-45%</i>	<i>89,3</i>	<i>-11%</i>	<i>79,2</i>	<i>53%</i>	<i>121,3</i>	<i>39%</i>	<i>168,4</i>	<i>-62%</i>	<i>64,4</i>

Source: Berenberg, Bloomberg, Dealogic

Adapted from “Equity Capital Markets Wrap FY 2022” by Berenberg Equity Syndicate, 2022, Berenberg, p.10.

Como podemos observar en la tabla, tanto el número como el volumen de OPV (“IPO”), ABO y OPS (“Rights issues”) experimentaron un fuerte descenso en 2022 con respecto al año previo. En Europa, el volumen total de transacciones de emisión de acciones superó los 64.000 millones de euros, representando esta cifra un descenso del 62% con respecto al 2021. Similarmente, el número total de transacciones disminuyó en un 62%. Las OPV disminuyeron en un 89%, siendo así la operación de emisión que más descenso experimentó llegando a un total de 18 operaciones (Berenberg Equity Syndicate, 2022).

Generalmente, las empresas deciden llevar a cabo salidas a bolsa en periodos de tiempo donde el crecimiento económico es estable, suben los mercados de renta variable, existe apetito entre los inversores, la inflación es baja y está controlada y cuando la política monetaria es expansiva o flexible. Como consecuencia de la volatilidad macroeconómica

y la incertidumbre que domina los mercados, las empresas han recurrido más a rondas de financiación privadas que a salidas a bolsa (Berenberg Equity Syndicate, 2022).

2.3 Requisitos y consecuencias

La decisión de empezar a cotizar en bolsa conlleva diversos cambios y consecuencias tanto para la empresa como para su dirección. Generalmente, la estructura económica y legal de la empresa se verá alterada. Los propietarios de la empresa, que antes tenían una participación mayoritaria, estarán obligados a considerar los intereses de los nuevos accionistas independientes. Además, tanto los empleados como los directivos deberán cumplir con ciertos requisitos regulados por la Comisión Nacional de Mercados de Valores (CNMV).

Los requisitos y actuaciones que las empresas deben de cumplir antes de su cotización varían dependiendo de cada una de las bolsas de valores. Según la Bolsa y Mercados Españoles (2022), para que una empresa pueda empezar a cotizar en la Bolsa española existen una serie de requisitos previos que una empresa debe de cumplir antes de poder acceder al mercado bursátil. Estos requisitos incluyen:

- **Idoneidad del Emisor:** Las acciones emitidas por Sociedades Anónimas, ya sean extranjeras o españolas, podrán ser admitidas en la Bolsa siempre y cuando se cumplan ciertos requisitos. En primer lugar, el capital social de la sociedad anónima debe estar totalmente desembolsado y no debe haber ninguna restricción estatutaria o legal que impida la transmisibilidad y negociación de las acciones. Además, se requerirá un capital social de 1.202.025 euros como mínimo a las Sociedades Anónimas españolas que deseen solicitar que sus acciones sean admitidas a negociación en la Bolsa. Cabe destacar que, para el cálculo del mínimo de capital social, no se considerará el capital que pertenezca a accionistas que posean, ya sea indirecta o directamente, una participación igual o mayor al 25% (BME, 2022).
- **Idoneidad de los valores:** El valor total de mercado de las acciones que se quieran poner en negociación deberá ser de al menos 6.000.000 euros. Adicionalmente, se

requerirá que con anterioridad o como máximo en la misma fecha en la que se admitan las acciones a negociación, exista una distribución suficiente de las acciones entre uno o varios Estados miembros de la Unión Europea o Estados no pertenecientes a esta, en caso de que las acciones coticen en Estados no miembros. Se aprobará la existencia de dicha distribución suficiente de las acciones siempre y cuando haya un mínimo del 25% de las acciones que sean propiedad del público, o en el caso de que un porcentaje menor garantice que el mercado pueda operar correctamente (BME, 2022).

- Antes de pedir la admisión de las acciones a cotización, la empresa debe de cumplir ciertos requisitos legales y tomar una serie de medidas. Primero se someterá un minucioso análisis financiero, de negocio y legal, denominado *due diligence*. Este análisis proporcionará un conocimiento profundo de la empresa y permitirá subsanar cualquier problema antes de la oferta. Esta *due diligence* será actualizada de manera continua y finalizará poco antes de la colocación de acciones (BME, 2022).
- Más adelante, la empresa deberá ajustar los estatutos sociales al nuevo estatuto y elaborar los acuerdos sociales pertinentes. Estos acuerdos incluyen los propios de la salida a Bolsa, los de gobierno corporativo, los de la página web corporativa y los de derecho de voto e información de los accionistas (BME, 2022).
- Aprobación y registro en la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) de: folleto informativo, tres últimas cuentas anuales auditadas y acreditativos de los valores y del emisor al régimen jurídico (BME, 2022).

Además, otra de las consecuencias que conlleva salir a bolsa es que implican unos costes más elevados que una ronda de financiación privada. Según las Bolsas y Mercados Españoles (2022) estos costes se pueden agrupar en:

- Tarifas de admisión a Bolsa se han de pagar a la Bolsa por la gestión del comienzo de la cotización de la compañía. Estas tarifas se componen por una tarifa fija de 1.500 euros por la tramitación y el proceso de revisión del expediente y una tarifa por los derechos de admisión que se calcula en base al 0,011% de la capitalización bursátil de las acciones a admitir, siendo esta como máximo de 500.000 euros y como mínimo

de 6.000 euros. Una vez admitidas, las empresas deben pagar un canon anual de permanencia a las bolsas de valores. Esta última tarifa es del 0,05 por mil sobre su capitalización bursátil al final del último ejercicio para los valores nacionales (BME, 2022).

- Tarifas de la CNMV que equivalen al 0,01% del valor efectivo de la admisión, con un máximo de 70.000 euros y un mínimo de 25.000 euros. Las empresas deben de pagar estas tarifas por la revisión de la información necesaria para confirmar que se cumplen todos los requisitos para que los valores puedan ser admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales (BME, 2022).
- Tarifas de Iberclear compuesta por la inclusión en el Registro y la cuota anual. En términos generales para los valores de renta variable, cualquier inclusión en el Registro se verá sujeta a una tarifa del 0,40% sobre el valor de la inclusión, con un máximo de 50.000 euros y un mínimo de 500 euros. Además, las empresas que como entidad a cargo del Registro hayan elegido a Iberclear deberán de pagar una tarifa anual de 500 euros (BME, 2022).
- Gastos de publicidad, estos gastos van a ser mayor o menor dependiendo de la audiencia a la que se quiera llegar. Puede ser desde despliegues publicitarios a gran escala en diferentes medios de comunicación o algo tan sencillo como la publicación de anuncios en el BORME como obligación legal. En promedio, el coste estimado es de aproximadamente un 0,3% del valor total de los valores colocados (BME, 2022).
- Costes de aseguramiento, dirección y colocación. Estas tarifas son cobradas por los intermediarios, legales y financieros, contratados por la empresa va a salir a bolsa. El costo de estas tarifas puede variar entre el 2% y el 4% del monto total de los valores colocados, aunque esto puede cambiar en función del tamaño de la oferta (BME, 2022).

Por lo tanto, sólo se podrán permitir salir a bolsa aquellas empresas que cuenten con el capital inicial necesario para hacer frente a todos estos costes y tarifas que hay que pagar. Generalmente, las salidas a bolsa son procesos muy largos y costosos.

Además, cuando una empresa empieza a cotizar en una bolsa de valores, está obligada a proporcionar información de manera pública y periódica. El objetivo de esta obligación es garantizar que el mercado tenga suficiente información para evitar problemas derivados de la falta de transparencia, e igualdad de condiciones y concurrencia de todos los agentes, y para que los precios de las acciones sean eficientes en todo momento.

