

## DESEÑO E IMPACTO DUNHA OPV NO MERCADO DE VALORES ESPAÑOL: OS CASOS DE INDITEX E IBERIA

LORETO FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ / SARA FERNÁNDEZ LÓPEZ  
Departamento de Economía Financeira e Contabilidade  
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais  
Universidade de Santiago de Compostela

*Recibido:* 16 outubro 2001

*Aceptado:* 31 outubro 2001

---

**Resumo:** O éxito dunha empresa cando inicia a súa andaina nos mercados bolsistas depende de múltiples factores. Agora ben, o modo de levar a cabo a súa saída a bolsa, isto é, a súa oferta pública de venda inicial, desenvolve un papel importante xa que supón a súa "presentación en sociedade". Aínda que o proceso dunha OPV é similar nas súas etapas principais, as circunstancias que rodean a cada empresa nas diferentes fases poden explicar en parte a posterior evolución dos títulos no mercado secundario a pesar de que, sen dúbida, cómpre ter en conta neste sentido a evolución do mercado en xeral.

A todos estes aspectos faremos referencia a continuación, utilizando de forma ilustrativa dous casos: as dúas únicas OPV que se produciron no mercado español no que vai de ano e que constituíron exemplos antagónicos de desenvolvemento deste tipo de operacións: Iberia e Inditex.

**Palabras clave:** OPV / Mercado de valores.

### DESIGN AND IMPACT OF AN IPO AT THE SPANISH STOCK MARKET: INDITEX AND IBERIA

**Abstract:** The success of a firm which begins to quote at the stock market depends on multiple factors. However, the way the Initial Public Offer is carried out plays a significant role since it represents its debut at the stock market. Although IPO processes are similar in their main stages, the conditions of each firm along the different phases of the process can partially explain the subsequent evolution of the shares in the stock exchange, even though the general evolution of the market needs also to be taken into account.

In this paper attention will be paid to all these factors through the illustrative analysis of the only two IPOs carried out at the Spanish stock market this year, which represent two opposite examples of development of this kind of operation: Iberia and Inditex.

**Keywords:** IPO / Stock exchange market.

---

## 1. INTRODUCCIÓN

O inicio do século XXI veu marcado na bolsa española por tres feitos particularmente significativos (Bolsa de Madrid, 2000, p. 10): en primeiro lugar, os volumes de contratación e de capitalización, o número de empresas cotizadas e o financiamento da economía alcanzaron novas marcas; en segundo lugar, os procesos técnicos melloraron de forma ostensible e, por último, a presenza internacional do mercado viuse reforzada.

Sen embargo, tamén cómpre sinala-la evolución negativa da rendibilidade que caracterizou ás principais bolsas mundiais, incluíndo a española. Os principais índices sufriron perdas no ano 2000, tendencia que continuou durante a primeira metade de 2001 debido fundamentalmente á preocupación dos investidores sobre certos aspectos da conxuntura económica e bolsista. Neste sentido, destaca a caída que se veu producindo dende o primeiro trimestre do 2000 dos valores tecnolóxicos, que tan alta valoración acadaran no ano 1999. Outros feitos que influíron de maneira decisiva nos mercados, e concretamente no español, foron a elevada cotización do dólar, que os investidores temían que se plasmase nunha redución dos resultados das empresas norteamericanas, a suba do prezo do petróleo e, por suposto, a baixada do euro.

A pesar destes elementos negativos, o importante crecemento dos beneficios brutos das empresas cotizadas desenvolveu un papel de contrapeso para a bolsa española durante o ano 2000, o que permitiu finaliza-lo ano con boas perspectivas. Tanto o volume de negocio como de novos fondos obtidos polas empresas foron os maiores da historia bolsista española. Por exemplo, o volume de contratación alcanzado na bolsa de Madrid foi 1200 veces maior ca no 1980 e 20 veces maior que no 1999.

Este crecemento, nun ano que non destaca pola rendibilidade obtida, é un claro signo da evolución positiva dos sistemas de contratación, o que levou a que moitas empresas puxeran a súa mirada no mercado de valores. Así, o número de empresas cotizadas, que ata mediados dos noventa rexistraba un escaso movemento, atinxe un ritmo de crecemento histórico dende o ano 1998 (táboa 1). A maior parte das 327 novas empresas admitidas a cotización no ano 2000 son de carácter financeiro (sociedades de investimento mobiliario e sociedades de investimento mobiliario de capital variable), concretamente 315, mentres que das restantes, 6 son empresas non financeiras e outras 6 empresas latinoamericanas que se incorporaron a Lati-bex.

**Táboa 1.-** Evolución do número de empresas cotizadas (1990-2000)

ANOS	Nº ADMISIONS	Nº EXCLUSIONS	Nº TOTAL DE SOCIEDADES COTIZADAS A FINAL DE ANO
1990	24	13	433
1991	16	13	436
1992	11	46	401
1993	6	28	379
1994	16	17	378
1995	7	19	366
1996	11	16	361
1997	43	16	388
1998	113	17	484
1999	266	23	727
2000	327	18	1.036

FONTE: Bolsa de Madrid (2001, p. 109).

Centrándonos nas compañías que botaron man do mercado de valores para obter recursos financeiros, a afluencia de novos valores ó mercado constituíu un dos fenómenos bolsistas máis significativos do ano 2000, ó superarse tódalas marcas alcanzadas en anos anteriores (táboa 2).

**Táboa 2.-** Fluxo de nova liquidez á bolsa (millóns de euros)

ANOS	NOVAS ADMISIONS CON OPV (EMP. PRIVADAS)	PRIVATIZACIÓNS CON OPV	NOVAS ADMISIÓNS SEN OPV PREVIA	AMPLIACIÓNS DE CAPITAL (OPS)	TOTAL
1998	866,58	10.859,49	470,75	9.431,35	21.628,16
1999	24.072,24	1.501,53	1.078,82	29.353,68	56.006,27
2000	65.555,32	0,00	1.976,42	65.925,05	133.456,79

FONTE: Bolsa de Madrid (2001, p. 102).

