



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA EN
ESPAÑA COMO INSTRUMENTO DE
PRIVATIZACIÓN. ANÁLISIS DE SU
COMPORTAMIENTO EN EL MERCADO.**

Autor: Gonzalo Mora Castedo

Director: Cecilio Moral Bello

Madrid

Junio 2015

Gonzalo Mora Castedo

**LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA EN ESPAÑA COMO
INSTRUMENTO DE PRIVATIZACIÓN. ANÁLISIS DE SU
COMPORTAMIENTO EN EL MERCADO.**



Índice de contenidos

Resumen	4
Abstract.....	4
Objetivo.....	5
Metodología	6
1. Contexto	7
1.1. El creciente peso de los mercados de capitales	7
1.2. Bancarización frente a mercados.....	12
2. Ofertas públicas de venta	17
2.1. Concepto.....	17
2.2. Actuaciones previas	18
2.3. Implicaciones de las ofertas públicas.....	21
2.4. Sujetos intervinientes	23
2.5 Requisitos legales	25
3. El fenómeno de privatización.....	29
3.1. Una definición general	29
3.2. Motivos y causas.....	32
3.3. Situación de las privatizaciones en España.....	35
4. Comportamiento de las OPVs públicas en el mercado	39
4.1 Infravaloración.....	39
4.2 El bajo rendimiento a largo plazo.....	44
Conclusión	48
Bibliografía.....	50
Anexos.....	53



Resumen

Este trabajo pretende aportar un mejor entendimiento del fenómeno de privatización, y de las ofertas públicas de venta como forma para llevarse a cabo. Hemos estudiado tanto las razones por las que la popularidad de los mercados de capitales ha aumentado recientemente, así como los beneficios de la emisión de títulos que explican el gran número de sociedades cotizadas. Además, hemos tratado los argumentos que sitúan a las compañías privadas en mejor posición que las empresas estatales. Finalmente, nos hemos centrado en las razones que tiene el Estado para llevar a cabo procesos privatizadores y posteriormente, en los resultados a corto y largo plazo en la bolsa española de empresas recientemente privatizadas.

Palabras clave: mercado de capital, oferta pública, privatización, bolsa de valores.

Abstract

The aim of this paper is to provide a better understanding of the privatization phenomenon and the initial public offerings as a way to achieve it. We have studied the reasons of capital markets' popularity has increased the recent years, as well as the benefits in issuing shares that explain the large number of listed companies. In addition we have considered the statements that imply better results in private companies than in state-owned ones. Finally, we have been focus on what reasons government finds in running privatization processes and after that, on the short and long term results in the Spanish stock market of newly privatized companies.

Key words: capital market, public offer, privatization, stock market.



Objetivo

El objetivo del trabajo que presentamos es realizar una aproximación al fenómeno de las ofertas públicas de venta como herramienta de privatización en España, así como analizar el rendimiento de las empresas objeto de privatización en el mercado.

El principal motivo para la realización de este trabajo ha sido el papel fundamental del Estado en la estructura de propiedad de compañías que actualmente, son clave para la economía española y representan la cara visible de la competitividad a nivel internacional.

El proceso privatizador se ha fundamentado en tres ejes; la reducción del déficit público en momentos puntuales, la mayor eficiencia de las empresas públicas y el aumento del atractivo de los mercados de capital. En este sentido, dada la magnitud del proceso hemos querido entender y explicar el contexto, las razones, y los resultados de estas ofertas públicas a lo largo del trabajo.

Anteriormente, ya se habían realizado estudios que abordaban, con carácter práctico, aspectos específicos de estas ofertas públicas de venta y su impacto en el rendimiento de las empresas privatizadas.

A nivel personal, me ha permitido aplicar de forma conjunta los conocimientos adquiridos en asignaturas de economía y finanzas, y percatarme de la estrecha relación existente entre estos dos campos tanto a nivel macroeconómico en la situación de España, como en los resultados de las empresas que aquí desarrollan su actividad.

Metodología

Primeramente, hemos consultado bibliografía adecuada al objetivo para tener una primera idea del concepto de oferta pública de venta en sentido amplio, y de forma complementaria, analizado la legislación vigente en España para conocer la forma de proceder y los agente involucrados en este tipo de operaciones.

En materia económica, hemos tratado de analizar el contexto en nuestro país; el auge de los mercados bursátiles y el análisis de las causas de este auge frente a la financiación bancaria convencional.

De igual forma, estudios teóricos y artículos nos han permitido conocer las razones que a priori llevan a los gobierno a privatizar empresas, así como las implicaciones que tienen para las mismas las distintas OPVs iniciales o no.

Por último, los datos de carácter empírico los hemos obtenido de organismos públicos, como la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) o el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP), y de diarios económicos. Y se han empleado para verificar las hipótesis de comportamiento de las operaciones de esta naturaleza en el mercado, de forma inmediata y a largo plazo.

1. Contexto

1.1. El creciente peso de los mercados de capitales

En el 2014 únicamente, España alcanzó 5.900 millones de euros en salidas a Bolsa, convirtiéndose en el octavo país del mundo por volumen. En un año de esperada recuperación económica en nuestro país, ha habido un incremento del 35% en el número de salidas a Bolsa respecto a los doce meses anteriores.

Se observa que cada vez son más las empresas que se introducen en los mercados de valores y que es mayor todo el protagonismo del que gozan en los medios, no solo en especializados. Entre algunos ejemplos, todos recordamos la magnitud que tuvo la salida a bolsa y el alto precio de la acción de Facebook, la repercusión del debut en el IBEX de Bankia, o más recientemente, la salida a bolsa del mayor operador de aeropuertos del mundo, Aena.

Las cifras referidas al principio son de gran trascendencia. Y más, si tenemos en cuenta el alto grado de complejidad que presenta el proceso de salir a bolsa para una compañía. Como particulares, nuestra actuación radica únicamente en elegir la inversión respecto a la rentabilidad-riesgo deseada, sin embargo, desde la óptica de la entidad emisora, el propósito que se tenga a la hora salir a bolsa condiciona la actuación de la empresa y provoca que no todas sigan el mismo camino para ello.

A pesar de la dificultad que supone la negociación bursátil por la complejidad operativa y los recursos necesarios, es una realidad evidente el mayor peso de los mercados de valores en detrimento de los bancos. Estos últimos, ejemplo ideal de intermediarios financieros, que atraían los depósitos de ahorradores y los prestaban a necesitados de financiación.

La labor por excelencia del mercado bursátil como mecanismo de financiación puede ser una de las causas que justifiquen este ascenso. Sin ser ambos

excluyentes, y aunque tampoco podamos afirmar que el aumento actividad bursátil sea consecuencia únicamente de la mala situación del sector bancario, si podemos afirmar que este hecho ha favorecido este predominio actual.

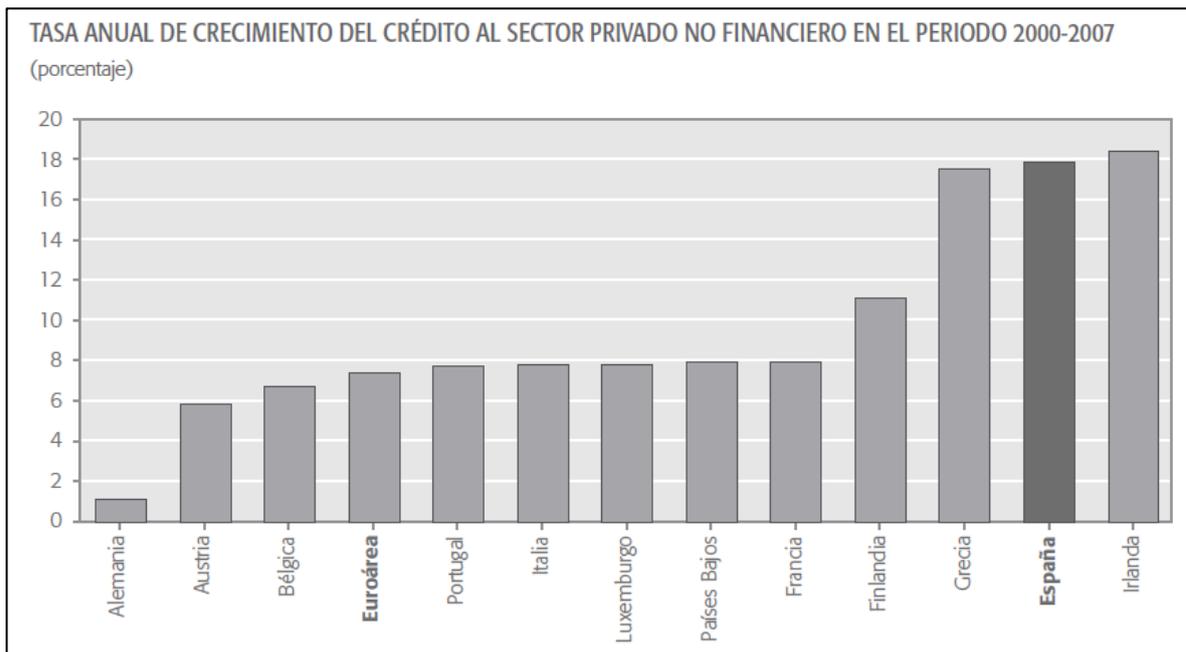
Desde principios del siglo XXI aparecen ya una serie de condicionantes de forma global que desencadenan la grave crisis económica actual y debilitan especialmente al sector bancario español.

La llegada del euro da lugar a una reducción drástica de los tipos de interés, y la apertura a los mercados globales garantiza una liquidez desbordante poco antes vista en nuestro país . Es el origen de la burbuja inmobiliaria; un marco óptimo para la inversión en donde el ahorro nacional es insuficiente para cubrir la fuerte demanda de activos reales. Los niveles de endeudamiento se disparan en Europa en general y en España en particular.

Las empresas ven en esta época la ocasión perfecta para fortalecer el débil tejido industrial español. Pero por otro lado, la alta dependencia de la financiación bancaria que ya comentamos no hace más que desequilibrar en mayor medida la balanza por cuenta corriente de España.