Según las Bolsas y Mercados Españoles (2022) la información recurrente que deben proporcionar las empresas se puede dividir en dos grupos principales:

En el primer grupo podemos agrupar la información financiera periódica que deberá de proporcionar la empresa. Anualmente, la empresa debe presentar en un plazo máximo de seis meses sus estados financieros consolidados: Cuentas anuales, informe del Auditor e informe de Gestión correspondiente al ejercicio cerrado. Además, cada seis meses en un plazo máximo de setenta días del final del semestre, se deben publicar los estados contables con una estructura y desglose parecido al exigido para la divulgación de información anual. Por último, cada trimestre en un plazo máximo de cuarenta y cinco días después del final del trimestre, la empresa debe comunicar informaciones relevantes y progreso de los resultados (BME, 2022).

En el segundo grupo podemos agrupar la información que debe ser proporcionada por la empresa de manera puntual. Las empresas deben informar públicamente a la Bolsa y a la CNMV sobre cualquier hecho relevante, tanto jurídico como económico, que pudiera condicionar de manera sensible a la cotización del valor. Esto incluye información sobre cambios en el valor nominal, el pago de dividendos, admisión a cotización en bolsas extranjeras, participaciones en sociedades o significativas superiores al 3%, convocatorias de juntas, cualquier participación de Administradores y Consejeros sin importar el valor de esta y cambios en la composición del consejo. También se deberá de informar sobre fusiones, transformaciones, disoluciones, escisiones, liquidaciones, declaración de quiebra o suspensiones de pago (BME, 2022).

Durante los últimos años, la sostenibilidad de las empresas ha ido adquiriendo mayor importancia y se ha aumentado la demanda de información de esta naturaleza, sobre todo, por parte de los inversores. La legislación de la Unión Europea exige -a todas las empresas

cotizadas y a todas las grandes empresas- divulgar información de forma periódica sobre las oportunidades y riesgos medioambientales y sociales, así como sobre el impacto que tiene la actividad empresarial en el medio ambiente y en los seres humanos. Esta legislación permite que los potenciales inversores, consumidores y otras partes interesadas puedan evaluar y comparar la sostenibilidad de las empresas. Según la Comisión Europea (2023) se deberá divulgar información no financiera sobre cuestiones medioambientales o sostenibilidad (huella de carbono, uso de recursos, reciclado, contaminación y economía circular), sociales como el respeto a los seres humanos y el buen trato hacia los empleados, diversidad (de género, edad, formación profesional y académica) y políticas de lucha contra la corrupción.

Hay empresas cotizadas que, además de proporcionar la información obligatoria, proporciona de forma voluntaria información adicional. Esto se debe a que las empresas pueden aumentar la credibilidad y confianza en los inversores a través de la comunicación financiera. La divulgación de este tipo de información se puede llevar a cabo a través de presentaciones a gestores y analistas, encargados de las relaciones con los inversores, comunicados a medios económicos, boletines periódicos, etc.

El hecho de compartir información de manera pública puede hacer que la relación entre las empresas de un mismo sector sea más competitiva. Esto es debido a que las compañías pueden comparar sus estados financieros y operaciones. Por esta razón, la dirección de una compañía privada antes de sacarla a bolsa debe reflexionar mucho sobre si la compañía debe cotizar y cómo se va a llevar a cabo la salida a bolsa. (Draho, 2004)

Por último, la introducción de una empresa en una bolsa de valores puede causar alteración en la tendencia de inversión, esto es debido a la dispersión en la estructura de propiedad. Esta situación puede generar diversos efectos negativos. En primer lugar, los ejecutivos de la compañía pueden abandonar sus objetivos a largo plazo para enfocarse en aumentar el valor de la empresa en el corto plazo y satisfacer a los inversores. En segundo lugar, cuando una empresa empieza a cotizar, la supervisión de los accionistas es crucial para monitorear las decisiones de los ejecutivos. Si la supervisión es insuficiente, los ejecutivos podrían tomar decisiones por cuenta propia que vayan en contra de la mejor estrategia de gestión para la compañía en el medio y largo plazo. En

tercer lugar, los directivos pueden optar por evitar inversiones con riesgo y disminuir su nivel de inversión, o, por el contrario, incrementar la inversión por encima de niveles razonables, el apalancamiento de la empresa o el riesgo de las inversiones, o acometer adquisiciones de empresas o negocios que no generan valor o al menos son discutibles. Estos efectos negativos tienen en común que surgen como consecuencia de la alteración en la tendencia de inversión de las empresas cotizadas. Este efecto ha sido comprobado por Graham et al. (2005), quienes afirman que la mayoría de los directivos se enfocan en aumentar las ganancias a corto plazo, renunciando a invertir en el largo plazo (Yarba & Yassa, 2022). Varias salidas a bolsa han generado disputas o conflictos entre los directivos de la compañía y los accionistas.

2.4 Proceso de colocación de acciones

La complejidad del proceso de salida a Bolsa puede variar dependiendo del procedimiento elegido para llevar a cabo la operación y del tamaño de la empresa en cuestión. En consecuencia, el proceso puede resultar más o menos sencillo en función de estos factores.

Cuando una compañía planea llevar a cabo una oferta pública de venta, en la etapa inicial deberá de contratar a las entidades colocadoras o bancos de inversión necesarios. Los bancos de inversión actúan de manera parecida a un intermediario entre la empresa que emite las acciones y los potenciales inversores con el fin de facilitar la colocación de las acciones. El emisor junto con el banco de inversión contratado fijan el precio de la oferta. La oferta se suscribirá en su totalidad y las acciones se colocarán a los clientes preferentes si el precio acordado es bajo. Por el contrario, habrá un déficit de suscripción si el precio acordado es demasiado alto (Lamy, 2015). El precio de la oferta se calcula en base al valor intrínseco de la compañía y los fundamentos de esta, que pueden deducirse de los datos de la marcha de la empresa y sus negocios y del análisis de la información disponible relevante a estos efectos como son los estados contables.

Para poder ser considerado como candidato, el banco de inversión debe cumplir con criterios específicos, incluyendo su experiencia en el sector, reputación y la calidad de su

análisis. Estas se convertirán en entidades aseguradoras cuando se hayan comprometido a suscribir o comprar las acciones que no han sido colocadas (CMC, s.f.).

Uno de los procesos que lleva a cabo los bancos de inversión para preparar la colocación y procurar su éxito se denomina prospección de la demanda o “*book building*”. Durante este proceso se crea un libro de órdenes de potenciales compradores, en el que se registran todas las ofertas realizadas por las partes interesadas en términos de precio y cantidad de las acciones. Las grandes ofertas públicas suelen estar coordinadas conjuntamente por varios bancos de inversión o sindicato de entidades colocadoras que, en su caso, también pueden llegar a asegurar la colocación comprometiéndose a suscribir determinados importes en función de su rango en el sindicato. En este caso, existe un banco de inversión líder ó colocador principal, también denominado “*bookrunner*”, que se encarga de liderar el proceso de prospección de la demanda.

Los bancos de inversión pueden llevar a cabo la colocación de dos maneras: oferta de suscripción u oferta sin compromiso. En la primera, el banco de inversión contratado se compromete a colocar las acciones a un precio acordado con el emisor. Cuando los valores emitidos no tienen compradores suficientes ocurre un “déficit de suscripción”, en este caso el banco de inversión debe comprar el exceso de acciones que no se ha colocado al precio acordado. Por otra parte, un “exceso de solicitudes” ocurre si la oferta de acciones es menor a la demandada, en este caso habrá inversores que reciban menos o que no reciban acciones. En la oferta sin compromiso o “*best efforts offering*”, el banco de inversión no se compromete a adquirir las acciones que no se hayan colocado, reduciendo así el riesgo que la operación conlleva y actuando meramente de intermediario o prescriptor. En el caso de que la oferta de acciones exceda la demanda, el emisor se quedará sin recaudar el capital que pretendía levantar inicialmente (Lamy, 2015).