No ano 1997 comezou a presentarse no sistema financeiro español unha escaseza de oferta de valores, consecuencia fundamentalmente dos cambios que se producían no comportamento financeiro das familias españolas e na actividade dos investidores non residentes. Ademais, a oferta non chegaba a adaptarse a este novo contorno caracterizado pola forza da demanda. Así, durante ese ano e mailo seguinte as privatizacións de empresas, realizadas a través de ofertas públicas de venda de valores (OPV), acapararon todo o protagonismo, deixando o mercado preparado para que empresas privadas saísen por primeira vez a el e, así mesmo, que as empresas xa cotizadas aproveitasen a capacidade proporcionada por este para obter financiamento a través de ampliacións de capital. Desta forma, nos anos 1999 e 2000 os volumes totais de nova liquidez ó mercado duplicaron os de anos anteriores.

No ano 2000, concretamente, doce empresas realizaron ofertas públicas de venda e/ou subscripción, catro das cales iniciaban a súa andaina no mercado<sup>1</sup>. A elas habería que engadir Jazztel, cunhas accións que xa cotizaban no mercado estadounidense Nasdaq e no europeo Easdaq, e que é a única compañía que foi admitida por primeira vez no mercado español a través dunha colocación privada entre investidores institucionais.

No primeiro semestre do 2001, dúas foron as empresas que lanzaron accións ó mercado español, ámbalas dúas emblemáticas nos seus respectivos sectores: a compañía de transporte aéreo IBERIA e o grupo téxtil INDITEX. Aínda que, no deseño das respectivas OPV o proceso é similar nas súas etapas principais, poden observarse diferencias tanto nas circunstancias que rodearon a cada empresa nas diferentes fases como nas razóns para colocalos seus títulos no mercado. Esas diferencias poden explicar en parte a posterior evolución dos títulos no mercado secundario, aínda que, sen dúbida, habería que ter en conta neste sentido a evolución do mercado en xeral.

<sup>1</sup> Estas catro foron Grupo Prisa, Grupo Auxiliar Metalúrgico (Gamesa), Amadeus e Logista. As restantes foron Grupo Recoletos, BBVA, Zeltia, BSCH, TecnoCom, SOS Arana, Telefónica Móviles e European Aeronautic Defence and Space Company (EADS).

A todos estes aspectos faremos referencia a continuación, utilizando de forma ilustrativa estes dous casos que constituíron exemplos antagónicos de desenvolvemento deste tipo de operacións, xa que se trata de dúas empresas con historias radicalmente distintas.

De forma moi breve e remontándonos a épocas recentes, hai que lembrar que IBERIA sofre a súa primeira crise na década dos noventa, da que sae gracias á aceptación do seu plan estratéxico por parte da Comunidade Europea, o que permite unha única achega de capital por parte do Estado español para contrarrestar as perdas. A finais do 1994 estas fanse insostibles e ameazan con provocar a quebra da compañía, necesitando 130.000 millóns máis para sanea-la súa estrutura financeira, aínda que a Comisión Europea impedía calquera axuda pública ata 1997. A partir deses momentos desenvólvese un plan de viabilidade a fin de sanea-la súa situación e privatizala.

Pola súa parte, INDITEX, creada no 1975 coa apertura da primeira tenda na Coruña polo seu presidente e accionista maioritario Amancio Ortega, segue unha traxectoria totalmente oposta. A partir desa data, a súa evolución é sempre crecente e positiva, ata o punto de se converter nunha das empresas españolas máis recoñecidas no ámbito internacional pola súa capacidade anovadora e por unha actuación excelente. Na actualidade conta con seis cadeas e máis de 1000 tendas repartidas en 33 países.

A pesar de tratarse de dúas empresas de actividade e evolución tan dispar, o que a priori dificilmente xustifica unha análise comparativa, ámbalas dúas teñen, sen embargo, certas semellanzas. Para comezar, trátase de negocios cíclicos; mentres IBERIA depende, coma tódalas empresas de transporte, da economía dos países en que traballa, do prezo do petróleo e do dólar, o negocio téxtil está sometido ós numerosos vaivéns do ciclo económico do consumo privado.

Así mesmo, e como veremos a continuación, o deseño e o desenvolvemento da saída a bolsa de toda empresa ha de seguir un proceso que presenta similitudes no básico da súa estrutura. A análise comparativa das circunstancias que rodearon a ámbalas dúas empresas ó longo do devandito proceso permitiranos establecer as nosas conclusións finais.

## **2. CONCEPTO E MOTIVOS DUNHA OPV**

A OPV constitúe unha apelación ó aforro público por parte da empresa a través da oferta de títulos que non se atopaban en circulación. A primeira OPV que realiza unha empresa convértea en cotizada, posto que a través desta operación sae por primeira vez a bolsa e os seus títulos cotizan no mercado (xeralmente coñécese como oferta pública inicial). Posteriormente, para emitir de novo títulos que non se atopaban anteriormente en circulación, a empresa pode realizar novas OPV.

A finalidade principal destas operacións é ampliar-lo número de accionistas dunha sociedade, ó introduci-las súas accións nun mercado ó que terán acceso múltiples investidores conseguindo con iso as vantaxes que reporta a cotización bolsista. Sen embargo, a empresa non incrementa o seu capital social, este simplemente cambia de mans. É nunha oferta pública de subscripción de títulos novos cando a empresa realmente amplía o capital social.