Como se aprecia en el Gráfico 1, por detrás de Irlanda y seguido de Grecia éramos el país de la Eurozona que mayor crecimiento del crédito concedido al sector privado no financiero experimentaba entre los años 2000 y 2007. Aunque bastante menores que las cifras de Irlanda o España, eran destacables las tasas de países como Portugal e Italia todavía por encima del conjunto de la Eurozona. Tras el estallido de la crisis, Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España conformarán en inglés el acrónimo “PIIGS”, empleado por la prensa económica para referirse de forma peyorativa a estos países que presentaban un alto déficit público.

Gráfico 1. Crecimiento del crédito al sector privado no financiero entre 2000 y 2007



Fuente: Banco Central Europeo (2010)

La banca tiene una labor crucial como regulador del crédito a los agentes de mercado, pero sobre todo a las empresas como principal alternativa de financiación. En España en particular los bancos llegaron a niveles de endeudamiento externo del 75% del PIB, y de cara al exterior su situación se vio afectada muy negativamente. La gran exposición al sector inmobiliario de naturaleza poco líquida, la alta dependencia del mercado mayorista, unos inmanejables niveles de endeudamiento, y las inestabilidades macroeconómicas del país, con tasas de paro de casi el 25%, pesaron mucho e hicieron perder la confianza de los mercados internacionales tras una época aperturista y de globalización que resultó clave.

Como resultado, estos desequilibrios durante el periodo de apogeo económico tuvieron que ser corregidos por medio de un profundo cambio en varios ámbitos, que todavía hoy sigue en proceso:

- En la medida de lo posible, acelerar los procesos de reestructuración por parte de los órganos reguladores. Las ventajas asociadas a estos

procesos, generalmente de fusiones, llevan a un aprovechamiento de las economías de escala. Al contrario de lo que pueda parecer, la mayor concentración de competidores en el sector bancario es positiva dado la solvencia y rentabilidad de las entidades resultantes. Las todavía varias entidades en las que el FROB mantiene participaciones mayoritarias pueden ser potenciales participes de tipo de fusiones con los beneficios que ello conlleva.

- El Banco de España debe definir un plan de acción dotándose las provisiones necesarias para sanear el sistema financiero español. Principalmente, a través de unas estimaciones realistas que cubran los activos tóxicos derivados de la burbuja inmobiliaria y limpien los balances. En cierto modo, la adopción de medidas concretas y realizables constituye el primer paso para recuperar la confianza de los mercados en España.
- Reducir aún más la capacidad instalada especialmente en el caso concreto de las Cajas de Ahorros participantes en procesos de fusiones; cierre de oficinas y ajustes de plantilla. La reestructuración por medio de fusiones ha tenido un impacto positivo, y en el caso concreto de las cajas de ahorro en la medida que:
 - Aumenta el alcance y facilita la consecución de economías de escala. Con la nueva Ley de Cajas¹, se limita el ámbito de actuación que no podrá exceder el territorio de una comunidad autónoma.
 - Diversifica la actividad bancaria de las entidades resultantes al no poder las fundaciones bancarias operar con productos financieros complejos en total libertad.
 - Reduce duplicidades de red y racionaliza costes. Existe un exceso de infraestructura como consecuencia del periodo de expansión que debe recortarse hasta niveles anteriores a este.
- El Banco Central Europeo ha de llevar a cabo políticas monetarias expansivas ante las dificultades de acceso a la financiación en

¹ Ley de Cajas de Ahorro y Fundaciones Bancarias (Ley 26/2013 de 27 de diciembre). Publicada en el BOE el 28/12/2013,

mercados mayoristas. Dificultades que suponen un problema extendido en todo el continente europeo. La ampliación de avales públicos a la emisión de deuda, y las acciones extraordinarias de inyección de liquidez con subastas a plazos más largos, pueden resultar ser una alternativa al cierre de los mercados mayoristas aunque no solventen el problema de forma definitiva.

Estos cambios, derivados de la gran recesión económica, estaban sustentados en medidas legales. Medidas exigentes que han generado una evolución y cambio del sector bancario tradicional destinado a garantizar la estabilidad financiera a largo plazo tanto a nivel europeo (acuerdos de Basilea III, pruebas de estrés periódicas, mejoras en la supervisión, etc.), como nacional tratando las circunstancias y peculiaridades de la economía española (aprobación del FROB, reforma de la ley de cajas, mayores exigencias de capital, reforma del Fondo de Garantía de Depósitos, etc.).

Aunque sin garantizar un funcionamiento bancario totalmente eficaz, España ha logrado recuperar en parte la confianza de los mercados internacionales y ha vuelto a disponer de crédito mayorista.

No obstante, a pesar saneamiento del sistema bancario español como resultado de las medidas para paliar esta dinámica económica negativa, la tendencias en las formas de financiación están cambiado. Estamos inmersos en un proceso de “desintermediación financiera”² referido a la reducción de la presencia de intermediarios dentro del sistema financiero en beneficio de los mercados; el crédito bancario da paso a la captación de fondos en las bolsas de valores.

Ya incluso antes de la crisis, el ritmo de crecimiento de los activos financieros era muy destacable en relación con los activos bancarios que perdían peso. El principal motivo era el aumento en la emisión de títulos tanto de renta fija como

² Maudos Villarroya y Fernandez de Guevara (2008)

de renta variable. Solo en España, las acciones como herramienta de financiación de las empresas paso del 11% en 1982 al 28% en 2007, mientras que en el mismo periodo para la financiación de Estados, las obligaciones y bonos de deuda pública aumentaron de un 25% a un 35%.³

1.2. Bancarización frente a mercados

De forma global, la razón de ser de todas las instituciones, medios y mercados que conforman un sistema financiero es “canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit” de acuerdo a Rodríguez, Cuervo, Calvo y Parejo (2012).

Existen dos razones fundamentales que justifican porque un buen funcionamiento del sistema financiero es indispensable para conseguir una dinámica económica positiva.

- No siempre coinciden en la misma figura ahorrador e inversor. Cuanto más eficaz sea por tanto el proceso de canalización, más fondos estarán a disposición de las unidades de gasto y mayor repercusión tendrá la inversión productiva en el crecimiento de la economía.
- No todos los individuos tienen un mismo comportamiento (patrón) a la hora de invertir. El grado de liquidez, la rentabilidad ofrecida, el riesgo asumido o la inversión inicial varía entre las distintas alternativas, y el sistema financiero tiene que ser capaz de, sino encontrar distintos perfiles para cada una, adaptar estas alternativas para que sí resulten atractivas a los inversores.

Este proceso de transmisión de fondos no se va a llevar a cabo de únicamente forma directa. De modo que distinguimos dos formas por las que ahorradores e inversores se relacionan en el sistema financiero. Una primera constituida por intermediarios bancarios; banca comercial que capta fondos a gran escala con los que posteriormente emite préstamos.

³ Naredo (2009)



Y por otro lado, los mercados de capital donde el contacto entre ahorradores y demandantes de fondos es directo. No hay asignación de recursos y los inversores pasan a ser prestadores de fondos o propietarios de la compañía. En ambas opciones puede darse intermediación por medio de agentes, entidades o instituciones, pero no siempre es indispensable en el caso de los mercados financieros. Cuando sí están presentes su labor esta justificada prestando un servicio de asesoramiento.

Comúnmente los bancos se han visto como una forma de financiación “intermediada” y los mercados como una forma directa, más allá de que intervengan o no terceros.

Nuestro sistema económico se ha caracterizado, históricamente, por el acceso a la financiación bancaria de forma predominante. El grado de madurez de los mercados de valores y la escasa relevancia del euro como divisa en transacciones globales, no favorecía a la popularidad de una financiación alternativa. El grueso del tejido empresarial español no financiero lo conformaban, y conforman, pequeñas y medianas empresas que veían la financiación alternativa como un proceso tremendamente complejo y costoso que además ponía en peligro el rumbo del negocio con la entrada de nuevos propietarios en forma de accionistas.

Después de los rescates bancarios en los que millones de euros se han empleado para la “limpieza” de balances de muchas entidades, el flujo y el funcionamiento del canal crediticio continua siendo anormal. Y especialmente en países con alta dependencia bancaria como es el caso de España. Las empresas privadas del país como principales beneficiarios de la actividad básica de los bancos como prestamistas, hizo que acusaran las dificultades en la que estos se encontraban, en mayor medida que en otras economías.

La inversión real de las familias como agentes ahorradores constituye un instrumento más de financiación de las empresas. La desintermediación financiera promueve que, cada vez más, las empresas se preocupen por como

atraer esa inversión por medio del mercado. En muchos casos, las posibilidades de financiación de una empresa ante los impedimentos de la actividad bancaria tradicional se encuentran condicionadas por el grado de dificultad de acceso al mercado.

Por todo ello, se vuelve recurrente el debate de que alternativa de financiación resulta más adecuada considerando las ventajas e inconvenientes desde al menos, un plano teórico.

Es cierto que en un mundo globalizado todas las economías, o al menos occidentales, comparten una serie de rasgos. Pero sería tremendamente simplista y poco acertada la comparación de sistemas financieros entre países pasando por alto aspectos legales, empresariales o políticos, que igualmente definen y condicionan una economía.

Los bancos en muchas economías (*banking-oriented*) juegan un papel clave al captar el ahorro público y canalizarlo hasta los demandantes de fondos. Por medio de la concentración de depósitos de diferentes plazos y de diferente cuantía, ofrece financiación a particulares y empresas en función de sus necesidades. En esa labor como intermediario, la entidad obtiene un beneficio resultante del interés de crédito cobrado al que hay que quitar como gasto la rentabilidad que ofrecen a los depositantes.

Maudos Villaroya y Fernandez de Guevara (2008) señalan que la labor mediadora de los bancos se ha justificado como solución a las imperfecciones de los mercados financieros. Como terceros o agentes con conocimiento específicos que operan en el mercado, de no estar presentes, la relación directa entre ahorradores y demandantes de fondos no pudiera haberse establecido de forma correcta.

Otro aspecto positivo en relación a la actividad de financiación bancaria son las exigencias de estas entidades en su papel como acreedores.



- El flujo interno de información entre las partes es una condición necesaria previa a la concesión de crédito y supone una garantía para el banco al determinar la solvencia del deudor. Esta información en muchos casos va a ser, sino más, igual de relevante a la de empresas cotizantes que cumplen ciertos requisitos de transparencia pública.
- La actividad de seguimiento o “*monitoring*” sobre las compañías tendrá efectos en la gestión. Como agentes especializados, los bancos favorecerán un mejor gobierno corporativo y por tanto un crecimiento económico de la empresa.