Es factible que estas operaciones contengan lo que se conoce como acuerdo de suscripción o “*greenshoe option*”, en el cual el colocador (entidades promotoras de la colocación de las acciones) posee el derecho a vender un número superior de acciones a los inversores de lo que en un principio había planificado el emisor. La finalidad de las “*greenshoe option*” es estabilizar el precio de las acciones y minimizar las fluctuaciones de precios una vez la compañía ha salido a cotizar, esto se consigue aumentando la oferta

de acciones en el mercado (BME, 2022). Esta posibilidad es habitualmente ejercida en caso de que haya una sobresuscripción de la emisión, es decir, cuando la demanda sea mayor que la oferta inicialmente prevista. Además, si existe un desequilibrio en la oferta y demanda de acciones en el primer día de cotización, el suscriptor adquirirá acciones de la compañía al mismo precio de oferta o incluso a un precio inferior para disminuir la probabilidad de que las acciones sufran una caída abrupta (CMC, s.f.).

Por último, dependiendo de la oferta se puede fijar un “periodo de bloqueo”, durante este periodo, con duración de entre tres y seis meses, los inversores iniciales no tienen permitido vender acciones. Por lo general, este periodo se les aplica a inversores con acceso a información privilegiada, como empleados o a los mismos fundadores de la empresa o principales inversores en la misma que han vendido parte de sus participaciones en la oferta pública. La finalidad de este periodo de bloqueo es evitar que durante los primeros meses de cotización se produzca desconfianza en el mercado a causa de que estos inversores vendan, reduzcan su participación o salgan de la compañía. La desconfianza en otros inversores podría desencadenar una caída en el precio de las acciones debido a que cuestionarían la calidad del negocio y la venta de acciones podría tener un efecto contagioso (CMC, s.f.).

3. MOTIVOS FUNDAMENTALES PARA SALIR A COTIZAR

La dirección corporativa de una empresa debe analizar los beneficios para la compañía y para los accionistas y contrastarlos con los costes asociados a una posible salida a bolsa antes de tomar una decisión.

Al final del primer trimestre del 2022 había un total de 58.200 compañías cotizando en las diferentes bolsas de valores del mundo, lo que significa que las compañías privadas ven beneficios en salir a bolsa y empezar a cotizar (WFE Research Team, 2022). A continuación, se detallarán los motivos fundamentales por los que las compañías deciden empezar a cotizar en una bolsa de valores.

1. Una de las principales razones por las que las empresas optan por salir a bolsa es para obtener financiación. Una salida a bolsa puede ser una importante fuente de financiamiento, y el capital obtenido se puede utilizar para diversos fines, como pueden ser comprar inmovilizado material, repagar deudas, adquirir a un competidor (operaciones de fusiones y adquisiciones), invertir en marketing o investigación y desarrollo, o crear una ventaja competitiva sostenible a largo plazo contra los competidores. En algunas ocasiones, las empresas pueden necesitar financiación, pero que las distintas fuentes de financiación, como pueden ser inversores privados, fondos de capital riesgo o préstamos bancarios no estén disponibles, supongan un peligro para la solvencia de la compañía o no convengan tanto como salir a bolsa (Ashford, 2022). Las salidas a bolsa realizadas mediante ofertas públicas de suscripción permiten a las empresas financiarse mediante la creación de nuevas acciones y la venta de estas, incrementando así el capital social de la compañía. Además, tras salir a bolsa la compañía contará con la posibilidad de realizar ofertas públicas secundarias o emitir valores de renta fija privada en los mercados de capitales, diversificando así las fuentes de financiamiento disponibles (De Vicente, 2007).

Las teorías explicativas de las salidas a Bolsa establecen que la divulgación de información de manera pública a todos los potenciales inversores y el acceso al mercado incrementa la competencia entre oferentes de financiación, dándole a la compañía más

poder negociador frente a las firmas crediticias. Esto significa mayor acceso a fuentes externas de financiación y menor coste a la hora de conseguir crédito. (García et al., 2010)

Parece razonable que exista relación entre el tipo de oferta pública de títulos (de suscripción o de venta) y el motivo por el que una compañía decide llevar a cabo una salida a bolsa. Según un estudio realizado por Weisbach y Kim (2005) sobre 16.958 salidas a bolsa en 38 países desde 1990 a 2003, cuando una empresa lleva a cabo una OPS existe una correlación significativa con el incremento en el inmovilizado material, existencias, gastos de I+D y gastos de capital hasta cuatro años después de la salida a bolsa. Por el contrario, cuando una empresa lleva a cabo una OPV está significativamente menos correlacionado con el aumento de las anteriores variables. Estos resultados indican que una de las motivaciones principales para la utilización de OPS es la captación de capital para crecer (Kim & Weisbach, 2005).

Las salidas a bolsa españolas del periodo de tiempo comprendido entre 1986 y 2009 demuestran que en el año posterior al año en el que se produce una salida a bolsa existe un incremento en el inmovilizado material de la compañía (García, 2010). Las OPS son el tipo de salida a bolsa que más incremento producen en las variables contables que tienen relación con la situación financiera de la empresa y con futuras inversiones, tras la salida a bolsa. Por lo tanto, una de las motivaciones importantes en las compañías españolas es la de obtener recursos con el objetivo de financiar nuevas inversiones.

2. El inicio de cotización de una empresa ofrece la posibilidad a los antiguos accionistas de recuperar parte o el total de su inversión en la compañía, a través de la venta de sus acciones. En las fases de financiación iniciales de la vida de las compañías privadas suele darse una ronda de levantamiento de capital conocida en el mercado como "*friends and family round*" (ronda de amigos y familia) donde la compañía consigue levantar financiación gracias a la confianza depositada por parte del círculo cercano de los propietarios del proyecto. Adicionalmente, más adelante la empresa puede llevar a cabo rondas de financiación privadas de mayor tamaño. La dirección podría decidir sacar la compañía a bolsa con el propósito de permitir que los primeros inversores, como pueden ser amigos y familia, liquiden sus inversiones mediante la venta de sus posiciones. Por lo

tanto, el mercado bursátil ofrece a los accionistas la posibilidad de convertir su inversión en liquidez rápidamente a un precio objetivo. Estas son algunas de las razones por las que un accionista puede estar interesado en desinvertir: liquidar beneficios, diversificar su cartera de inversiones reduciendo así el riesgo, recuperar liquidez para poder invertir en otras oportunidades y para facilitar la transformación de la compañía, en el caso de las empresas familiares (De Vicente, 2007). Parte de los inversores originales pueden querer vender parte o toda su participación. En España, aproximadamente un 26% de las acciones de las compañías cotizadas son propiedad de las propias familias fundadoras (BME, 2022).

3. Uno de los beneficios que las empresas adquieren al empezar a cotizar es la mejora de la capacidad para realizar operaciones de crecimiento inorgánico: fusiones y adquisiciones (M&A). Una encuesta realizada en 2006 por Fawcett y Brau a directores financieros (CFOs) de compañías americanas indica que, una de las motivaciones más importantes de las empresas a la hora de salir a bolsa es la de realizar adquisiciones.