Agora ben, segundo se trate dunha empresa pública ou privada podería falarse de diversas razóns para a saída a bolsa. A OPV é o proceso xeralmente seguido na privatización dunha empresa pública. Por un lado, o Goberno ten acceso ó financiamento que lle proporciona a venda das súas accións; por outro, a empresa deixa de estar baixo o control da administración pública, o que en ocasións pode prexudicarlo seu funcionamento, para integrarse plenamente no sector privado.

Pola súa parte, a motivación principal dunha empresa privada é o acceso ó financiamento que ofrece o mercado e a reestructuración do seu accionariado. Adicionalmente pode falarse doutras razóns complementarias:

- *Busca de equilibrio financeiro.* O financiamento a través de accións –capital propio– ofrece flexibilidade e reduce o risco financeiro, o que contribúe a melloralo equilibrio financeiro. Aínda que a empresa cede parte do capital a terceiros, non significa irremediamente unha perda de control.
- *Converter en liquidez parte do capital investido.* A bolsa repórtalles liquidez ós accionistas a un prezo razoable, en función da situación da empresa e do mercado, e isto pode axudar a resolver problemas, especialmente en empresas familiares. Nestes casos preséntanse, ademais, outras razóns para cotizar en bolsa como dar continuidade á compañía, isto é, institucionaliza-la empresa para asegura-la persistencia da xestión empresarial.
- *Notoriedade financeira e publicidade comercial.* Tanto analistas profesionais como investidores demandan, cada vez con maior interese, información sobre empresas cotizadas, o que supón unha maior repercusión publicitaria e impacto das accións promocionais que emprenda a empresa, principiando pola propia campaña de saída a bolsa. No caso de empresas que producen bens de consumo ou servicios, a bolsa contribúe, ademais, a aumenta-lo grao de difusión da súa marca e imaxe.
- *Prestixio e recoñecemento financeiro.* A admisión a bolsa implica o cumprimento por parte da empresa dunha serie de requisitos que son recoñecidos no mercado, non só polos investidores senón tamén por clientes, provedores e interlocutores financeiros como garantía de transparencia e de solvencia financeira. Cotizar en bolsa significa que a sociedade acadou un alto grao de organización e control. Todo esforzo en favor da racionalización e profesionalización da xestión da empresa será valorado polos investidores e reflectirase na cotización dos seus títulos,

polo tanto, existe un incentivo constante a incrementa-la competitividade da compañía.

- *Valoración obxectiva da empresa.* As empresas que cotizan en bolsa contan cun valor de mercado obxectivo, que constitúe unha referencia para os investidores, sexan ou non accionistas da empresa. Así mesmo, esa valoración obxectiva converte as accións nun instrumento de elevada liquidez susceptible de ser ofrecido nunha operación financeira, peñor na concesión de préstamos, etc.
- *Acceso á maior comunidade investidora.* Na bolsa operan á vez moitos e moi diversos tipos de investidores: internacionais, institucionais e pequenos investidores. Ademais, a bolsa española é a cuarta europea e a décima do mundo en volume de contratación diario, e ofrece un exceso de demanda de títulos co que, se a operación foi ben deseñada, o éxito na súa colocación está practicamente garantido.
- *Incentivos para os traballadores e outros colectivos.* As empresas ofrécenlles a miúdo ós seus traballadores a oportunidade de participar no seu capital; a cotización das accións no mercado engádelle un atractivo moi importante a ese incentivo, posto que o traballador poderá, se o desexa, vender en calquera momento as súas accións.

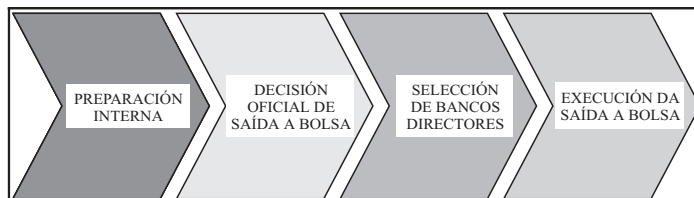
Cando unha compañía toma a decisión de saír a bolsa, a razón non adoita ser única e, en todo caso, a empresa poderá beneficiarse do conxunto de vantaxes que ofrece a cotización no mercado. Entre as razóns formuladas por INDITEX, a fundamental é a conversión en liquidez de parte do seu capital investido. A saída a bolsa preséntase para logra-la continuidade da empresa e para garanti-lo seu funcionamento a través dun consello de administración e dunha xunta xeral.

No caso de IBERIA, a privatización e a obtención de financiamento por parte do Goberno é o motivo fundamental da súa saída a bolsa. A intervención mediante a inxección de capital público a principios dos noventa provocara serios conflitos coa Comisión Europea que vía neste tipo de actuación unha violación das leis de libre competencia.

### 3. O PROCESO DUNHA OPV

O proceso seguido por unha compañía para saír a bolsa consta fundamentalmente de catro fases (figura 1):

- 1) Preparación interna.
- 2) Decisión oficial de saída a bolsa: os accionistas comprométense a vender unha determinada cantidade de títulos.
- 3) Selección de bancos directores.
- 4) Execución da saída a bolsa.

**Figura 1.-** Proceso que seguir por unha empresa na súa saída a bolsa

### 3.1. PREPARACIÓN INTERNA

A primeira fase consiste en prepara-la empresa para o seu lanzamento a bolsa, de forma que cando se anuncie oficialmente a saída non só cumpra tódolos requisitos para cotizar senón que internamente estea en condicións de saltar ó parqué. IBERIA é a primeira en iniciar esta preparación interna a través dun plan estratéxico para os anos 97-99, aínda que o proceso se inicia xa o 28 de xuño de 1996 cando o Consello de Ministros inclúe no plan de privatizacións a transmisión da empresa. INDITEX comeza este proceso no ano 2000.