La tendencia contraria es el mayor peso de los mercados de capitales como instrumento de captación de fondos (*market-oriented*). Por lo general, la diversidad de agentes operando en el mercado facilita la financiación de pluralidad de empresas. Así, hay proyectos con un componente muy innovador que tienen mayores facilidades en este contexto por el alto riesgo que implican. Un claro ejemplo fue la financiación de empresas tecnológicas a través de una fuerte actividad especulativa en las bolsas de valores, y que desarrolló la burbuja “*dotcom*” a principios del siglo XX.

El hecho de salir a bolsa compromete buena parte de los recursos económicos de la empresa, a la vez que tiene consecuencias para la imagen corporativa. Como vimos antes, las ofertas públicas tienen un proceder complejo. Implica una mayor dedicación por parte de los departamentos financieros de las empresas cotizantes, por lo que no todas pueden plantearse esta alternativa como forma de financiación. Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) son aquellas que más están sufriendo al ver todas las fuentes de financiación cerradas por el mal funcionamiento del flujo crediticio. En España, la mala salud de empresas de estas características que suponen el 99,89% del tejido empresarial español⁴ agravó las consecuencias de la crisis.

⁴ Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2014)



Es por eso, que se presenta como un reto la presencia de instituciones que ofrezcan servicios de mercado a este tipo de empresas, al igual que fomentar el desarrollo de nuevos mercados de valores con una exigencia de costes menores para el desarrollo de PYMES.

En conclusión, las tendencias vistas son contrarias, pero no excluyentes, y ambas van a estar siempre presentes en todo sistema económico aunque con distinto peso. Sin embargo, conforme un país se desarrolle económicamente los mercados de capitales irán ganando terreno a la labor de intermediación como vía de financiación.⁵

Ello, no implica que la actividad bancaria vaya a desaparecer por completo, sino que las imperfecciones con las que se justificaba su presencia en el sistema financiero están siendo corregidas, destacando:

- El desigual acceso a la información entre participantes
- La falta de transparencia de entidades o sociedades cotizantes
- La falta de conocimiento y los altos costes en la operativa

El desarrollo de las comunicaciones, la mayor regulación por parte de Bancos Centrales y Entidades supervisoras, y el desarrollo de mercados de valores alternativos para la pequeña empresa, combaten respectivamente las citadas imperfecciones. Los sistemas financieros son cada vez más globales, eficientes y competitivos, lo que favorece la financiación directa y por ende, el auge de los mercados de capitales.

⁵ Demirguc-Kunt, Feyen y Levine (2011)



2. Ofertas públicas de venta

2.1. Concepto

Podemos hacernos una idea clara de qué es exactamente una oferta pública de venta al analizar el término como tal, y ver en que se diferencia de otras operaciones también comunes en el mercado.

Una OPV es una oferta en cuanto a que la empresa vende, “ofrece”, sus acciones en el mercado. Supone un cambio de propiedad, total o parcial, de la empresa y en la mayoría de los casos un aumento del número de propietarios. Hablamos de difusión de la propiedad de la empresa.

Es un proceso “público” en cuanto a que esta destinado al público en general, y cualquier persona puede participar en ella acudiendo como inversor. De otro modo, existen también ofertas privadas cuando solo se permite comprar acciones a un cierto perfil de clientes más sofisticados como gestoras de fondos o grandes patrimonios. La difusión de la propiedad será menor manteniendo un mejor control, aunque la demanda de títulos puede caer al acotar el número de posibles inversores.

Por último, destacar que no todas las ofertas serán de venta. Una empresa realiza una oferta pública de venta (OPV) cuando lleva a cabo la emisión de un activo financiero cualquiera, y una oferta pública de suscripción (OPS) cuando la oferta proceda de una ampliación de capital. Ambas suceden en el mercado primario al emitirse activos por primera vez y que pasarán a cotizar posteriormente en el mercado secundario.

El principal rasgo que diferencia OPS y OPV es que la primera tiene como objetivo la captación y entrada de fondos en la empresa, mientras que en una oferta pública de venta no, y los motivos pueden ser diversos.

- OPV de acciones cotizadas: Puede que la empresa ya este cotizando en el momento de la OPV, y la causa de la oferta sea el deseo de vender la participación de los accionistas mayoritarios de la compañía. Los títulos tan solo cambian de manos.
- En el otro caso, la razón es el interés de la empresa en cotizar en Bolsa y para ello deberá solicitar previamente la admisión a cotización de las acciones. En este apartado se incluyen todos los casos de empresas privatizadas e igualmente se produce transmisión de la propiedad de los títulos.

Durante el trabajo hablamos de salida a bolsa al referirnos a los dos términos de forma conjunta. Aunque lo que nos ocupa son las ofertas públicas de venta, y en particular, su uso como herramienta de privatización de empresas públicas.

2.2. Actuaciones previas

Una oferta pública es un proceso que se extiende a lo largo del tiempo y que exige una serie de actuaciones tanto en el momento de lanzarse al mercado como con anterioridad. Son muchos los agentes que participan incluyendo bancos que actúan como operadores o intermediarios.

En particular los bancos de inversión intervienen en la forma en la que se realiza la oferta y se suscriben los títulos. Distinguimos tres procedimientos:

- *Firm commitment public offering* (suscripción): El banco juega el papel de suscriptor, es decir, compra con su capital todas las acciones emitidas que después revende al público general en el mercado a un precio ligeramente mayor.
- *Best effort public offering* (por lo mejor): Cuando el banco únicamente trata de colocar los títulos. Juega un papel de intermediario y no asume riesgo alguno. Las acciones que no se logren suscribir se devuelven al emisor.

- En un tercer caso puede ocurrir que se realice una oferta “por lo mejor” y la empresa no quiera asumir los riesgos de cargar con las acciones no vendidas. Es una salida a bolsa a todo o nada que, de no suscribirse todas las acciones en el mercado, se suspende la oferta.

Tras definirse el tipo de oferta, es muy común que esta se realice en varios tramos; uno para inversores particulares, otro para inversores institucionales de ámbito internacional, y un último para empleados. Con ello la promoción de la oferta será más efectiva entre los distintos grupos y la estimación de la demanda de títulos será más sencilla.

Un factor determinante de esta demanda es el precio de la OPV. El precio de suscripción lo fija el banco de inversión al evaluar la empresa emisora. La valoración se presupone objetiva y por ello el banco de inversión cobrará en función del éxito en la colocación de la oferta y no del precio de suscripción.

A priori, la mejor forma de estimar el precio de la acción es dividiendo el valor total de la compañía, o en su defecto el valor del capital que quiere captar, entre el número de acciones a cotización. Sin embargo, el precio de salida establecido será por lo general algo menor. La razón es clara, y es ofrecer un incentivo a aquellos inversores que acudan a la oferta para así favorecer la colocación de todas las acciones.

El precio de suscripción de los títulos, adquisición de valores de nueva emisión, se hará con anterioridad al lanzamiento de la oferta pública. En el momento inicial se fija una banda de precios o *price band* que establece un intervalo de precios al que la acción puede suscribirse en el mercado. Es de carácter orientativo para el inversor ya que puede ser vinculante, si el precio final debe quedar incluido en la banda, o indicativo, cuando no. Una vez se fija el precio máximo minorista, si la banda no es vinculante, se abre el periodo de revocación por el que el inversor puede anular su orden de compra si no le parece adecuado el precio definitivo.

En el caso en el que las circunstancias del mercado no sean favorables y no se logre suscribir los títulos al precio inicial, la empresa puede realizar correcciones del precio para hacerlo más atractivo, e incluso suspender la oferta de no cubrirse un porcentaje mínimo.

En el otro extremo se encuentran las ofertas con exceso de demanda. En toda OPV se establece un número máximo de acciones por inversor, pero aún con ello, el total de títulos demandados puede ser mayor que los títulos en oferta. Se procede entonces al prorrateo para su reparto o distribución.

Existen distintos procedimientos de prorrateo, aunque el elegido en cada caso se describe de forma detallada en el folleto informativo de la oferta:

- La distribución lineal consiste en adjudicar por igual a cada aceptación un número de acciones que resulte de dividir el 25% del total de la oferta entre el número total de aceptaciones. Aquellas órdenes cuyo número de títulos demandados sea menor a este ratio se atenderán íntegramente. Computarán como una sola aceptación todas las órdenes que pudiera haber realizado una misma persona física o jurídica.
- La distribución en exceso es un método complementario por el los títulos que hayan quedado sin adjudicar tras la distribución lineal, se reparten de forma proporcional a cada aceptación según el volumen de demanda de cada uno.

Un mecanismo muy empleado en las ofertas públicas es la cláusula “*green shoe*”. Consiste en una opción de compra adicional de un porcentaje del total de títulos, normalmente entre un 10% y 15%, que suele ser ejercitable en los siguientes 30 días a la realización de la oferta al mismo precio que en esta.⁶ En una salida inicial a bolsa permite cubrirse en situaciones de incertidumbre en el mercado, cuando existe sobreadjudicación previa de títulos y la demanda final excede a la oferta.

⁶ Álvarez Otero. (2000)

2.3. Implicaciones de las ofertas públicas

Pocos negocios comienzan con acciones que cotizan en el mercado. La salida a bolsa no es un requisito necesario para la creación de una empresa, y ni siquiera necesario para el desarrollo de la actividad empresarial a lo largo del tiempo. La decisión de salir a bolsa se plantea como una solución a situaciones coyunturales o estructurales en una compañía.

Hablamos de que una empresa sale a bolsa y se hace pública al poner a la venta todas, o parte de sus acciones en el mercado. Se puede participar en la estructura de propiedad de una empresa, en cuanto a que es posible comprar o suscribir las acciones que esta emita. La principal ventaja que la empresa obtiene es poder captar fondos en el mercado y, soportando los costes de la lanzar la oferta, obtener un incremento patrimonial. Sin embargo, sabiendo que en una oferta pública de venta no se capta efectivo alguno, es lógico preguntarse que motivos de peso puede encontrar una compañía para llevar a cabo una OPV. En muchos casos, como veremos a lo largo del trabajo, los procesos privatizadores comienzan con ofertas públicas de venta iniciales que además suponen al mismo tiempo la salida a bolsa para la compañía.