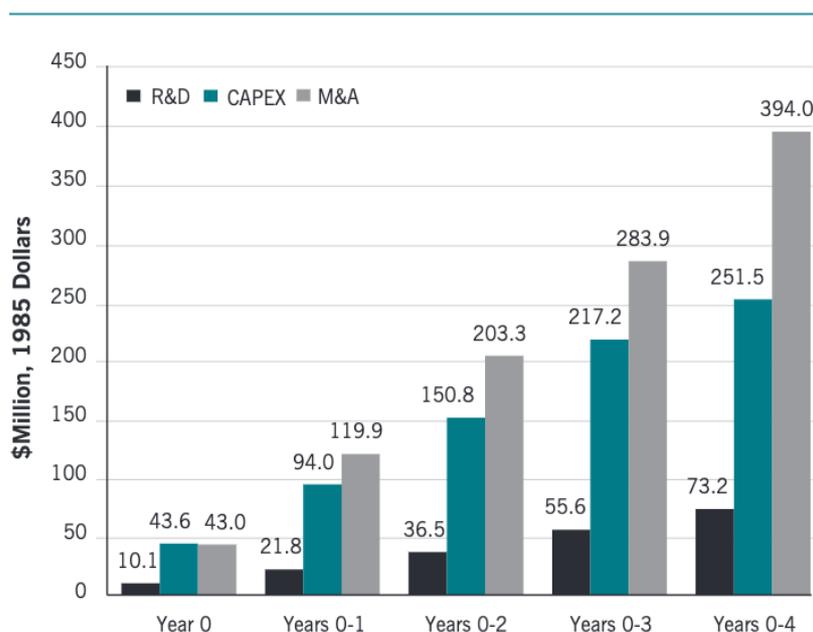
Las salidas a bolsa mejoran la capacidad de las empresas para adquirir a otras debido a que estas aportan capital a la compañía que sirve para, posteriormente, financiar las adquisiciones. Las salida a bolsa no sólo contribuyen a que una compañía lleve a cabo adquisiciones mediante el capital obtenido a través de esta, sino que además le permite obtener financiación pública en rondas futuras como puede ser a través de ofertas complementarias de deuda o de acciones. Al salir a bolsa se reduce la incertidumbre sobre el verdadero valor de la compañía mejorando así la capacidad para obtener financiación y préstamos (capacidad de endeudamiento). Además, al llevar a cabo una salida a bolsa se emitirán acciones que pueden ser usadas como moneda para realizar una operación.

Por último, al empezar a cotizar se determina un precio de mercado validado por los inversores, esta información le permite a la dirección saber la opinión de los inversores en cuanto al potencial crecimiento y la estrategia de la empresa, mejorando así la precisión con la que se evalúan las potenciales adquisiciones. Cuando la empresa es privada, puede ser difícil para los directivos evaluar el valor generado a partir de su propia estrategia y operaciones realizadas. Por lo tanto, para reducir la incertidumbre del valor

de las potenciales adquisiciones y de la compañía, las empresas se sienten impulsadas a salir a bolsa (Celikyurt et al., 2010).

Un estudio realizado por Celikyurt, Sevilir y Shivdassani (2010) a 1.295 compañías americanas sobre el número de operaciones de M&A realizadas antes y hasta cinco años después de salir a bolsa establecen que, las compañías que acaban de salir a bolsa son generalmente compradores activos. En el mismo año en el que tiene lugar la salida, las empresas empiezan a participar en operaciones de fusiones y adquisiciones con otras empresas, y más del 30% de las compañías realiza al menos una adquisición durante el primer año desde la salida a bolsa. A lo largo de los cinco primeros años desde la salida a bolsa, el 77% de las empresas cierra al menos una operación de adquisición y la típica empresa que sale a bolsa realiza cuatro adquisiciones en este periodo de tiempo. Durante los cinco primeros años tras la salida a bolsa, las empresas de este estudio de media llevaron a cabo adquisiciones por valor del 41% de su valor de mercado en el lanzamiento de su salida a bolsa. Cabe destacar que el gasto medio en adquisiciones es similar al gasto combinando el gasto medio de inversión (CAPEX) y el gasto medio de investigación y desarrollo (I+D). Esto representa que las adquisiciones juegan un papel muy importante en el crecimiento de las compañías que empiezan a cotizar (Celikyurt et al., 2010).

Figura 3: Post-salida a bolsa M&A Volumen relativo a I+D y CAPEX



From "How and IPO Helps in M&A" by Celikyurt et al., 2010, Morgan Stanley, p.96.

Mediante las salidas a bolsa se emiten acciones, es decir, se amplía capital y se obtienen fondos que pueden ser utilizados para llevar a cabo adquisiciones de otras compañías. Al empezar a cotizar, las acciones de la compañía pasan a tener un valor objetivo en el mercado, por lo tanto, se crea la posibilidad de pagar con estas acciones más fácilmente. Además, una salida a bolsa puede facilitar la venta de la empresa que empieza a cotizar a posibles empresas compradoras interesadas. Una empresa puede ser comprada a precio más alto al contar con una valoración en el mercado público. Sin embargo, las empresas que empiezan a cotizar desempeñan un rol mucho más importante en las operaciones de corporativas (fusiones y adquisiciones) como compradores que como empresas objetivo. Los datos del estudio indican que sólo el 4% de las compañías analizadas fueron adquiridas por otra durante los cinco primeros años desde la salida a bolsa. Por lo tanto, la motivación de salir a bolsa con el objetivo de adquirir a otra empresa es mayor que la motivación de salir a bolsa para que la compañía sea comprada por otra (Celikyurt et al., 2010).

Tabla 2: Adquisiciones de Empresas que han salido a bolsa

	Year 0	Years 0-1	Years 0-2	Years 0-3	Years 0-4
Total number of IPO firms	1,295	1,276	1,219	1,093	902
Number of IPO firms making at least one acquisition	395	698	793	782	695
Percentage of IPO firms making at least one acquisition	30.5	54.7	65.1	71.5	77.1
Total number of acquisitions by IPO firms	846	2,185	3,118	3,662	3,747
Mean number of acquisitions per IPO firm	0.65	1.71	2.56	3.35	4.15

From "How and IPO Helps in M&A" by Celikyurt et al., 2010, Morgan Stanley, p.95.

Similarmente, las empresas muestran una mayor capacidad para realizar adquisiciones cuando cotizan en los mercados de valores que antes de hacerlo. Menos del 20% de las empresas que salen a bolsa llevaron a cabo una adquisición durante los cinco años

anteriores a su salida a bolsa. Sin embargo, aproximadamente el 75% de las empresas realiza una adquisición durante los cinco primeros años tras la salida a bolsa. En conjunto, los resultados anteriores muestran que el deseo o la necesidad de adquirir otra empresa es uno de los motivos fundamentales por los que las empresas deciden salir a bolsa (Celikyurt et al., 2010).

Algunas de las razones por las que se considera que existe correlación entre las salidas a bolsa y las fusiones y adquisiciones son que las salidas a bolsa suelen ser más habituales en sectores que se caracterizan por tener muchas operaciones de fusiones y adquisiciones ya de por sí (Celikyurt et al., 2010). Además, las empresas que salen a bolsa son más propensas a llevar a cabo adquisiciones que las empresas maduras del mismo sector que ya llevan cotizando desde hace un tiempo. En promedio, en once de los doce mayores sectores industriales, las empresas maduras realizan menos adquisiciones que las empresas que acaban de empezar a cotizar. El sector restante es el químico, donde el número de adquisiciones no presenta una gran diferencia entre empresas maduras cotizadas y las recién salidas a bolsa. Similarmente, si analizamos el volumen de las operaciones en los doce principales sectores industriales, las empresas maduras cotizadas llevan a cabo menos adquisiciones en relación con su valor de mercado que las empresas que han empezado a cotizar recientemente. Por lo tanto, estos resultados indican que las empresas que recientemente han salido a bolsa son más activas en cuanto a adquisiciones que las empresas maduras cotizadas (Celikyurt et al., 2010).

Como ejemplo práctico de esta razón por la que llevar a cabo una salida a bolsa podemos utilizar el caso real de Google. Como empresa no cotizada Google evitó realizar adquisiciones al principio de su ciclo de vida. Una vez que Google salió a bolsa cambió drásticamente su estrategia en cuanto a la realización de operaciones de adquisición. A lo largo de los primeros cuatro años después de su salida a bolsa en 2004, Google completó 33 adquisiciones por un total de 3.100 millones de dólares, cantidad que equivale al 283% de los ingresos que obtuvo mediante su salida a bolsa. La mayor parte de estas adquisiciones fueron innovadoras y pequeñas *start-ups* con capacidades vinculadas al negocio de búsqueda e Internet de Google. Además, de adquirir empresas vinculadas con su principal actividad, Google realizó adquisiciones de compañías dentro del sector de los semiconductores y de softwares con el objetivo de reducir su dependencia de su

principal actividad con estos sectores. Parte de estas adquisiciones fueron decisivas para que posteriormente Google pudiera lanzar nuevos productos complementarios a su negocio principal. Las adquisiciones se han convertido en un elemento clave para el rápido crecimiento de Google, permitiéndole posicionarse en sectores clave como pueden ser Internet, IT o la Inteligencia Artificial (IA) (Celikyurt et al., 2010).