Nesta primeira etapa téñense en conta basicamente os seguintes aspectos:

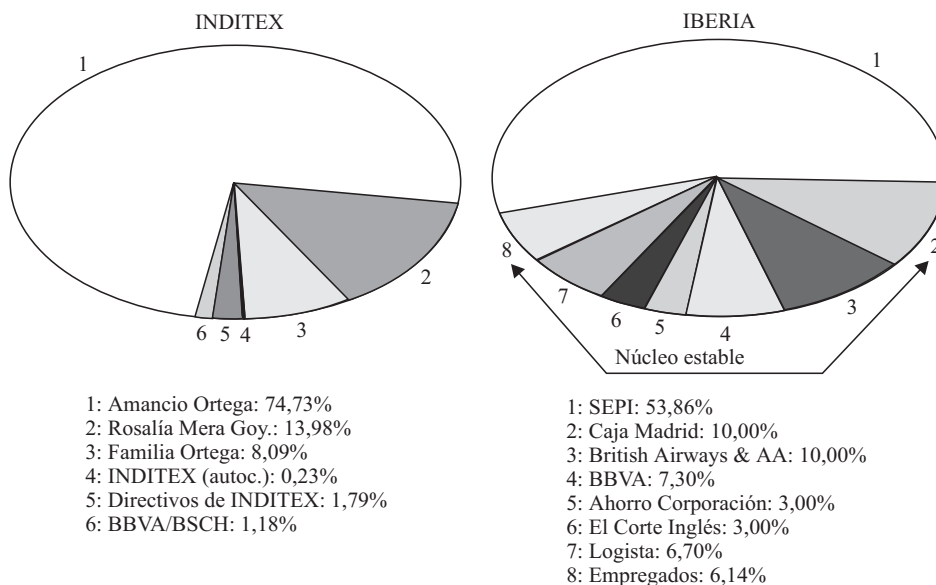
◆ *Estructura do grupo e ordenación de activos.* É necesario reorganizar e reordena-los activos da empresa eliminando todas aquelas actividades que non se destinan á actividade principal. Así, INDITEX desfaise de todos aqueles negocios que non están demasiado relacionados coa venda de roupa. Pola súa parte, IBERIA lánzase neste período á compra de *Air Europa*. Sen embargo, diferencias no prezo, na integración de pilotos e problemas previsibles co Tribunal da Competencia fan imposible a operación. Este feito ten dúas consecuencias fundamentais: o desprestixio para a imaxe de IBERIA que non consegue facerse coa compañía desexada e o mantemento dun tamaño relativamente pequeno nun sector de compañías globais.

◆ *Goberno corporativo.* Para evitar, ou reducir na medida do posible, a aparición de problemas de axencia é necesario deixar claro dende o principio cál será o reparto de poder. Nas figuras 2a e 2b aparece resumida a situación das dúas empresas antes da súa saída a bolsa.

No caso de INDITEX, o seu principal propietario coincide co seu xestor, Amancio Ortega, situación que non vai cambiar trala OPV xa que, como veremos posteriormente, conservará a maioría do capital social. A situación en IBERIA é moito máis complexa; existe un núcleo estable formado por un socio industrial estranxeiro, *British Airways & American Airlines*, que posúe tres votos, e cinco socios institucionais españois: Caja Madrid, con dous votos, BBVA e Logista, con 1,5 votos cada un, e El Corte Inglés e Ahorro Corporación, cun voto cada un. Este reparto de poder ha de manterse trala saída ó parqué, xa que tódolos accionistas do

núcleo estable teñen prohibido adquirir máis dun 10% do total do capital da OPV. Ademais, o Goberno de España resérvase a acción de ouro ou *golden share*, que lle permite ó Estado bloquear calquera compravenda de accións superior ó 10% do capital durante os próximos cinco anos.

**Figuras 2a e 2b.-** Estructura accionarial antes da saída a bolsa



Este tipo de estrutura da propiedade supuxo importantes custos a IBERIA, e non só de tipo económico. Por un lado, están os honorarios dos avogados e dos negociadores que traballaron ata chegar a un acordo final e, por outro, o malestar entre os socios do núcleo estable polos distintos acordos establecidos entre o socio industrial e os accionistas institucionais ó adquirirla compañía. A iso cómpre engadilo desprestixio que pode ocasionala acción de ouro que se reserva o Goberno, e que xa dende Bruxelas foi criticada por ir contra a liberdade de movementos de capital.

♦ *Plan estratéxico.* A elaboración dun *plan estratéxico* serve de base para coñecerlo que a empresa realizará durante os próximos anos. Neste sentido, mentres que o plan estratéxico de INDITEX ten como un dos seus eixes centrais a súa expansión internacional, o de IBERIA vincúlase máis a buscar unha solución para o que nos últimos anos constituíu un dos seus principais problemas: o conflito da dirección cos pilotos.

♦ *Política financeira e estrutura de capital.* No relativo ó seu pasivo a empresa ha tomar certas medidas para afrontar a saída a bolsa. Unha das máis importantes é a que fai referencia ó reparto de dividendos previsto para os próximos anos.



Así, INDITEX contraeu o compromiso de reparti-lo 20% dos beneficios netos consolidados do grupo nos seguintes exercicios. Este compromiso é similar ó de IBERIA que ten previsto alcanzar uns beneficios de 150.000 millóns nos próximos tres anos e reparti-lo 25% en forma de dividendos. Ademais, esta última, para atrae-lo interese do pequeno investidor, anunciou o pagamento de 7.000 millóns de dividendos antes do verán.