La principal razón de una OPV es el traspaso de acciones. Aquellos propietarios que quieran ver reducida su participación, o directamente quieran desprenderse de ella, van a ver en la oferta pública de venta una forma de garantizar la liquidez de sus títulos. Como resultado de la oferta, si resulta exitosa y existen suficientes inversores, se produce difusión de la propiedad con un aumento de la base de accionistas de la empresa. Aunque las OPV no supongan financiación si no es junto a una ampliación de capital, entender el procedimiento de las ofertas públicas y sus implicaciones es importante para emprendedores y pequeñas empresas que en el futuro vayan a poder realizar ampliaciones de capital, u otras operaciones de mayor calibre como escisión de divisiones (*spin-off*) y adquisiciones apalancadas (*leveradge buyout*).⁷

⁷ García Coto, Sánchez García y Beirás Escudero (2010)



Tan solo la noticia de una salida a bolsa genera repercusión y notoriedad. Junto a la presencia en el mercado de capitales y la información económica diaria que se recoge en los medios de comunicación, se impulsa la promoción y el conocimiento de la compañía entre el público (incremento del prestigio y refuerzo de la reputación). Las empresas se sitúan en una mejor posición negociadora frente a entidades de crédito, lo que se traduce en un menor coste de financiación.

Al salir a bolsa se presume del mismo modo, que la compañía va a cumplir con la legislación a la que están sujetas todas las empresas del mercado. La información que están empresas deberán presentar será mas detallada y más accesible, e incluso la propia entidad estará sujeta a una supervisión mayor por su condición de sociedad cotizada.

Más que la oferta pública en sí, la presencia en los mercados de capitales proporciona a las empresas un mayor valor de cara al accionista o potencial inversor en lo que se refiere a transparencia, liquidez y profundidad. La cotización bursátil facilita la valoración objetiva de una compañía. Una empresa va a estar sujeta al análisis o valoración de terceros, hablándose entonces de un valor de mercado distinto al valor contable o en libros. El mercado no es del todo eficiente asignando precios a las acciones, haciendo que una compañía pueda estar sobrevalorada o infravalorada desde el primer momento de emisión.

Por el contrario, este tipo de operaciones, que tienen de por sí un coste económico debido a tasas, cánones, comisiones, gastos, derechos, además de las labores de asesoría legal y financiera, plantean inconvenientes en forma de riesgos y costes adicionales.

En un primer momento, puede que la oferta pública no resulte exitosa y, o bien la compañía tenga que suspenda la oferta, o deba hacerse cargo de los títulos no suscritos con los costes de gestión que ello supone. En cualquiera de las

opciones, aparte de suponer una pérdida económica la empresa va a perder atractivo en el mercado al menos a corto plazo, y la imagen corporativa se va a ver dañada.

Además, una mayor base accionarial y entrada de nuevos accionistas plantea riesgos como posibles conflictos de interés que puedan surgir con la nueva estructura de propiedad. Existen inversores de carácter especulativo que solo esperan altos rendimientos a corto plazo, al igual que existen compradores estratégicos que si van a tener interés de participar de la gestión. Por lo que va a existir pluralidad de opiniones en cuanto a la estrategia o actuación futura de la compañía.

Los costes, serán aquellos derivados de emitir periódicamente información sobre el funcionamiento o marcha de la empresa y, de establecer y mantener relaciones con los accionistas en el ejercicio de sus derechos políticos y económicos. El flujo de información pública puede ser objeto de estudio por parte de competidores y suponer un obstáculo para el desarrollo de ventajas competitivas.

Por último, Allison, Hall, y McShea (2008) señalan entre otros, el riesgo de que la nueva estructura corporativa no atienda, de la forma que debiera, al funcionamiento de la empresa como hasta ahora. La directiva puede abstraerse de los verdaderos objetivos durante el proceso de oferta pública, y tras esta, cuando gran parte de su esfuerzo se va a centrar en cumplir con la regulación de mercado y la legislación sobre sociedades cotizadas.

2.4. Sujetos intervinientes



Una oferta pública, como ya comentamos, es un proceso muy complejo que involucra diversas partes más allá de la entidad emisora. Estos partícipes nombrados por la empresa son los siguientes:

- Accionistas vendedores: De los actuales propietarios de la empresa, son aquellos quienes desean vender toda o parte de su participación en el mercado. La OPV constituye un mecanismo de realización de valor al traspasarse los títulos a futuros inversores.
- Director de la emisión: Es la entidad de crédito o empresa de servicios de inversión que se encargue de la fijar las condiciones en las que se va a realizar la oferta pública. Igualmente puede llevar a cabo las labores de “coordinador global”, en la previsión y evolución de la demanda de títulos, y la coordinación con las entidades aseguradoras o colocadoras a las que también represente frente a la empresa e inversores. Entre las funciones del director destacan; planificar la oferta en situaciones de mercado favorable, gestionar la relación con las instituciones reguladoras, o determinar el volumen y el precio de emisión. A nivel comercial comprueba que no que se omita información relevante en el folleto y que la que aparece sea válida y acorde a los datos reales de la sociedad.
- Entidades aseguradoras y colocadoras: Las primeras acuerdan hacerse cargo de la adquisición de acciones que no se logren colocar en el mercado, aunque en los casos en los que la falta de inversión sea notable sin alcanzar cierto volumen de colocación la empresa puede suspender la oferta. Por su parte, las entidades colocadoras, que pueden o no ejercer como aseguradora, se encargan de dar promoción y ofrecer la venta de títulos a nivel comercial.
- Entidad agente: Gestiona todas las órdenes de compra de títulos que reciben las entidades colocadoras y realiza la liquidación de la OPV. También selecciona el método y ejerce el oportuno prorrateo cuando la demanda de los inversores supera el volumen ofrecido.
- Auditores: Tienen una labor crucial en cuanto que evalúan la situación contable previa a la salida a bolsa. Emiten una “*confort letter*” que

recoge su opinión acerca de los datos contenidos en el folleto. En caso de no designarse personas exclusivamente para ello, aconsejan también sobre las implicaciones fiscales que la oferta pública tendrá en la cuentas de la compañía.

- Asesores legales: Generalmente se distinguen dos grupos presentes en una OPV; aquellos en representación de empresa emisora o accionistas vendedores, y otros en representación de la empresa colocadoras o *sponsor*. Los abogados de la sociedad emisora tratarán cuestiones legales del proceso como los contratos con el resto de partes, requisitos con organismos reguladores o modificación de los estatutos, y trabajarán conjuntamente con los abogados de la empresa colocadora que asesorarán en materia de impuestos y contratos de adquisición y aseguramiento.

2.5 Requisitos legales

La normativa depende del mercado bursátil donde vayan a cotizar los títulos emitidos y de la sociedad reguladora; en España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La legislación en materia de ofertas públicas de ventas viene recogida en los siguientes textos:

- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Antes de la publicación de la Ley del Mercado de Valores, las ofertas públicas de títulos en mercados bursátiles españoles no estaban sujetas a ningún tipo de legislación específica y venían regulándose por el derecho mercantil.

Sigue todavía vigente el Reglamento de las Bolsas de Comercio⁸ por el que, con carácter general, toda sociedad debe cumplir una serie de condiciones para la admisión a cotización de los títulos y permanencia en el mercado, que recogemos en el Anexo 1. A continuación nos centraremos en los requisitos a efectos prácticos que de acuerdo a la normativa, las sociedades descritas deben formalizar a la hora de salir a bolsa mediante oferta pública.

En un primer momento ha de comprobarse que la empresa emisora está válidamente constituida y actúa de acuerdo a sus estatutos sociales y escritura de constitución.

Al cotizar en bolsa, la empresa deberá modificar sus estatutos adaptándolos a la nueva condición jurídica de “sociedad cotizada”. Las acciones deben ser libremente negociables y deben poder ser transmitidas sin restricciones, incluso cuando no se encuentren totalmente desembolsadas.

Las acciones se van a emitir a valor nominal que normalmente no coincide con el valor de cotización o valor de mercado. En cualquier caso, la representación de dichas acciones en empresas que salgan por primera vez a cotización será de forma obligatoria mediante anotaciones en cuenta; los títulos constan inscritos en un archivo contable por su registro en un programa informático. A diferencia de la representación en títulos, que facilita transmitir la propiedad de las acciones, la anotación en cuenta permite un mayor control y una gestión simplificada del conjunto.

Previo a la oferta, el proceso de *due diligence* consiste en obtener información de la compañía. Es un estudio exhaustivo de la empresa que incluye asesoría legal y auditoría financiera, y permite:

- Conocer la operativa de la misma y poder estructurar adecuadamente la transacción.

⁸ Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio.

- Detectar anomalías y riesgos que corregir de cara a comenzar a cotizar en el mercado.
- Realizar una valoración objetiva y así poder fijar el precio de suscripción del título.

Tras verificar que efectivamente la empresa se encuentra en condiciones de poder lanzar una oferta pública, se solicita la admisión a cotización de los títulos. Los requisitos necesarios para la aceptación a negociación de los valores es:

- Presentación y registro de los estados financieros de la sociedad emisora, auditados por un profesional adscrito al Registro Oficial de Auditores de Cuentas (ROAC)
- Aportación y registro de aquellos documentos que prueben el cumplimiento del régimen jurídico aplicable; como escrituras y actas de constitución, y en ciertos casos junto a un certificado del Registro Mercantil
- Presentación aprobación y registro del folleto informativo.

El folleto informativo es un documento destinado al inversor que recoge detalles sobre la compañía como domicilio social, fecha de constitución o consejo de administración, e información relevante como resultados financieros, actividad empresarial que desarrolla, o perspectivas futuras del negocio. Del mismo modo debe informar al cliente de la naturaleza de los títulos y del régimen fiscal aplicable, así como de las características de la oferta (sistema de adjudicación y método de prorrata).

Ante una oferta pública de valores, el folleto ha de servir de guía y orientar al inversor en la decisión de si acudir o no a la oferta. Por ello, debe ser aprobado por la CNMV que comprueba que la información contenida es real, correcta y completa.

Finalmente, el folleto informativo se publica y se pone a disposición del público con la mayor difusión posible para atraer a inversores potenciales y garantizar de este modo el éxito de la oferta.



3. El fenómeno de privatización

3.1. Una definición general

El término “privatización” es un concepto impreciso y ambiguo, referido al conjunto de decisiones que van más allá de, únicamente, transmitir la propiedad pública al sector privado. Incluye cualquier pérdida de protagonismo o participación económica del sector público en favor de iniciativas privadas. En sentido amplio, podemos distinguir diferentes tipos de privatizaciones.