4. La privatización de una compañía pública puede ser uno de los motivos que impulsen a una salida a bolsa. En este caso, el Estado reducirá parcialmente o en su totalidad la participación que posea de una empresa mediante la venta de esta participación en el mercado de valores con el objetivo de conseguir recursos económicos provenientes de accionistas interesados y privatizar la compañía. De 1985 hasta 1998 en España se vivió un periodo de tiempo en el que el Estado español privatizó varias compañías públicas, algunas de ellas son Telefónica, Repsol, Iberia, Tabacalera o Endesa. En concreto, en 1986 tuvo lugar la OPV del 39% del capital de la filial eléctrica de Endesa, GESA, fue la primera OPV en España de una empresa pública (SEPI, 2014). En 1997, el Programa de Modernización del Sector Público fue aprobado y el gobierno llevó a cabo un programa con el objetivo de reducir la cantidad de participaciones en grandes empresas españolas que tenía el Estado (BME, 2010).

Cabe destacar que, en muchas de las privatizaciones, el Estado no vende la totalidad de su participación en la OPV inicial. Normalmente el Estado pone a la venta un porcentaje de su participación de una empresa haciendo que esta comience a cotizar en un mercado bursátil, y, transcurrido un tiempo, el Estado va poniendo más acciones en el mercado, y, en consecuencia, reduciendo su participación, mediante lo que se llama privatizaciones secundarias. Las privatizaciones secundarias se dan cuando el Estado pone a la venta paquetes de acciones de una compañía que ya se encontraba cotizando.

5. Uno de los factores asociados a la salida a bolsa de las compañías es una mayor profesionalización de la gestión empresarial. Al superar los estándares requeridos para ser admitido en las bolsas de valores y contar con una mayor profesionalización, a las empresas cotizadas se les asocia con un mayor reconocimiento, transparencia y prestigio.

Al ser admitidas en el mercado de valores, estas empresas han tenido que demostrar previamente que cumplen con diversos requisitos, como puede ser que durante los últimos períodos han sido capaces de generar beneficios, el cumplimiento de estos es reconocido por los clientes, entidades financieras, proveedores e inversores. Los inversores buscan en el mercado compañías que estén dirigidas por directivas profesionales y cualificadas, que generen valor y gestionen eficientemente (BME, 2022). Esta profesionalización y reputación adquiridas por el hecho de cotizar también mejora la imagen de marca y proporciona publicidad constante en los medios de comunicación financieros, haciendo que la bolsa consiga aumentar la capacidad de difusión que tiene la marca, y la atracción de talento de gestión.

Como resultado de mejorar la reputación y el perfil de la compañía, a su vez se incrementa la liquidez de sus acciones. Este aumento en la liquidez se traduce en que los accionistas tienen una mayor facilidad y rapidez para intercambiar sus acciones por liquidez, y viceversa. La existencia de un mayor nivel de liquidez es beneficiosa para la compañía, ya que esto propicia un mayor número de operaciones con sus acciones, lo que se traduce en que el precio por acción de la empresa reflejará su verdadero valor en el mercado, o lo que es lo mismo, el precio estará actualizado en el mercado. De esta forma, la compañía podrá contar con una valoración objetiva y precisa. (Espinasse, 2022).

La reputación corporativa se define como la percepción generalizada del público sobre cómo una empresa determinada aborda de manera justa las relaciones con sus grupos de interés o “*stakeholders*”, tanto en términos de transparencia informativa como de comportamiento. La reputación y la transparencia son activos intangibles que han ido adquiriendo importancia entre los analistas, gestores e inversores durante las últimas décadas debido a que se consideran aspectos influyentes en la rentabilidad y el riesgo de la inversión. Tener una buena reputación empresarial puede aumentar el valor de mercado de una compañía, lo que implica una mejora en su desempeño financiero y un incremento en el atractivo de nuevos clientes e inversores (Miralles et al., s.f.).

El valor de mercado de la empresa en un momento determinado se refleja en su capitalización bursátil, que se calcula multiplicando el número de acciones emitidas y en circulación de la empresa por su precio en el mercado. Este valor es una referencia clave para evaluar la empresa y sus acciones en el mercado financiero. En definitiva, salir a

bolsa no solo conlleva una mayor exposición y una vía de financiación, sino también la posibilidad de incrementar la liquidez de sus acciones, mejorar la reputación e imagen y obtener una valoración precisa en el mercado (BME, 2022).

6. Si la compañía ha salido a bolsa, la idea de retribuir a los directivos con acciones de la compañía es más atractiva que si la compañía no cotiza. Tener políticas de incentivos adecuadas es fundamental para mantener a los directivos y empleados motivados y lograr alcanzar los objetivos marcados, y, lo que es muy importante, alineados con la creación de valor y los intereses de los accionistas. Puede ocurrir que los directivos de una compañía estén motivados pero que tomen decisiones que beneficien sus propios intereses. Por lo tanto, sería beneficioso para el rendimiento de la compañía conseguir alinear los intereses de los accionistas con los intereses de los directivos de la empresa. Una manera de conseguir que los directivos estén integrados y alineados con la gestión y la marcha de la compañía es incluir paquetes de acciones como parte de la retribución de los directivos. Si, adicionalmente, la compañía cotiza en bolsa las acciones repartidas serán vistas como más atractivas debido a que ellos mismos podrán ver constantemente el valor objetivo de sus acciones en el mercado y decidir cuando quieren venderlas ya que, al cotizar en el mercado, podrán hacerse líquidas con facilidad. Si los directivos poseen acciones de las compañías, sus objetivos tanto a corto como a largo plazo se alinearán con los objetivos a corto y a largo plazo de los accionistas y no tendría por qué haber conflictos entre ambos grupos (BME, 2022).

Cabe destacar que la decisión de vender o mantener las acciones que toman los directivos de una compañía tras la salida a bolsa (siempre que no tengan periodo de bloqueo) se analiza en profundidad por los analistas en el mercado. Si tras la salida a bolsa, los directivos no venden sus acciones puede significar que el precio de la acción está infravalorado y que los directivos estiman que el precio subirá respaldado por los futuros resultados de la compañía (Nikbakht et al., 2007). Al contrario, si tras la salida a bolsa los directivos de la compañía venden un porcentaje significativo o la totalidad de su posición, el mercado puede considerar que la acción ha llegado a un precio superior al que verdaderamente vale y los accionistas podrían vender a la vez haciendo que el precio de la acción baje en el mercado. Para que esto último no ocurra, muchas veces se les

prohíbe a los directivos de una compañía vender sus acciones durante un cierto tiempo determinado a partir de la salida a bolsa.

Por lo tanto, salir a bolsa es una buena decisión si se quiere que los intereses de los directivos de la compañía se alineen con los intereses de los accionistas y de la propia compañía y si se quiere hacer más atractiva la idea de distribuir acciones como parte de la remuneración de los directivos.

7. Las empresas también pueden tener la intención de salir a bolsa simplemente para cumplir con la regulación del país en el que operan. Este es el motivo por el que en 2013 las cajas de ahorro españolas tuvieron que empezar a cotizar. En un principio según el Boletín Oficial del Estado (BOE), las cajas de ahorro comenzaron a operar como entidades de beneficencia, con el objetivo de facilitar a los clientes minoristas y a las pequeñas y medianas empresas el acceso a financiación y fomentar y proteger el ahorro de los habitantes de los municipios donde estas cajas de ahorro se habían establecido. Inicialmente, las cajas de ahorro nacieron con un carácter social, con poca sofisticación, con una operativa básica y próxima al ciudadano. Con el tiempo las cajas de ahorro se fueron expandiendo, ganando influencia y sus operaciones crediticias fueron aumentando su complejidad y tamaño significativamente, todo esto estimulado por el libre régimen jurídico que las regulaba (BOE, 2013).