◆ *Vinculación do persoal.* É necesario garantirlle ó novo accionista que aquelas persoas que loitaron pola empresa continuarán “no mesmo barco”. No caso de INDITEX, Amancio Ortega e o equipo de directivos que lle acompaña comprometéronse a non vende-la súa participación antes dun ano e a non traballar para a competencia en menos de 5 anos. En cambio, o persoal é un dos principais problemas de IBERIA xa que, aínda que o papel dos pilotos é esencial para a boa marcha da compañía, supoñen un colectivo moi conflictivo que en ocasións cuestiona o seu funcionamento. Coa folga de celo<sup>2</sup> iniciada en febreiro do ano 2001 e que non se resolveu satisfactoriamente ata o 8 de marzo, a penas a tres semanas de empezar a cotizar os pilotos puxeron en perigo toda a OPV. A súa actuación foi suficiente para lembrarlle ó investidor quen pode poñer en xaque á compañía. De feito, dous meses despois de que a compañía se estrease no parqué, ameazaron novamente cunha nova folga para os meses do verán. Evidentemente, estes movementos prexudican, en principio, a saída a bolsa, e posteriormente a cotización, debido á deterioración da imaxe da empresa e ás reticencias do investidor a coloca-lo seu diñeiro nunha compañía onde un único colectivo é quen de facer periga--lo seu normal funcionamento.

◆ *Contabilidade e auditoría.* A preparación interna da empresa esixe a realización de informes simples, claros e coa máxima transparencia. Desta forma, facilitaráselles a presentación da empresa ós analistas dos bancos coordinadores da operación, o que se coñece como *due dilligence*.

◆ *Comunicación e imaxe corporativa.* No caso de INDITEX a preparación interna para saír a bolsa requiriu un esforzo considerable, tanto na creación dunha imaxe corporativa de cara ó exterior como na difusión da operación entre os seus traballadores (a priori unha gran parte dos seus empregados tiñan pouca cultura financeira no relativo ó mercado de valores polo que se requiriu dedicar un maior esforzo a explicar en qué consistía a operación e cal sería a súa posición tras ela).

◆ *Mercado de capitais e relación cos investidores.* A situación dos mercados no primeiro semestre do ano 2001 non era a máis propicia para a saída a bolsa. Todas as OPV levadas a cabo os meses anteriores, a excepción da empresa de enerxía eólica Gamesa, supuxeran perdas para o investidor polo que este se volvera remiso, ou cando menos prudente, a coloca-lo seu diñeiro neste tipo de operacións. Dado este feito, as empresas tiñan que saír a un prezo razoable se querían capta-lo inter-

---

<sup>2</sup> A *folga de regulamento*, que consiste en realiza-lo traballo dunha forma lenta de maneira que se atrasen e mesmo se suspendan tódolos plans de voo, afectando así a tódolos aeroportos e a tódolos enlaces da compañía.

ese do pequeno investidor. En calquera caso, a situación do mercado, no momento das saídas ás que nos estamos a referir, era similar para ámbalas dúas compañías.

### 3.2. DECISIÓN OFICIAL

Unha vez que a empresa internamente está preparada para cotizar, a decisión de saída a bolsa tómase de forma oficial. No caso de INDITEX isto sucede concretamente o 20 de xullo do 2000. Sen embargo, a cuestión é máis complicada no caso de IBERIA.

En setembro do 1999 anúnciase a súa privatización para novembro dese mesmo ano e incluso o presidente da Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sinala o día 22 como posible data. Chegado novembro configúrase o núcleo estable da compañía, pero a operación posponse para os primeiros meses do 2000. Estes transcorren sen que se teña noticia da OPV e será de novo en setembro dese ano cando se notifica que a empresa sairá a bolsa nos primeiros días de novembro. Sen embargo, un mes máis tarde deciden adiar-la saída por considerar que non é o mellor momento. Por fin, o 21 de xaneiro de 2001 confirmase o mes de marzo como a data escollida para o lanzamento da OPV.

As consecuencias dos aprazamentos foron obvias: por un lado, o desprestixio da imaxe de IBERIA como alternativa investidora, xa que é difícil recupera-la confianza do público nunha operación que continuamente se pospón e, por outro, converte-la saída, a ollos do investidor, nunha decisión máis política ca de xestión empresarial e, polo tanto, menos vinculada a criterios económicos.

### 3.3. SELECCIÓN DE BANCOS COORDINADORES

Unha vez que a decisión está tomada, a seguinte fase consiste en seleccionar un sindicato de bancos que leve a cabo a operación. Normalmente, as empresas convocan un concurso para que as entidades interesadas realicen as súas ofertas e poder escoller nas condicións máis vantaxosas posibles.

A elección que ten maior transcendencia é a dos bancos coordinadores da operación. Entre os aspectos avaliábeis que se toman en consideración destacan:

- *Credenciais*. Establécense a partir das operacións recentes que realizaron.
- *Capacidade financeira*. Esta cuestión resulta fundamental xa que cando unha entidade asegura a saída a bolsa ha de ter no balance capacidade suficiente para merca-las accións.
- *Capacidade de análise*. Os bancos coordinadores han de realizar unha análise da empresa que logo presentarán ós futuros investidores; é obvio que se os analistas son bos e de recoñecido prestixio todos terán en conta a súa opinión. Polo tanto, o equipo de traballo desenvolve un papel moi importante na selección dos bancos coordinadores.

- *Posición do valor.* Un aspecto crucial é que os bancos coordinadores teñan claro ónde queren colocar ou situa-lo valor con respecto ós seu competidores máis inmediatos.
- *Valoración da compañía.* Os bancos coordinadores deben valorar adecuadamente a compañía utilizando criterios recoñecidos polos investidores, de forma que non se produzan oscilacións significativas respecto ó valor que o mercado lle atribuirá no momento da saída a bolsa.
- *Comisións e gastos.* Por último, cómpre tamén ter en conta as comisións e os gastos aplicados polos bancos coordinadores. Sen embargo, contrariamente ó que podería pensarse, dado que este tipo de operacións adoitan resultar moi custosas, non se trata dun aspecto definitivo xa que non convén conseguir aforros importantes nesta partida á custa de sacrificar calidade no resto dos aspectos mencionados.