- Privatización indirecta o formal es la reducción del poder del Estado en la regulación de la economía; ya sea en el mercado en general o en sectores específicos. Incluye también incentivos a alternativas privadas o la apertura de monopolios estatales (desregularización).
- Privatización funcional al conceder la gestión de actividades públicas a un sujeto privado. Mediante concurso, el concesionario se encarga de desarrollar la actividad bajo ciertas condiciones impuestas con anterioridad que garantizan el bien común y la utilidad pública del servicio.
- Privatización sustancial o material, que sí supone la transferencia de propiedad pública a manos del sector privado. El cambio de titularidad permite participar en la gestión de la actividad y en los órganos de administración de la empresa.

Como procedimiento de traspaso de la propiedad, aparte de las ofertas públicas de venta, podemos mencionar otras formas que incluso pueden darse conjuntamente en las distintas fases de privatización de una misma empresa.

- A través de la venta total o parcial de la compañía. Ya sea de forma directa negociándose entre el Estado y potenciales adquirientes, o por licitación, cuando los candidatos a la adquisición deben cumplir una serie de requisitos recogidos en el pliego de condiciones que fija el Gobierno. Este tipo de privatización carece de transparencia de cara a terceros y en él, pueden primar intereses particulares y políticos por

encima de los económicos a la hora de asignar comprador. Tampoco hay difusión de la propiedad, y puede dar lugar a una concentración económica de mercado que favorezca aún más los monopolios.

- Por medio de una ampliación de capital destinada a inversores privados. Suelen estar precedidas por una primera oferta pública con una demanda privada muy alta que no se pudo satisfacer. Es un mecanismo de privatización parcial donde el estado quiere mantener el valor económico de su participación inicial en la compañía y renuncia al derecho preferente de suscripción sobre la nueva emisión.

De forma complementaria a los procedimientos comentados, puede privatizarse parte de la compañía por la reserva de títulos, también llamados bonos *staff*, a empleados o antiguos trabajadores con el fin de involucrar personal de todas las escalas jerárquicas en la gestión de la compañía. Aunque pueden llevarse a cabo de forma aislada, los bonos *staff* vienen acompañados de una ampliación o venta, y así ampliar la base de accionistas en mayor medida.

La venta mediante oferta pública es el tipo de operación más común, de entre todos los comentados, en al menos países con un mercado bursátil estable y desarrollado.⁹

- Aunque ambos se lleven a cabo a través de mercados de capital, las ampliaciones dan lugar exclusivamente a privatizaciones parciales y el número de nuevos accionistas será mucho menor que en las ofertas públicas de venta. El Estado ve reducida su participación como consecuencia de la dilución y, al no desprenderse de su parte, tampoco ingresa efectivo alguno. El dinero de la suscripción de títulos pasa a formar parte del capital o patrimonio de la sociedad.
- Las ofertas públicas de venta son, como su nombre indica, un proceso público o abierto a diferencia de la venta directa o parcial. No hay lugar para el favoritismo dado que toda persona puede acudir como inversor y participar de forma efectiva en la nueva estructura de propiedad con los

⁹ En las últimas dos décadas, sólo en el año 1992 las privatizaciones por venta directa superaron a las realizadas mediante oferta pública de venta en países miembros de la OCDE. (Bel Queralt, 2002)

mismo derechos y responsabilidades. El precio en cada tramo será el mismo, y en todos los tramos los nuevos accionistas poseen derechos políticos (asistencia y voto en Juntas Generales o derecho de información) y derechos económicos (por ejemplo al cobro de dividendos).

Del mismo modo, las ofertas públicas plantean también problemas relacionados con la actuación futura de la empresas tras su privatización. A diferencia de la venta directa o por licitación en donde se conoce al potencial comprador, las OPV están abiertas a inversores de toda naturaleza. Los nuevos propietarios, pueden no estar de acuerdo en sus decisiones y existir conflictos de intereses por los que la empresa se pueda resentir y la rentabilidad final disminuya.

El principal rasgo de diferenciación de la OPVs como herramienta para privatizar compañías públicas es la diseminación de las acciones de la empresa y el aumento del número de propietarios de la misma. Aunque esto sólo ocurre si la oferta pública tiene éxito en el mercado y hay una base amplia de inversores. Por ello, como comentamos, es común que se establezca un precio final menor del que correspondiera conforme a la valoración de la empresa para ganar atractivo en el mercado y ofrecer un aliciente a los inversores. Existen otras formas de aumentar el atractivo de la oferta y que, efectivamente, se consiga cubrir todo lo ofertado. Son por ejemplo la concesión de acciones gratuitas por la suscripción de un determinado volumen o la reducción en el precio de los servicios que ofrece la empresa a sus accionistas.

Finalmente resultará relevante para el Estado, el ingresos de la venta de estas participaciones públicas. Aunque según Megginson, Nash, y Van Randenborg (1994), el Estado busca maximizar el número de potenciales inversores y accionistas por encima de los ingresos derivados de la privatización, y por ello el descuento en el precio de los títulos no supone un inconveniente. Nos lleva a pensar que, como realmente ocurre, las privatizaciones no atienden

exclusivamente a motivos políticos sino también empresariales y económicos que detallamos en el siguiente epígrafe.

3.2. Motivos y causas

Las privatizaciones constituyen ya un fenómeno global que responde a razones económicas tangibles más allá de consideraciones políticas y principios ideológicos. Los motivos que justifican los procesos de privatización de empresas son varios, bien desde la perspectiva del Estado propietario o de la empresa en funcionamiento.

El objetivo de mayor peso que se le atribuye a la privatización de una compañía es la mejora de los resultados y de la eficiencia de la misma. No obstante, es tan sólo una hipótesis, y no una empresa por su condición de entidad privada es de por sí más eficiente que una pública. Las razones en las que se asienta este argumento tan extendido son la elusión de la disciplina de mercado y la dificultad en supervisar la actuación de la directiva.

Melle Fernández (2009) sostiene que aparece un doble problema de agencia. En primer lugar, el que existe entre los ciudadanos y el gobierno. Los intereses políticos difieren de los del resto de la población, y están encaminados a la permanencia y legitimación en el poder. Ante la dificultad práctica o el coste de poder controlar o supervisar al Estado, se confía en él la gestión de la empresa pública. Y por otro lado, surge el mismo problema de agencia en la dificultad del Estado para controlar la dirección de las empresas públicas. El grado de información al que tienen acceso las partes no es el mismo, y por tanto el nivel de exigencia al que estará sometida la empresa en términos de beneficio y productividad no será el mismo que de encontrarse propiedad y gobierno en las mismas manos.

De forma conjunta, la empresa pública persigue una serie de objetivos sociales diferentes a la maximización de valor y retorno de la inversión de los accionistas principales, propios de la empresa privada. Las compañías de esta

naturaleza deben servir de utilidad pública a la población como contribuyentes del Estado y en última instancia, como propietarios de las empresas estatales. Pero como propietarios y también como clientes en el mercado, su interés no radica únicamente en un mayor beneficio económico como sí es el caso de los accionistas particulares.

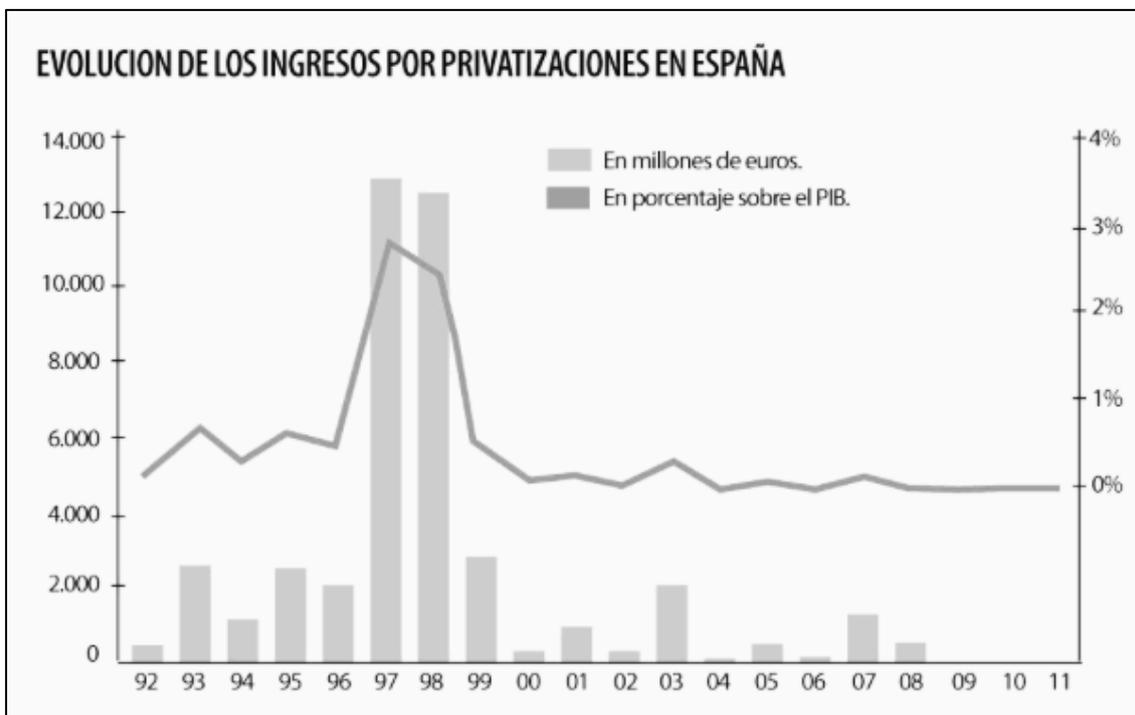
Las privatizaciones tienen también impacto en la competitividad y en la eficiencia de las empresa, aunque si van acompañadas de medidas de liberalización del mercado. En caso contrario, la propiedad de la empresa pública y su cuota de mercado tan sólo pasaría a ser privado. Incluso hay autores que sugieren que las privatizaciones como tal, resultan negativas a corto plazo al desaparecer el precio más bajo del mercado que ofrecía la empresa pública en su labor social. En aquellas situaciones donde el Estado ha tenido mayor presencia y ha mermado la competencia, es crucial que se desarrollen políticas de desregularización como la supresión privilegios de empresas estatales o flexibilización de las condiciones de mercado.