Como consecuencia de la crisis económica todo el sector financiero español, incluidas, y, sobre todo, las cajas de ahorro, se vio debilitado y deteriorado. Por ello, por los efectos de la crisis y para evitar su repetición, se reformó el régimen jurídico que regulaba a las cajas de ahorro en España. Como consecuencia de estos cambios regulatorios, la mayoría de las cajas de ahorro se han visto envueltas en integraciones, y se les ha obligado a convertirse en bancos, con estructura de sociedades anónimas. Adicionalmente, se han empezado a establecer cajas de ahorros de ejercicio indirecto, las cuales necesitan de una entidad bancaria para poder llevar a cabo su actividad financiera. También pasarán a ser fundaciones bancarias todas aquellas fundaciones que sean propietarias de más de la mitad de una entidad de crédito (BOE, 2013).

Como ejemplo de las consecuencias de lo establecido por la Ley de Cajas, la Fundación Ibercaja consideró salir a bolsa para reducir su participación de la entidad hasta llegar a ser dueña de menos del 50%. Debido a que la Fundación es accionista de más del porcentaje permitido ya que finalmente no salió a bolsa, Ibercaja debe cubrir un fondo de reserva que le permite cumplir con la regulación establecida en La Ley de Cajas de Ahorros y Fundaciones Bancarias. No obstante, la entidad mantiene su decisión de empezar a cotizar en un futuro (Ibercaja, 2022).

Las empresas deben de cumplir con la regulación de su correspondiente país. En ciertas ocasiones, de entre las posibilidades que tienen las empresas para cumplir con la regulación, salir a bolsa es la más beneficiosa.

8. Como último motivo por el que a una compañía le puede interesar emitir acciones en los mercados de valores es si quiere prescindir o disociar una división de la compañía. En este caso la dirección no emite acciones de la compañía principal sino de una división de esta, esta práctica se denomina "*spin-off*". Una compañía decidirá emitir acciones de una filial por diferentes motivos, a continuación, se explican algunos de ellos. Se puede decidir llevar a cabo un *spin-off* debido a que la directiva corporativa considera que la compañía principal o la filial perjudican la valoración de la otra, por lo tanto, se considera que separando ambas entidades se conseguirá una valoración mayor que la actual en una de las dos partes. También puede suceder que la dirección de una compañía esté capacitada para dirigir todas las líneas de negocio, pero que exista una unidad de negocio que sea diferente y requiera de otros conocimientos o de más atención. En este caso, separar esta unidad de negocio y ponerla bajo gestión de una nueva dirección puede hacer crecer esta unidad y sus rendimientos en mayor medida. Otra de las razones por las que se realizan *spin-off* es debido a que o la empresa matriz o una filial es más rentable que la otra. Si una de las dos partes es rentable y la otra no, los beneficios de la rentable se usan para cubrir los gastos de la que no es tan rentable, por lo tanto, al quitarle los beneficios obtenidos a la rentable se le está impidiendo crecer al ritmo que podría hacerlo (Finra, 2016).

El Grupo Volkswagen decidió llevar a cabo un *spin-off* de su subsidiaria de coches de lujo Porsche en 2021. La empresa matriz decidió realizar esta operación debido a que

consideraba que su división, Porsche, tenía más valor por separado del que se calculaba en el mercado que tenía junto a la empresa matriz. Por lo tanto, al sacar esta división a bolsa se buscaba que el mercado se diera cuenta del verdadero valor que esta tenía.

4. SITUACIÓN DEL MERCADO ESPAÑOL DE SALIDAS A BOLSA

4.1 Comparación con otros países

Como ya hemos visto a lo largo del desarrollo del trabajo, actualmente, la situación macroeconómica no impulsa a las empresas a salir a bolsa. En situaciones como la actual todos los mercados tienen poca actividad en cuanto al número de salidas a bolsa. Exceptuando estos periodos de tiempo en el que la actividad de ofertas públicas de acciones es muy pequeña en casi todos los mercados, debemos señalar que generalmente la actividad de salidas a bolsa en España es menor a la de muchos países con economías similares. España suele contribuir en menor medida que otros países europeos -como pueden ser Alemania, Francia, Noruega o Italia- a los volúmenes de operaciones del mercado de capitales europeo (Berenberg Equity Syndicate, 2022).

Para que un mercado de valores de renta variable funcione eficazmente es imprescindible la presencia de inversores con ánimo de invertir para que estimule a las empresas a captar capital a través de este. Si el mercado funciona adecuadamente, se reducirá la dependencia de la financiación bancaria que tienen las empresas, lo que resulta en una economía más resistente y una mayor estabilidad del sistema financiero (CNMV, 2019). España es un país que se caracteriza porque las entidades bancarias tienen mucho peso en el acceso de financiación sobre todo para pequeñas y medianas empresas.

Según la Asociación Española de Asesores y Planificadores Financieros (EFPA), una de las razones por las que el mercado de salidas a bolsa en España tiene menos actividad que en otros países es debido a que la filosofía de inversión que tiene gran parte de la población española no estimula a las empresas a salir a bolsa. En España los inversores suelen tener un perfil de inversión conservador, comparado con otros países cercanos. Este conservadurismo los lleva a evitar el riesgo, haciendo que la mayoría del ahorro se invierta en activos inmobiliarios y en valores de renta fija antes que, en valores de renta variable (FundsPeople, 2023). Esto es debido a que la inversión en activos inmobiliarios y en renta fija se asocia con un tipo de inversión con menor riesgo que los valores de renta variable.

Otro de los motivos por los que la bolsa de valores puede ser vista como menos atractiva por las empresas españolas que en otros países, es debido a que, sobre todo, en algunos países del norte de Europa salir a cotizar significa tener ventajas fiscales. En estos países es más atractivo salir a cotizar, debido a que si la empresa lo hace contará con ventajas con las que antes no contaba, por lo tanto, se favorece a las empresas que cotizan.

La bolsa de valores será más atractiva para los inversores cuánto más oferta de empresas dónde invertir exista. En la actualidad, en España la cantidad de OPS y OPV realizadas por empresas al año crece muy lentamente. Al mismo tiempo, el número de empresas que deja de cotizar en la bolsa de valores no para de aumentar (CNMV, 2022). Por lo tanto, al no aumentar significativamente el número de empresas cotizadas, es muy difícil que los inversores se sientan cada vez más atraídos por la inversión en bolsa. Si queremos lograr un crecimiento de la economía sostenible y equilibrado es necesario contar con un mercado de valores dinámico, potente y atractivo para los inversores y para las empresas.

La falta de cultura de inversión es otro de los motivos principales por los que en España puede no existir tanto hábito de invertir en los mercados de valores. Generalmente, los españoles en periodos de tiempos caracterizados por la desconfianza y la incertidumbre aumentan su tasa de ahorro. Por el contrario, en periodos de tiempo de bonanza, los españoles aumentan su consumo. Por lo tanto, se puede concluir en que en general los españoles no tienen una cultura de ahorro apropiada y estable. Además, tan sólo el 61% de los españoles ahorra dinero, si no hay ahorro es muy complicado que exista inversión. Si centramos el estudio solamente en las familias con ahorros, observamos que el 42% de estos ahorros permanecen intactos como depósitos en el banco (Sabadell, 2021). Según la CNMV, en general, los ciudadanos españoles que tienen dinero ahorrado y lo quieren invertir, acaban invirtiéndolo en uno o dos activos financieros como mucho, sin tener en cuenta la diversificación de sus ahorros. Aproximadamente el 40% de los españoles demuestra que no son capaces de esperar rentabilidades a largo plazo, o lo que es lo mismo una actitud impaciente (Sabadell, 2021). Por lo tanto, esta escasez de ahorro y de inversores en el mercado no estimula las salidas a bolsa, debido a que existe poco recibimiento en el mercado para las acciones que se emiten.