De todas estas cuestións centrarémonos, para os casos que estamos analizando, naquelas onde existen diferencias significativas entre unha e outra empresa e que constitúen precisamente cuestións fundamentais no desenvolvemento de ámbalas dúas operacións.

Á hora de orienta-la *posición do valor* en bolsa, os bancos coordinadores de INDITEX atopan máis problemas cós de IBERIA, posto que existen moi poucos títulos cotizando que poidan considerarse realmente comparables ós daquela compañía. Fundamentalmente, obsérvanse dúas compañías estranxeiras: *GAP*, compañía norteamericana que neses momentos cotiza á baixa, e *Hennes & Mauritz*, empresa sueca considerada cara polos analistas. Na bolsa española hai dúas empresas do mesmo sector que xa cotizan no mercado: Adolfo Domínguez e Cortefiel, aínda que o seu tamaño, claramente inferior, dificulta a comparación. No caso de IBERIA a posición resultou máis sinxela porque existen máis compañías aéreas cotizando.

Sen embargo, un aspecto que resulta especialmente controvertido no caso de IBERIA é a *valoración da compañía*. Cando en marzo do 2000 se constitúe definitivamente o núcleo estable, que representa aproximadamente o 40% do capital da compañía, esta valórase en torno a 454.000 millóns de pesetas. Un ano máis tarde, na súa saída a bolsa, a SEPI rebaixara o seu valor a unha banda que fluctuaba entre os 260.000 e os 325.000 millóns de pesetas. Durante ese intervalo de tempo a situación mudara substancialmente: o mercado de valores caera un 23,6% e a evolución do petróleo e do dólar asustaran ás economías mundiais que xa comezaban a senti-los primeiros síntomas do arrefriamento.

As consecuencias diso son importantes tanto para a economía española, xa que a SEPI ingresa menos fondos dos que tiña previsto, como para IBERIA, onde afloran os conflitos e o descontento entre os accionistas do núcleo estable. Todos eles, menos *British Airways* que pactara paga-las súas accións ó prezo da OPV, merca-

ron a súa participación ó prezo establecido en marzo do 2000 e un ano máis tarde as súas accións perderan a metade do seu valor.

Por último, as *comisións e gastos* cobrados ás compañías foron distintos. Normalmente, neste tipo de operacións adoita aplicarse entre un 2% e un 3% de comisión sobre o capital que sae a bolsa. Sen embargo, IBERIA pagou só un 1,45% de comisión, cifra inédita nunha oferta de accións en España, o que tivo consecuencias diversas para a compañía. Por un lado, supuxo unha vantaxe con respecto a INDITEX, xa que conseguiu un aforro importante tendo en conta o volume de ámbalas dúas operacións; por outro lado, este aforro xerou descontento entre os bancos colocadores que puideron verse menos motivados para levar a cabo unha colocación agresiva do valor. De feito, como xa sinalamos, o importante nestas operacións non é conseguir aforros.

Os bancos finalmente seleccionados por INDITEX foron catro: *Morgan Stanley*, *Schroeder Salomon S.B.*, BBVA e BSCH, mentres que IBERIA se concentrou en dous: *Merrill Lynch* e BSCH. Neste sentido, a empresa téxtil pode verse máis beneficiada ó contar cos dous bancos españois con maior capacidade para realizar este tipo de operacións, o que favorece en maior medida a venda no tramo minorista, integramente español.

### 3.4. EXECUCIÓN DA SAÍDA A BOLSA

Unha vez seleccionados os bancos coordinadores da operación iníciase o proceso propiamente dito de saída a bolsa. En lugar dunha análise polo miúdo deste, que culmina coa colocación dos títulos no mercado, destacaremos determinadas fases que, pola súa importancia ou polas diferencias xurdidas entrámbalas dúas empresas, consideramos cruciais para as nosas conclusións finais. Así pois, referirémonos ó deseño da operación, ó marketing e venda do produto (*road show*) e á determinación do prezo definitivo de saída.

Mediante o *deseño da operación* especificanse tódalas súas características. A táboa 3 mostra os principais trazos das OPV de INDITEX e de IBERIA<sup>3</sup>. Como se pode observar, a primeira destas compañías decidiu sacar a bolsa o 22,69% do seu capital social, ampliable ata un 26,09% se os bancos coordinadores executaban a *gren shoe* da que dispoñían, isto é, tiñan a opción de mercar, nun prazo determinado a partir da data de cotización do valor, un 3,4% do capital social. Mentres, a SEPI quería poñer no parqué toda a súa participación en IBERIA, que representaba o 53,86% do capital social. Tamén os bancos coordinadores tiñan unha opción de compra sobre o 5,2% do capital social.

---

<sup>3</sup> Os datos relativos a estas compañías foron extraídos de Sánchez (2001) e de Rivero (2001).

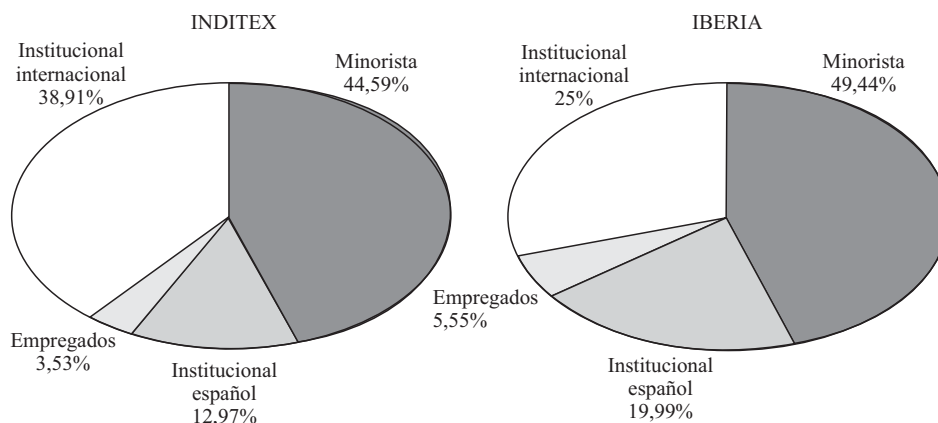
**Táboa 3.-** Principais características da OPV