Otra de las razones del fenómeno de privatización sería la reducción del déficit público del país por los fondos obtenidos de la venta. Y en el mismo sentido, el ingreso inmediato para las arcas públicas que resultaría del pago del impuesto de sociedades sobre plusvalías en de la venta.

Como apreciamos claramente en el Gráfico 2, durante los años 1997 y 1998 los ingresos derivados de las privatizaciones mediante OPV aumentaron de forma espectacular. Para el establecimiento de el euro como moneda única, en España se intensificaron los procesos de privatización en esa época para así poder cumplir con los requisitos del Tratado de Maastricht en materia de deuda pública.

Igualmente con impacto económico aunque no como ingreso, la desviación de fondos para financiar inversiones y amortizar la deuda de empresas públicas deficitarias supondría un ahorro para el Estado al privatizarse estas.

Gráfico 2. Evolución de los ingresos por privatizaciones en España



Fuente: Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCG) (2011)

Además, las privatizaciones asociadas a ofertas públicas de venta, tienen otros motivos para llevarse a cabo.

En particular, potencian el denominado “capitalismo popular”, que en esencia trata que los ciudadanos tengan acceso a la inversión en bolsa y puedan beneficiarse de las plusvalías crecientes¹⁰. Es un término que surgió en la década de los 80 con las políticas liberales en Gran Bretaña y Estados Unidos, e hizo que muchas familias sustituyeran el ahorro tradicional por el bursátil. Es consecuencia de las salidas a bolsas de compañías públicas que permiten la entrada al mercado de nuevos inversores como propietarios.

El Estado trata de aumentar al máximo la difusión de la propiedad de las empresas a privatizar. Un objetivo que en muchos casos prima sobre los

¹⁰ Estefanía (2003)



ingresos a obtener, y por ello se establecen rebajas en el precio de suscripción que favorecen la colocación de títulos y la inversión particular. De esta manera se potencia el capitalismo social que comentábamos, y dificulta la renacionalización de la compañía o la amenaza de una OPA hostil¹¹ de mercado.

Sin embargo, en sectores estratégicos como el energético o bancario, el Estado todavía trata de mantener el control en la gestión. Una herramienta para hacerlo, sin necesidad de tener una participación mayoritaria, es mediante las “*golden share*”, una acción nominal que concede al poseedor el derecho de decidir en último término sobre la disolución voluntaria, escisión, fusión o la venta de más del 10% de las acciones de la compañía. En otras ocasiones, se establecen cláusulas que no permiten la venta de los títulos hasta pasado un tiempo de haberse realizado la oferta con el fin de evitar la inversión especulativa.

En España donde la competitividad internacional de la economía se ha visto representada por empresas públicas, las privatizaciones han supuesto la expansión y mayor dinamismo de los mercados de capitales españoles. Por encima del ámbito nacional, el fenómeno de la privatización a nivel europeo favorece la competencia entre mercados y un mayor atractivo para la inversión extranjera.

3.3. Situación de las privatizaciones en España

El proceso privatizador en España dio comienzo a en la década de los 80, de forma tardía respecto al resto de países occidentales.

Una primera etapa se da entre 1986 y 1996. Las distintas privatizaciones ocurren de forma espontánea como solución a las pérdidas económicas de empresas estatales. Existen nuevas necesidades empresariales como el

¹¹ Es el intento de compra de una empresa por la adquisición de una participación mayoritaria en el mercado, tras agotar todas las vías de negociación.

desarrollo tecnológico, las economías de escala o la expansión internacional que la gestión pública no puede afrontar de forma adecuada.

El método más empleado en este tipo de privatizaciones es la venta directa por ser el más ágil y permitir al gobierno maximizar los ingresos obtenidos. El Estado mantiene el control de las grandes compañías por lo que en las ofertas públicas tan sólo se emiten participaciones minoritarias.

Empresas privatizadas mediante oferta pública de venta (1986-1996).

Año	Empresa	Sector	% Vendido	Proceso
1986	Acesa	Autopistas	57,6	OPV
1987	Telefónica	Comunicación	6,0	OPV institucional
1988	Ence	Celulosa	39,3	OPV
1988	Endesa	Energía	20,4	OPV
1989	Repsol	Petróleo	26,4	OPV
1993	Repsol	Petróleo	13,3	OPV institucional
1993	Argentaria	Banca	24,9	OPV
1993	Argentaria	Banca	23,4	OPV
1994	Endesa	Energía	10	OPV
1994	Repsol	Petróleo	0,4	OPV
1995	Ence	Celulosa	18	OPV institucional
1995	Telefónica	Comunicación	10,8	OPV
1995	Repsol	Petróleo	19	OPV

Fuente: Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)

En 1996, el Consejo de Ministros aprueba el Plan General para la Modernización del Sector Público Empresarial. En él se establecen una serie de principios de actuación en el proceso privatizador como eficiencia, publicidad, transparencia, sometimiento a control de las operaciones, defensa de los intereses económicos generales y patrimoniales del Estado, protección de los intereses de accionistas y terceros, aumento de la competencia, y extensión de los mercados de capitales y ampliación de las empresas.



También se fijan las bases para un plan inmediato a gran escala que busca suprimir cualquier participación estatal en compañías públicas y así, aumentar la eficiencia empresarial, favorecer la entrada de nuevos inversores, reducir las subvenciones concedidas, y hacer frente al pago de la deuda pública con los ingresos obtenidos.

Resulta interesante la creación del Consejo Consultivo de Privatizaciones como órgano no vinculante que asesora al Gobierno, por medio de recomendaciones e informes, sobre las operaciones de privatización de empresas antes de llevarse a cabo.

Empresas privatizadas mediante oferta pública de venta (1996 – 2015).

Año	Empresa	Sector	% Vendido	Proceso
1996	Repsol	Petróleo	11	OPV
1996	Argentaria	Banca	24,8	OPV
1996	Gas Natural	Gas	3,8	OPV institucional
1997	Telefónica	Comunicación	20,9	OPV
1997	Aceralia	Aluminio	52,8	OPV
1997	Repsol	Petróleo	10	OPV
1997	Endesa	Energía	25,4	OPV
1997	Aldeasa	Distribución	74,9	OPV
1998	Argentaria	Banca	29,2	OPV
1998	Tabacalera	Tabacos	52,4	OPV
1998	Endesa	Eléctrico	29,5	OPV
1999	Indra	Tec. Información	63,3	OPV
1999	Red Eléctrica	Energía	31,5	OPV
2001	Grupo Iberia	Transporte aéreo	48,51	OPV
2001	Ence	Celulosa	26	OPV institucional
2014	AENA	Gestión aérea	49	OPV

Fuente: Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)

Desde entonces, hablamos de una segunda etapa hasta nuestros días cuando cobran especial protagonismo las privatizaciones por medio de ofertas públicas de venta.



Este plan global de privatizaciones tenía un marcado carácter político y estaba incluido en el programa electoral del Gobierno. Su fin principal era reducir el intervencionismo público en la economía. Las empresas con participación mayoritaria del Estado que comienzan a cotizar en bolsa, eran ya grandes corporaciones con presencia internacional en el mercado y con perspectivas de alta rentabilidad. Las ofertas públicas al mismo tiempo que fomentan el capitalismo social y la participación de la población en el mercado, dificultaban la renacionalización de las empresas para los siguientes gobiernos.

4. Comportamiento de las OPVs públicas en el mercado

4.1 Infravaloración

Aunque según la hipótesis de eficiencia en el mercado las OPVs deberían comportarse de forma neutral, en la práctica esto no ocurre y son varios los factores como el carácter cíclico de las ofertas iniciales o el ejercicio de *golden share*, los que afectan tanto a la rentabilidad el primer día de cotización, como a su rendimiento a largo plazo.

La infravaloración o rebaja en el precio de la OPV es un factor clave que determina el éxito de una salida a bolsa. La valoración de la empresa no lo es todo, y debe tenerse en cuenta consideraciones como la situación global del mercado o la percepción de la empresa por parte del público entre otros. El descuento es un coste inmediato que los propietarios (en el caso de privatizaciones, el Estado), que deciden vender su participación en la empresa deben asumir.

Álvarez Otero, S. (2000) sostiene que la consecuencia principal de la infravaloración es la asimetría de información entre participantes en la OPV y la estructura de la propiedad donde se sitúa el Estado. Partiendo de esta base, la empresa dispone de más información que los potenciales inversores sobre los riesgos de mercado y el valor real que la empresa pudiera tener, y por eso esta dispuesta a asumir los costes que supone un descuento en el precio final y poder aumentar el atractivo. La infravaloración es síntoma de que la empresa emisora está en una situación favorable, y va a recuperar ese coste en el futuro con la captación de fondos en mejores condiciones.

Otra hipótesis de asimetría, radica en que el banco de inversión encargado de lanzar la oferta pública y los inversores institucionales tienen información más detallada que incluso los propios propietarios. Un menor precio favorece a una mayor rentabilidad para los inversores y a que la oferta resulte exitosa para el

banco en contra de los intereses del Estado, que ingresará menor efectivo. Un último caso señala que la rebaja se establecería para compensar a inversores desinformados que estarían en peores condiciones para decidir si suscriben títulos o no, frente a inversores con mayor conocimiento.

De forma contraria, Pirie (1998) considera que la infravaloración es un reclamo para generar una base amplia inversor y por ello, es deseable desde el punto de vista institucional. La rebaja en el precio de salida de los títulos constituye una oportunidad para el particular interesado en suscribir títulos, que de no acudir en un primero momento sabe que el precio de los títulos será mayor de forma inmediata.

Incluso en situaciones en las que el Estado como propietario, no involucrado en la gestión de la empresa, no disponga de información totalmente fiable para valorar los títulos correctamente, preferirá asumir el coste de infravalorar en exceso y tener menores ingresos, que realizar un descuento poco atractivo y poner en peligro el éxito de la oferta.

La cuestión final es tratar de cubrir la oferta de títulos en su justa medida, ya que la prorrata de títulos por una demanda excesiva no justifica la infravaloración del precio final.

Para analizar las consecuencias de esta infravaloración desde el punto de vista del inversor consideramos la rentabilidad resultante del primer día de cotización en relación al precio fijado. Esta prima, consecuencia de la infravaloración, es lo que el inversor espera obtener por suscribir títulos en la OPV.