Adicionalmente, existe una falta de educación financiera entre la población española. Se debería de aumentar la educación financiera que se dirige a los alumnos en los colegios para que estos salgan más preparados y formados (CNMV, 2022). Los ciudadanos deben de entender, saber y estar capacitados para invertir sus ahorros en los diferentes servicios y productos ofrecidos. Según la CNMV, el 30% de los españoles cuenta con un nivel de conocimiento bajo sobre el mundo financiero y sólo el 3% de la población española invierte en acciones, fondos de inversión o renta fija (productos financieros complejos) (Sabadell, 2021). Además, durante los últimos años los canales digitales han aumentado su presencia en el sistema financiero. Muchos ciudadanos no están capacitados financiera y digitalmente para sacar provecho de las diferentes alternativas de inversión.

4.2 Salidas a bolsa recientes

Durante 2022, dos empresas españolas tenían intención de llevar a cabo una OPV, pero no llegaron a completarla. Estas dos empresas son la entidad bancaria, Ibercaja, y la compañía líder en tecnología logística, Mecalux. Estas dos compañías han estado tanteando su oportunidad para salir a bolsa durante todo el año, pero debido a las desfavorables condiciones del mercado, el poco apetito de los inversores y la alta volatilidad del mercado -como consecuencia de la rápida subida de tipos de interés y la creciente inflación- no han considerado que el momento oportuno para la lanzar la oferta haya llegado (Berenberg Equity Syndicate, 2022). La inestabilidad del sistema financiero que estamos viviendo durante el final del primer trimestre de 2023, con el debilitamiento del sistema financiero -la caída de Silicon Valley Bank, Signature Bank y, en Europa, de Credit Suisse- no anticipa la llegada del momento oportuno para que Ibercaja comience a cotizar en la bolsa de valores española.

Opdenergy, productor independiente de energía renovable, fue la única compañía española que decidió salir a bolsa en el mercado continuo durante el 2022 después de haber abortado un primer intento en el año anterior. Concretamente, Opdenergy llevó a cabo una oferta pública de suscripción por valor de 205 millones de euros y contaba con una capitalización bursátil de 703 millones de euros en el momento de la oferta. El objetivo de la compañía es aumentar su capacidad de generación de energía y lograr

diversificarse y crecer geográficamente para seguir con la transformación de la empresa (Berenberg Equity Syndicate, 2022).

Cabe destacar, que la única salida a bolsa en un momento con alta volatilidad en el mercado haya sido la de una compañía del sector de la energía renovable. Esto demuestra que dependiendo de cuál sea el valor que se va a ofertar, el mercado puede seguir mostrando apetito de inversión aún en momentos de alta volatilidad. En la actualidad, estos valores son los de las compañías dedicadas a la energía renovable. La salida a bolsa de Opdenenergy ha servido para demostrar que el mercado continúa con interés en valores de energía renovable, como lo demostró en el 2021 con las salidas a bolsa de Grupo Ecoener y Acciona Energía.

Durante 2021, se realizaron tres salidas al mercado continuo en España, dos de ellas de compañías dedicadas al sector de las renovables. La salida a bolsa de la filial de renovables de Acciona, Acciona Energía, fue la mayor salida a bolsa en España desde 2015 con la salida a bolsa de Cellnex. Acciona Energía contaba con una capitalización bursátil de 8.100 millones de euros en el momento en el que salió a bolsa. El objetivo de esta oferta pública de venta, en la que se colocó el 15% de Acciona Energía por 1.500 millones de euros, fue reducir la deuda de la empresa matriz. Además de esta salida a bolsa, Grupo Ecoener también comenzó a cotizar durante este año con una capitalización bursátil de 336 millones de euros (Berenberg Equity Syndicate, 2021). La empresa gallega dedicada a la generación de energía renovable comenzó a cotizar en mayo con el objetivo de fortalecer su estrategia de crecimiento orgánico y fortalecer la compañía a largo plazo de una manera estable y sólida. Concretamente, en esta operación se colocaron nuevas acciones ordinarias a inversores institucionales a través de una oferta pública de suscripción, representando el 29,8% del capital de la compañía después de la oferta (Ecoener, 2021). La tercera y última salida a bolsa al mercado continuo durante este año fue la de la aseguradora Línea Directa. Se calculó una capitalización bursátil de la filial de Bankinter de 1.434 millones de euros.

En 2020, Soltec Power Holdings la compañía española que se encarga de la fabricación de equipos para llevar a cabo seguimiento fotovoltaico fue la única salida a bolsa en el mercado español. En el momento de su lanzamiento contaba con una capitalización bursátil de 440 millones de euros (Berenberg Equity Syndicate, 2020). La colocación se

realizó a través de la emisión de nuevas acciones mediante una oferta pública de suscripción por un total de 165 millones de euros. En esta salida a bolsa se impuso a los previos accionistas y a la compañía un periodo de bloqueo o "lock-up", no permitiendo así la venta de las acciones durante un periodo determinado de tiempo (180 o 365 días dependiendo del accionista) (Soltec Power Holdings, 2020).

Analizando las últimas salidas a bolsa que han tenido lugar en España nos damos cuenta de que España está apostando y posicionándose fuertemente en el sector de las renovables. España está entre las mayores potencias en energías renovables a nivel mundial, y ha conseguido tener un peso importante como exportador de materiales eólicos. España ha logrado que más del 50% de la energía generada este generada con renovables y va a ser importante seguir creciendo y ganando influencia en este sector.

5. CONCLUSIONES

La salida a bolsa es un momento crucial en la vida de las empresas, que, si se realiza de manera meditada y exitosa, traerá múltiples ventajas para la empresa. Se considera que una salida a bolsa ha sido exitosa cuando se logra colocar todas las acciones emitidas, el volumen de acciones que se ofrece y el precio al que se emiten son factores determinantes. Otros factores que deberá de tener en cuenta la empresa son: el tipo de oferta mediante la cual comenzará a cotizar (OPV, OPS o una combinación), el tramo de inversores al que se dirige, que bancos de inversión intervendrán y cómo se dará a conocer la operación entre los inversores. La prueba final para poder concluir que la salida a bolsa ha sido un éxito es que el precio de la acción se mantenga o aumente durante los primeros días de cotización.

Además, hay que tener en cuenta que el momento en el tiempo en el que se lleva a cabo la salida a bolsa puede determinar si será un éxito o si fracasará, esto es debido a que están muy condicionadas a la situación macroeconómica del mercado. Desde la segunda mitad del 2021 estamos viviendo uno período de tiempo en el que la situación macroeconómica no impulsa a las empresas a salir a bolsa, esto es principalmente por el endurecimiento monetario, la alta volatilidad y la desconfianza que está presente entre los inversores.

Para que una empresa sea admitida en el mercado de valores debe de cumplir con estrictas regulaciones y requerimientos, este es un proceso muy largo y costoso económicamente. Como consecuencia, la cotización de una empresa es signo de solvencia y transparencia. Al salir a bolsa las empresas logran una mayor profesionalización de la gestión empresarial y se les da un reconocimiento. Este es uno de los motivos fundamentales por los que una empresa puede decidir salir a bolsa.

Generalmente, se asocia una salida a bolsa con el deseo o la necesidad de financiamiento por parte de la empresa. La realidad es que salir a bolsa puede ser una importante fuente de financiación, pero esta es tan sólo una de las razones por las que se saca a bolsa a las empresas. La dirección corporativa de una empresa puede decidir sacar a bolsa a la empresa en momentos más difíciles -como cuando hay que repagar deuda- o por obligación, como cuando mediante la salida a bolsa se logra cumplir con la regulación.

Salir a bolsa tiene sus inconvenientes, pero también puede proporcionar grandes ventajas a una empresa. Cuando una compañía comienza a cotizar incrementa su capacidad para llevar a cabo operaciones de crecimiento inorgánico, permitiéndole así expandirse y ganar influencia. Adicionalmente, aumenta la reputación empresarial, proporciona publicidad y mejora la imagen de marca. Además, las salidas a bolsa pueden traer beneficios para los antiguos accionistas, ya que este proceso les permitirá liquidar sus inversiones. Y aumentará la liquidez de las acciones que como consecuencia hará que sea más fácil y rápido intercambiar las acciones por liquidez en el mercado.