	INDITEX	IBERIA		
Nominal	21.214.643,55 euros, ampliable ata 24.396.840 euros	345.471.934 euros, ampliable ata 383.857.704 euros		
Nº accións	141.430.957 de 0,15 euros de valor nominal (22,69% do capital social), ampliable ata 162.645.600 accións (26,09% do capital social)	442.912.736 (48,51% do capital social), ampliable ata 492.125.262 accións (54,09% do capital social)		
<b>PROCEDEMENTO DE COLOCACIÓN</b>				
Importe das peticións	<i>Tramo minorista:</i> Mínimo 1.202,02 euros Máximo: 60.101,21 euros <i>Tramo institucional:</i> Mínimo: 60.101,21 euros	<i>Tramo minorista:</i> Mínimo 1.202,02 euros Máximo: 60.101,21 euros <i>Tramo institucional:</i> Mínimo: 60.101,21 euros		
Banda de prezos (indicativa e non vinculante)	Entre 13,50 e 14,90 euros por acción (aproximadamente 2.246 e 2.479 pesetas)	Entre 1,71 e 2,14 euros por acción (aproximadamente 284,52 e 356,07 pesetas)		
Calendario da operación	MAIO do 2001: • Solicitudes de compra: do 7 ó 18 • Fixación do prezo da oferta: 21 • Adxudicación das accións: 22 • Data admisión a negociación: 23 • Liquidación da oferta: 25	• Solicitudes de compra: do 19 ó 30 de MARZO do 2001 ABRIL do 2001: • Fixación do prezo da oferta: 1 • Adxudicación das accións: 1 • Data admisión a negociación: 3 • Liquidación da oferta: 5		
Prezo definitivo da oferta	14,70 euros	1,19 euros		
<b>DISTRIBUCIÓN INICIAL DA OFERTA</b>				
	Número de accións	Porcentaxe sobre oferta inicial	Número de accións*	Porcentaxe sobre oferta inicial
<i>Tramo nacional:</i>	86.395.409	61,09%	332.184.552	75%
Minorista xeral	63.063.583	44,59%	218.995.742	49,44%
Empregados	4.986.643	3,53%	24.606.263	5,55%
Institucional	18.345.183	12,97%	88.582.547	19,99%
<i>Tramo internacional:</i>				
Maiorista e institucional	55.035.548	38,91%	110.728.184	25%
* Como consecuencia da débil demanda que se produciu principalmente nos tramos institucionais, tanto nacional como internacional, houbo finalmente un transvasamento de 44.291.274 accións do tramo internacional ó minorista xeral, quedando definitivamente aquel con 66.436.910 accións (14,99% da oferta inicial) e este con 263.287.016 accións (59,44% da oferta inicial).				

FONTE: Bolsa de Madrid.

Entre as principais decisións que cómpre tomar está a de qué tramos se asignan a cada nicho da colocación, para o cal interesa alcanzar, na medida do posible, unha operación equilibrada entre pequenos investidores e investidores institucionais. Normalmente nunha OPV o pequeno investidor merca para obter ganancias no curto prazo; se os prezos soben, realiza os seus beneficios vendendo os seus valores ós investidores institucionais que, ó concibi-la operación no longo prazo, que- rerán mercar sempre que non estean saturados.

No deseño de ámbalas dúas operacións, recollido nas figuras 3a e 3b, aprécianse as seguintes diferencias:

**Figuras 3a e 3b.-** Reparto da OPV por tramos

- IBERIA ten establecidos uns intervalos para cada tramo que dan lugar a importantes variacións de ata un 10% no caso dos minoristas e dos investidores institucionais estranxeiros.
- Aínda que ámbalas dúas compañías destinan unha porcentaxe similar a minoristas e a institucionais, existen diferencias dentro do peso que se lles asigna ós institucionais estranxeiros. Este é maior no caso de INDITEX, se cadra porque contaba con dous coordinadores estranxeiros e sabía que era un valor moi esperado internacionalmente, mentres que IBERIA confiaba máis nos institucionais españois.
- Ámbalas dúas teñen un tramo específico destinado a empregados, que é maior no caso de IBERIA. De igual forma, as dúas empresas deseñan un plan específico para este tramo de investidores, aínda que existen diverxencias entrámbolos dous; así, as dúas ofrecen un desconto do 10%, pero ós traballadores de IBERIA esíxeselles que manteñan as accións na súa carteira cando menos un ano, fronte ó medio ano de INDITEX, para beneficiarse desa rebaixa. Ademais, este tramo conta con vantaxes adicionais; ós empregados de IBERIA ofréceselles un plan de opcións sobre accións e ós de INDITEX un plan de entrega gratuíta de 50 accións por ano de traballo ou fracción, o que supón un 0,68% do capital da empresa.

Unha vez deseñada a oferta comeza a fase de *marketing e venda do produto*. Como o produto que se vai vender está destinado a distintos tipos de compradores, o marketing que se dirixe a cada un deles ha de realizarse de forma diferente.

Para chegar ó pequeno investidor utilízase sobre todo a publicidade, ben en medios xerais ou ben especializados. Para este fin INDITEX parte dunha situación de clara desvantaxe xa que nunca fixera publicidade do seu negocio; ademais, é máis

coñecida pola súa marca comercial: ZARA. Para resolver este problema a campaña levada a cabo trata de identifica-lo sector téxtil como unha alternativa de investimento comparable ó sector da construción, do petróleo ou da enerxía.