Cuadro 1

Año	Empresa	% Vendido	Precio medio de la OPV	Cierre primer día	% Rentabilidad
1986	Acesa	57,6%	4,26	4,59	7,8%
1988	Ence I	39,3%	29,15	33,24	14,0%
1988	Endesa I	20,4%	8,41	8,94	6,3%
1989	Repsol I	26,4%	10,13	12,76	25,9%
1993	Argentaria I	25,0%	22,75	25,42	11,7%
1997	Aceralia	52,8%	12,50	12,56	0,5%
1997	Aldeasa	74,9%	19,64	19,89	1,3%
1999	Indra	63,3%	8,94	9,01	0,8%
1999	Red Eléctrica*	31,5%	8,00	7,87	-1,6%
2001	Grupo Iberia	48,5%	1,19	1,12	-5,9%
2014	AENA	49,0%	58,00	70,00	20,7%

Fuente: Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)

El Cuadro 1 recoge todas aquellas ofertas públicas que han supuesto la salida a bolsa de la empresa emisora. Como vemos, ofrecen una rentabilidad a cierre del primer día de cotización mayor en término medio que las OPV subsiguientes, aunque con mayor disparidad.

Al no existir acciones ya cotizando en el mercado, el emisor no tiene referencia alguna para fijar un precio justo de la acción. La empresa prefiere asumir el coste de infravalorar adicionalmente el precio, a que finalmente no puedan cubrirse todos los títulos emitidos y que la oferta pública fracase. El éxito de estas salidas a bolsa resulta crucial ya que se dan en una primera etapa de privatizaciones que, de no tener una buena acogida en el mercado, va a condicionar los siguientes procesos privatizadores, y en general las ofertas públicas como procedimiento de venta de activos financieros.

Títulos como Ence, Endesa, Repsol o Argentaria que forman o han formado parte del IBEX35, y que actualmente son empresas muy competitivas con presencia internacional, ofrecen todas ellas una prima en su debut en bolsa

mayor que la de media del 4,4% . Este es un ejemplo de que, como ya dijimos, la rebaja en el precio de suscripción de títulos puede ser una señal de la buena situación y perspectivas de la empresa.

Por el contrario, las operaciones de Aceralia, Aldeasa, Indra, Red Eléctrica e Iberia, aún suponiendo salida a bolsa de la compañía muestran rentabilidades insignificantes e incluso pérdidas. Dos aspectos pueden explicar este comportamiento anormal:

- El porcentaje a vender en estas ofertas públicas es elevado. En esta situación, el Estado no podrá ofrecer la misma prima que si vendiera una participación minoritaria ya que a mayor participación, mayor volumen de emisión y mayor impacto tendrá la infravaloración en el ingreso total que se obtiene de la privatización.
- Salvo el caso de Iberia, todas las privatizaciones ocurren en un periodo de tres años entre 1997 y 1999, cuando España tenía que corregir un alto déficit público como condición para adoptar el euro, y los procesos de privatización buscan maximizar los ingresos.

Destaca la emisión de Aena por un comportamiento contrario al que las condiciones de mercado podían sugerir. A pesar de que se vendió una participación importante y que todavía el país tenía una gran deuda consecuencia de la crisis económica, ofreció un premio altísimo de más del 20% el primer día.

Como observamos en el Cuadro 2, en las ofertas públicas de venta subsiguientes el premio va a ser positivo en todos los casos, salvo Endesa en 1998, y con menor varianza.

Otro factor que permiten controlar la infravaloración y la uniformidad en los premios bursátiles es la concentración temporal de todos los procesos; todas salvo Ence ocurren entre 1993 y 1998. En la mayoría de los casos, constituyen

además las distintas fases del proceso privatizador de una misma empresa, lo que permite ajustar el precio todavía más.

Cuadro 2

Año	Empresa	% Vendido	Precio medio de la OPV	Cierre primer día	% Rentabilidad
1993	Repsol II	13,3%	16,44	16,74	1,8%
1993	Argentaria II	23,4%	35,69	37,62	5,4%
1994	Endesa II	10,0%	38,28	38,47	0,5%
1995	Ence II	18,0%	18,63	19,23	3,2%
1995	Telefónica II	10,8%	9,76	9,86	1,0%
1995	Repsol III	19,0%	21,10	21,88	3,7%
1996	Repsol IV	11,0%	25,42	26,41	3,9%
1996	Argentaria III	24,8%	30,07	30,95	2,9%
1996	Gas Natural	3,8%	156,26	158,55	1,5%
1997	Telefónica III	20,9%	19,74	20,22	2,4%
1997	Repsol V	10,0%	34,97	36,30	3,8%
1997	Endesa III	25,4%	15,70	16,35	4,1%
1998	Argentaria IV*	29,2%	62,85	63,11	0,4%
1998	Endesa IV*	29,5%	20,27	19,68	-2,9%
2001	Ence III	26,0%	15,00	15,30	2,0%

Fuente: Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI)

En cualquier caso, no se busca suprimir el premio al inversor. La cuantía en la que se va a rebajar el precio de la acción guarda un equilibrio entre el incentivo que genera y el coste que supone para el emisor, ya que el oferente tiene en cuenta el valor del título en el mercado y puede establecer un precio más realista. Como se puede apreciar, las participaciones vendidas en ofertas subsiguientes son menores que en las ofertas públicas iniciales, y la prima no mermará tanto los ingresos que obtiene el Estado con la privatización.

Esta mayor infravaloración de los precios ofertados en las ofertas públicas de venta iniciales fue constatado por Arcas Pellicer y Ruiz Cabestre (2000) quienes además añadían que la infravaloración iba a ser aún mayor en los



tramos minoristas. El premio obtenido por particulares era superior al de inversores institucionales lo que refuerza que el aumento de la base accionarial es un objetivo de primer orden en las ofertas públicas de venta.¹²

4.2 El bajo rendimiento a largo plazo

Bajo la hipótesis de que las empresas privadas son más eficientes que las públicas, deberían presentar rentabilidades positivas y en aumento desde su liberalización. A la hora de definir los objetivos de una empresa pública surgen problemas por el fin último de la actividad que se desarrolla. Si el Estado es el principal accionista, existen objetivos distintos a la maximización de valor, que en muchos casos se consigue a costa del cliente o contribuyente que a la vez, en último término es propietario de la compañía.

El traspaso a manos privadas permite a la directiva centrarse en el cumplimiento de un único objetivo económico y prestar mayor interés a los flujos financieros y a la búsqueda del beneficio de mercado. A medida que se fuera reduciendo la participación pública debería incrementarse el rendimiento de mercado de la oferta como reflejo de una gestión más eficiente con un fin económico claro.

Ya desde las ofertas iniciales que suponen salida a bolsa y la entrada de accionistas privados en la estructura de propiedad, debiera haber un rendimiento positivo. Sin embargo, existen evidencias de rendimientos anormales por debajo de la media del mercado y en ocasiones negativos tras largos periodos de cotización en el mercado norteamericano. Aunque esta tendencia puede apreciarse en la mayoría de países incluido España.¹³

La operativa en el mercado tras el debut en bolsa va a afectar al comportamiento de la acción. Es decir, que el comportamiento de las OPV que realiza la empresa de forma posterior va a influir negativamente en el

¹² Vickers (1993)

¹³ Loughran, Ritter y Rydqvist (1994)



rendimiento de la oferta pública inicial¹⁴. En la práctica vemos que la tendencia negativa se da tanto en ofertas públicas iniciales como en las posteriores ofertas públicas de venta, lo que nos hace pensar que existe alguna relación entre ambos procesos.

Es frecuente que las empresas que salen a bolsa por oferta pública acudan de nuevo al mercado en poco tiempo lanzando ofertas públicas de venta en las que experimentan pérdidas de riqueza por la infravaloración de los títulos que ya comentamos. Por lo que a priori, podemos establecer una relación de causalidad entre ambos procedimientos, OPI y OPV.

Otro aspecto que influiría en el rendimiento a largo plazo se explica a través de la hipótesis de las “ventanas de oportunidad”. Existen evidencias¹⁵ de que es el comportamiento de los inversores la causa principal del bajo rendimiento a largo plazo. Independientemente de la rebaja en el precio de suscripción del título, el mercado va a sobrevalorar las ofertas públicas iniciales y una vez que el rendimiento operativo no ha sido el esperado tras la privatización, la rentabilidad cae. Los propios emisores van a realizar abiertamente estas operaciones en periodos de alta concentración de ofertas públicas con gran cantidad de empresas emitiendo títulos en el mercado. Surge sobreoptimismo entre los inversores que provoca un mejor precio final y máximos en las cotizaciones. Pasados estos periodos muchos inversores que corrigen su valoración inicial, venden sus participaciones y generan rendimientos decrecientes a largo plazo.

En el cuadro del Anexo 2 con el comportamiento reciente de las principales OPV, podemos apreciar que la variable con mayor impacto en la rentabilidad acumulada es el precio final de la oferta. (Los precios aparecen ajustados por los diferentes split de acciones y el canje de acciones en el proceso de fusión de Argentaria)

¹⁴ Álvarez Otero y González Méndez (2003)

¹⁵ Farinós (2001)



Basándonos únicamente en los datos, Ence puede ilustrar el impacto desfavorable por la relación entre ofertas públicas. En 2001 presentaba una rentabilidad negativa con un precio de salida de 15€, pero en la anterior el precio era de 18,63€ y en la oferta pública de venta inicial de 29,15€. Si en la segunda OPV presenta una prima positiva podemos considerar que el hecho de acudir al mercado para continuar con el proceso privatizador tuvo un impacto negativo en el comportamiento del título.

Para contrastar la hipótesis de la ventana de oportunidad construimos el siguiente cuadro que compara las OPVs de dos empresas en momentos de gran actividad emisora (1997-1998) y en otros momentos que no.

*En el caso de las acciones de Endesa, el precio es el medio de la oferta pública ajustado.