Otro de los motivos por los que las salidas a bolsa pueden ser atractivas es debido a que te permiten deshacerte de la participación mayoritaria en una compañía, sea por una privatización en el que vende el Estado, o por una desinversión que hace un fondo de “*Private Equity*” cuando su plazo objetivo de inversión se cubre. La privatización de una compañía consiste en que el Estado u otro propietario mayoritario emite acciones de una empresa en el mercado para que las compren inversores privados, logrando así deshacerse de la participación mayoritaria de la compañía. Similarmente, cuando una empresa matriz se quiere deshacer de una de sus divisiones puede seguir la misma operativa que la que sigue el Estado cuando busca privatizar una empresa.

Por lo tanto, tras el análisis realizado podemos concluir en que las salidas a bolsa pueden decidir llevarse a cabo por múltiples razones, pueden servir como una solución para solventar diferentes problemas o para lograr futuras oportunidades para los grupos de interés o “*stakeholders*” de una determinada empresa. Cabe destacar que la bolsa de valores en la que cotice la empresa o la situación macroeconómica que se esté viviendo pueden servir como condicionantes de los motivos principales por los que las empresas en situaciones similares decidan salir a bolsa.

6. BIBLIOGRAFÍA

Álvarez, S. (2013). *Cotización bursátil y creación de empleo: un análisis empírico para el mercado de valores español*. ELSEVIER DOYMA.

Álvarez, S. (1999). *DISTRIBUCION, CARACTERÍSTICAS Y RENTABILIDADES INICIALES DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA*. Unirioja.

Ashford, K. (2022). *What Is An IPO?* Forbes.

Berenberg Equity Syndicate. (2019). *Equity Capital Markets Wrap FY 2019*. Berenberg.

Berenberg Equity Syndicate. (2020). *Equity Capital Markets Wrap FY 2020*. Berenberg.

Berenberg Equity Syndicate. (2021). *Equity Capital Markets Wrap FY 2021*. Berenberg.

Berenberg Equity Syndicate. (2022). *Equity Capital Markets Wrap FY 2022*. Berenberg.

BME. (2010). *Las empresas aumentan las fusiones y las adquisiciones a partir de su salida a bolsa*. Bolsas y Mercados españoles.

BME. (2010). *Las salidas a bolsa como eje de transformación económica y social*. Bolsa y Mercados españoles.

BME (2022). *Guía para salir a Bolsa*. Bolsa y mercados españoles.

BME. (s.f). *El valor de cotizar*. Bolsas y Mercados españoles.

Bolsa de Madrid, (2022). *Lista de Empresas Cotizadas*. Bolsa de Madrid.

Brau, J. & Fawcett, S. (2006). *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*. The Journal of Finance.

Calvente, M. (2022). *¿Qué tipos de inversores existen en los mercados financieros?* BBVA.

Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2010). *How an IPO Helps in M&A*. Journal of Applied Corporate Finance, 22(2), 94–99.

Chahine, S. (2013). *The effects of management-board ties on IPO performance*. Journal of Corporate Finance.

Chen, J. (2022). *What Is the Stock Market, What Does It Do, and How Does It Work?* Investopedia.

CMC Markets. (s.f). *Guía completa sobre las Ofertas Públicas de Venta (OPV)*. CMC Markets.

CNMV. (2017). *Recuadros Informe anual CNMV 2019*. CNMV.

CNMV. (2022). *Plan de Educación Financiera 2022-2025*. CNMV.

CNMV. (s.f). *Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS)*. CNMV.

- Comisión Europea. (2023). *Corporate sustainability reporting*. Unión Europea.
- De Vicente, M. (2007). *La financiación empresarial mediante la salida a la bolsa: ventajas e inconvenientes*. Revista de fomento social.
- Dimovski, B. (2006). *IPOs and first day returns [financial management]*. Engineering Management, 16(6), 24–28.
- Duffie, D., Gârleanu, N., & Pedersen, L. H. (2005). *Over-the-counter markets*. Econometrica, 73(6), 1815-1847.
- Dunbar, C. (2023). *Syndicate structure and IPO outcomes: The impact of underwriter roles and syndicate concentration*. Journal of Corporate Finance.
- Ecoener. (2021). *Ecoener inicia su cotización en las bolsas españolas*. Web Corporativa Ecoener.
- Espinasse, P. (2022). *IPO: A Global Guide, Third Edition*. Google Books.
- Farinos, J. & Sanchis, V. (2009). *Factores determinantes de la salida a bolsa en España*. Serie EC.
- Feng, Y., Song, K. & Tian, Y. (2019). *Director networks and initial public offerings*. Journal of Banking & Finance.
- Finra. (2016). *Splitting the Difference: Four Reasons Why Corporations Pursue Spinoffs*. Finra.org.
- FundsPeople. (2023). *Por qué el ahorro y la inversión no acaban de funcionar bien en España*. FundsPeople.
- García, D., Sánchez, A. & Beiras, J. (2010). *LAS SALIDAS A BOLSA COMO EJE DE TRANSFORMACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL*. A fondo.
- Gordon, J. (2022). *Accelerated Bookbuild - Explained*. The Business Professor.
- Ibercaja. (2022). *Fundación Ibercaja constituirá un fondo de reserva e Ibercaja Banco mantiene firme su voluntad de salir a bolsa*. Web Corporativa Ibercaja.
- Khurshed, A., Paleari, S., Pande, A., & Vismara, S. (2014). *Transparent bookbuilding, certification and initial public offerings*. Journal of Financial Markets, 19, 154–169.
- Kim, W. & Weisbach, M. (2005). *Do Firms Go Public To Raise Capital?* National Bureau of Economic Research.
- Lamy, B. (2015). *Dura competencia por las acciones de Alibaba en su OPV*. El Confidencial.
- Lefebvre, V. (2023). *The growth process of IPO firms*. Journal of Business Venturing Insights.
- López, J. (2023). *Mercado Continuo*. Economipedia.
- Martínez, M. (2022). *La importancia de los mercados bursátiles como fuente de financiación*. CNMV.

- Miralles, J., Miralles, M. & Miralles, J. (s.f.). *Reputación corporativa y creación de valor para el accionista*. Universidad de Extremadura.
- Nikbakht, E., Shahrokhi, M. & Martin, R. (2007). *IPO Pricing and Executive Compensation*. *International Journal of Business* 12 (3).
- NYSE. (2022). *The History of NYSE*. New York Stock Exchange.
- Kallias, A., Kallias K. & Tsalkamas, I. (2022). *One size does not fit all: The conditional role of CEO education on IPO performance*. *Journal of Business Research*.
- Paul, R., & Zajac, E. (1994). *Top management incentives, monitoring, and risk bearing: a study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings*. ResearchGate; Cornell University, The Johnson School.
- Rocca, L. (2017). *El mercado de valores en fácil* (Vol. 12). Fondo Editorial de la PUCP.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Jordan, B. D. (2018). *Corporate Finance* (Quinta Edición). Nueva York: McGraw-Hill Education.
- Sabadell. (2021). *¿Dónde guardan (o invierten) los españoles su dinero? Estar donde estés*.
- SEPI. (2014). *Balance*. Sociedad Estatal de Participaciones Industriales.
- Soltec Power Holdings. (2020). *La CNMV aprueba y registra el folleto de salida a bolsa de Soltec Power Holdings*. Web Corporativa Soltec.
- U.S.Bank. (2022). *Is investing in an initial public offering a good idea?* US Bank.
- WFE Research Team. (2022). *Number of Listed Companies*. Focus.
- Yarba, I., & Yassa, A. D. (2022). *Does stock market listing boost or impede corporate investment?* *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 285–294.