Año	Títulos	Precio minorista*	Var.Precio	Cierre 01/06	Rent.Acumulada	Var.Rent	Var.Porcentual
1995	Repsol	6,91		17,33	150,80%		
1996	Repsol	8,31	20,26%	17,33	108,54%	-28,02%	-1,3830
1997	Repsol	11,63	39,95%	17,33	49,01%	-54,85%	-1,3728
1988	Endesa	2,1035		17,33	723,86%		
1994	Endesa	9,571	355,00%	17,33	81,07%	-88,80%	-0,25
1997	Endesa	15,698	64,02%	17,33	10,40%	-87,18%	-1,36
1998	Endesa	20,27	29,12%	17,33	-14,50%	-239,51%	-8,22

El dato que nos interesa es el de la última columna (var.porcentual) que muestra cuanto disminuye la rentabilidad acumulada de la oferta pública ante la variación de un punto porcentual del precio final respecto a la oferta pública inmediatamente anterior.

Por ejemplo, en las acciones de Endesa, el precio final de la oferta de 1998 tiene un impacto más negativo en la rentabilidad acumulada de esa oferta que,

que el precio final de la llevada a cabo en 1997, que a su vez influye más negativamente que el precio de 1994.

Los datos muestran que efectivamente en épocas de alta actividad bursátil el precio final de las OPVs está sobrevalorado, y que tras corregirse la rentabilidad deja de ser la esperada. La rentabilidad acumulada varía más negativamente que en otros periodos.

Sin embargo, en el caso de Repsol ocurre lo contrario y es en periodos de baja concentración de ofertas públicas cuando ligeramente, el precio tiene un mayor efecto negativo.

Por tanto no podemos concluir afirmando que se cumple la hipótesis de la ventana de oportunidad a la luz de este ejemplo.

Conclusión

El fenómeno de las ofertas públicas de venta como instrumento de privatización nace en un contexto de profundo cambio en los mercados financieros.

Recientemente, los mercados de capitales están cobrando especial relevancia por su apertura internacional, la reducción de costes de operativa y la creación de mercados para empresas de pequeña capitalización. Esta importancia es también consecuencia del impacto de la crisis en España; que ha dejado un sector bancario inestable, con desequilibrios en las cuentas, exceso de capacidad, y abundantes activos de riesgo.

Las empresas deciden llevar a cabo ofertas públicas de venta y otras operaciones de mercado para acceder a vías de financiación alternativas al crédito bancario. Aparte de otros motivos como la notoriedad y prestigio, la apertura internacional, y la legitimación de su posición en el mercado.

En el caso de empresas públicas, a estas razones se suman las consecuencias de convertirse en entidades privadas como son el aumento de la eficiencia operativa, la maximización del valor de mercado, la apertura a la inversión extranjera, y la reducción de los costes de agencia estando propiedad y control en las mismas manos.

Desde el punto de vista del Estado, el fenómeno privatizador ha sido de vital importancia para la integración monetaria europea y la competitividad internacional de nuestra economía.

Por un lado ha servido para sanear las cuentas estatales y reducir el déficit público. Mientras que por otro, ha limitado el intervencionismo económico con políticas liberalizadoras de las condiciones de mercado, fomentando la competitividad, el dinamismo y la iniciativa empresarial. El grueso de

compañías privatizadas han sido aquellas con mayor recorrido e importancia en la economía española, y sus ofertas públicas han aumentado el atractivo de la bolsa y la participación de particulares en las estructuras de empresas y mercados.

Del análisis, sabemos que de forma posterior a los procesos de privatización el comportamiento de las compañías parece favorable a corto plazo, ya sea fruto o no de la expectación que se genera en las ofertas públicas de venta. No obstante, a largo plazo la tendencia cambia y no somos capaces de establecer una pauta de comportamiento general. Depende en gran parte de la naturaleza de la empresa y la consecución de sus objetivos, que bajo la hipótesis de eficiencia de empresas privadas muestran por lo general resultados positivos.

En cualquier caso, la utilidad de las privatizaciones en la política económica es un hecho constatado que se escapa más allá de los planteamientos políticos de una u otra ideología. Y del mismo modo, los mercados de capitales abren un mundo de posibilidades para el desempeño financiero de las empresas objeto de privatización.

Por todo ello es lógico pensar que los proceso de privatización de empresas públicas, independientemente de si atiende a estrategia de política económica del Estado, o a necesidades de desarrollo empresarial de la compañía, tendrán consecuencias positivas inmediatas para ambas partes.

Bibliografía

Allison, S. Hall, C. y McShea, D. (2008): The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors. Merrill Corporation.

Álvarez Otero, S. (2000) La valoración de las ofertas públicas iniciales. Universidad de Oviedo.

Álvarez Otero, S. y González Méndez, V.M. (2003): Análisis de la rentabilidad de las empresas que salen a bolsa: ventanas de oportunidad y efecto informativo. Universidad de Oviedo.

Arcas Pellicer, M.J. y Ruiz Cabestre, F.C. (2000): Las privatizaciones en el mercado bursátil español: reacciones de precios y volúmenes de contratación. Revista española de financiación y contabilidad n.104

Bel Queralt, G. (2002): Privatization: public offerings and political objectives. Applied Economics n.34

Demirguc-Kunt, A., Feyen, E. y Levine, R. (2011): The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. The World Bank.

Estefanía, J. (2003): La cara oculta de la prosperidad: economía para todos. Editorial Taurus.

Farinós J. E. (2001): Rendimientos anormales de las OPV en España. Investigaciones Económicas n.XXV

García Coto, D. , Sánchez García, A. y Beirás Escudero, J. (2010): Las salida a bolsa como eje de transformación económica y social. Servicio de Estudios de BME.



Gregoriou, G.N. (2011): Initial Public Offerings, an international perspective. Elsevier Finance.

Hull, J.C. (2012) Risk management and financial institutions. Wiley Finance

López Blanco, E. (2008): Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Loughran, T. Ritter, J. R. Rydqvist, K. (1994): Initial Public Offerings: International insights. Pacific-Basin Finance Journal

Maudos Villaroya, J. y Fernandez de Guevara J. (2008): La banca española en el contexto europeo. Fundación BBVA.

Meggison, W.L., Nash, R.C., y Van Randenborg, M. (1994): The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical análisis. Journal of Finance n.49

Melle Fernández, M. (2009): Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación. Universidad Complutense de Madrid.

Naredo J.M. (2009): Luces en el laberinto: Autobiografía intelectual y alternativas a la crisis. La Catarata, Madrid.

Pampillón, R. (1997): Concurrencia y transparencia en las privatizaciones en España. Boletín económico del ICE n.2546.

Pirie, M. (1998): Privatization. Theory, Practice and Choice. Wildwood House.



Rodríguez, L., Cuervo A., Calvo, A. y Parejo, J.A. (2012): Manual del sistema financiero español. Editorial Ariel S.A.

Sánchez Carreira, M.C. (2002): Una visión crítica del proceso de privatizaciones en la economía española. Universidad de Santiago de Compostela.

Vickers, J. S. (1993): El programa de privatizaciones británico: una evaluación económica. Moneda y Crédito n.196

Anexos

Anexo 1

Acciones:

- a) La Sociedad deberá tener un capital mínimo de doscientos millones de pesetas (1.202.025€) cuando pretenda su admisión a cotización oficial.
- b) A efectos de determinar el cumplimiento del mínimo establecido en el epígrafe anterior no se tendrá en cuenta la parte del capital correspondiente a accionistas cada uno de los cuales, directa o indirectamente, posea una participación en el mismo igual o superior al veinticinco por ciento.
- c) Los beneficios obtenidos en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos en un período de cinco años hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el seis por ciento del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales u obligatorias que correspondiesen.

Obligaciones y títulos-valores similares:

- d) El importe total nominal de los títulos-valores puestos en circulación de cada emisión cuya admisión a cotización oficial se solicita será como mínimo de cien millones de pesetas.
- e) Apartado derogado

Comunes a acciones y obligaciones o títulos-valores similares:

- f) El número de accionistas u obligacionistas con participación individual inferior al veinticinco por ciento del capital o de la emisión será al menos de cien, en ambos casos.
- g) Cuando no se pongan de manifiesto las circunstancias de participación aludidas en los apartados b) y f) de este número o, en otro caso, cuando los mínimos de difusión de las participaciones, en ellos contenidos, no se den, el emisor deberá comprometerse previo acuerdo de la Junta general de accionistas, en su caso, a consignar en poder de las Juntas Sindicales correspondientes, por mediación de sus propietarios, los títulos que sean necesarios para que vendidos públicamente por cuenta de aquéllos se obtenga la mínima difusión necesaria. De tal consignación deberá darse cuenta inmediatamente a las Juntas Sindicales de las demás Bolsas y a la Junta Central de Colegios Oficiales de Corredores de Comercio. Cuando la admisión se pretenda en varias Bolsas la consignación se hará por partes iguales.
- h) La consignación a que se refiere el apartado g) anterior podrá ser sustituida por el compromiso de las entidades que hayan de atender la contrapartida de atender públicamente las ofertas y demandas en régimen de mercado a petición de las Juntas Sindicales correspondientes, que establecerán las garantías que deberán ser exigidas para responder del efectivo cumplimiento de aquel compromiso, que será asumido en documento público.

Anexo 2

Año	Empresa	% Vendido	Precio minorista ajustado	Cierre 1/06/15	Dividendo	% Rentabilidad	% Premio	Privatización	Oferta inicial
1995	Telefónica II	10,8%	3,23	12,85	7,33	613,96%	0,99%	No	No
1995	Repsol III	19,0%	6,91	17,33	11,06	348,33%	3,70%	No	No
1996	Repsol IV	11,0%	8,31	17,33	10,83	270,99%	3,90%	No	No
1996	Argentaria III	24,8%	4,44	8,99	6,21	277,53%	2,94%	No	No
1997	Telefónica III	20,9%	6,49	12,85	7,10	251,94%	2,44%	Sí	No
1997	Repsol V	10,0%	11,63	17,33	10,56	161,99%	3,80%	Sí	No
1997	Endesa III	25,4%	15,52	17,16	27,91	231,75%	4,14%	No	No
1998	Argentaria IV*	29,2%	9,43	8,99	6,02	75,10%	0,41%	Sí	No
1998	Endesa IV*	29,5%	20,27	17,16	27,78	153,17%	-2,90%	No	No
1999	Indra	63,3%	4,47	8,88	4,76	224,03%	0,78%	Sí	Sí
1999	Red Eléctrica*	31,5%	8,00	76,72	16,27	1081,67%	-1,63%	No	Sí
2001	Ence III	26,0%	15,00	3,25	3,40	-49,44%	2,00%	Sí	No
2015	AENA	49,0%	58,00	95,40	0,00	64,48%	20,69%	No	Sí