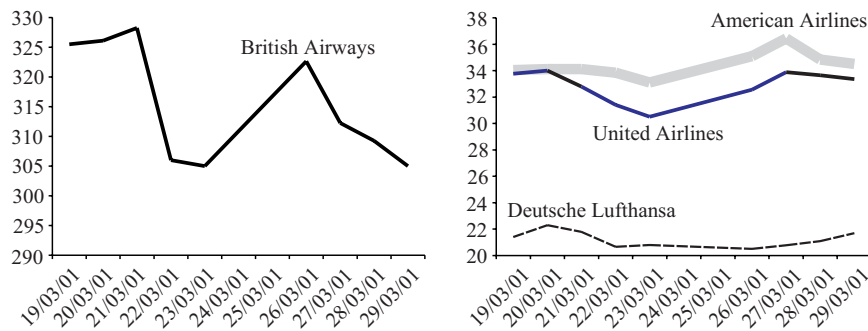
IBERIA, pola contra, no momento da saída definitiva xa fixera publicidade con anterioridade do lanzamento dos seus títulos a bolsa cun *spot* que espertara a curiosidade do público, sobre todo con respecto ó *making up*, polo que se limitou a segui-la liña do devandito *spot*. Outra vantaxe para IBERIA –aínda que en numerosas ocasións puido supoñer máis ben un inconveniente– no marketing ó minorista é que, ó ser unha empresa pública pertencente a un sector de interese nacional, dende os medios informativos déuselle bastante notoriedade ó seu salto ó parqué. Aínda así, mentres INDITEX dedicou en torno a 600 millóns na súa campaña publicitaria, IBERIA destinou 4.000 millóns debido ás anteriores campañas realizadas. En definitiva, IBERIA enfrontouse a un gasto moi superior ó de INDITEX, non só polo tipo de *spot* senón pola realización de sucesivas campañas que contrarrestasen as noticias que dende os medios de comunicación estaban prexudicando a súa imaxe (por exemplo, a folga de celo dos pilotos durante o mes de febreiro do 2001).

En canto ó marketing dirixido ó investidor institucional, tendo en conta que a demanda dos investidores profesionais será a que determine os prezos de referencia, é obvio que a campaña será completamente diferente. A este é necesario “presentarlle” convenientemente a empresa para atrae-la súa atención. O *road show*, ou período de tempo que duran esas presentacións e que se refire sobre todo ós institucionais estranxeiros, no caso de IBERIA iníciase o 19 de marzo e dura dúas semanas, mentres que INDITEX o inicia o 30 de abril e dura tres semanas. Esta compañía dedícalle máis tempo porque, entre outras cosas, tiña un tramo moi importante dirixido ós investidores institucionais estranxeiros, e resultou moi fructífero posto que, conforme os representantes da empresa ían saíndo das reunións nas que presentaban a compañía, se recibían ordes de compra. De feito, como veremos posteriormente, este tramo resultou sobresubscrito en 53 veces.

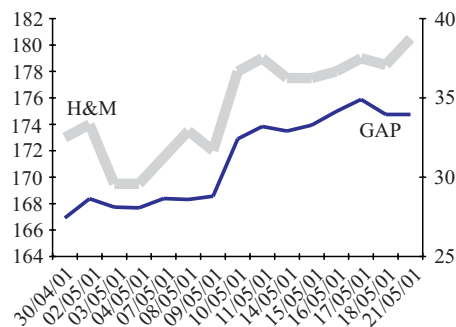
Ó final do *road show* é necesario *fixa-lo prezo de saída*. A situación á que se enfrontaron ámbalas dúas compañías nese momento foi radicalmente distinta. No caso de IBERIA, a SEPI comunicou o 27 de marzo que o prezo máximo por acción para pagar polos investidores particulares sería de 1,97 euros. Situábase, así, na metade superior da banda orientativa do folleto da colocación, de 1,71 a 2,14 euros. A ese prezo, o 100% do capital da compañía quedaría valorado en 300.000 millóns de pesetas, fronte ós 454.000 millóns pactados na primeira fase da privatización. Sen embargo, o afundimento dos comparables de IBERIA durante o *road show*, as reticencias do mercado gris a pagar máis de 1,75 euros por acción, a situación do mercado en xeral e do sector aeronáutico en particular e, ante todo, a escasa demanda de títulos obrigarón a IBERIA a rebaixa-lo prezo de venda das súas accións ata 1,19 euros. Esta nova cifra supoñía valora-la compañía en 180.000 millóns de pesetas, un 60% por baixo da cifra pactada e que servira de referencia para a entrada dos socios do núcleo estable de accionistas.

Pola contra, os comparables de INDITEX experimentan subas e cuestiónase o saír a un prezo maior do fixado na banda, 14,90 euros. Finalmente, o 21 de maio fíxase o prezo de saída en 14,70 euros. A evolución dos comparables de ámbalas dúas compañías reflíctese nas figuras 4a, 4b e 4c.

**Figuras 4a e 4b.-** Evolución dos comparables de IBERIA durante o *road show* (valores en euros)



**Figura 4c.-** Evolución dos comparables de INDITEX durante o *road show* (valores en euros)



#### 4. A SAÍDA A BOLSA E O DÍA DESPOIS

O 3 de abril IBERIA estréase en bolsa a 1,19 euros, sendo unha das OPV menos demandadas dende 1997, por baixo de Red Eléctrica, Indra e Aceralia. Este feito forzou á SEPI a incumpri-las normas do folleto da saída a bolsa, segundo as cales debía facilitar información sobre a demanda de tódolos tramos antes do 27 de marzo. A debilidade das solicitudes fíxose patente particularmente nos tramos institucionais, nacional e internacional, nos que a demanda foi de 0,77 e 0,98 veces a oferta, respectivamente. Ademais, o volume de peticións de particulares foi o menor de tódalas privatizacións realizadas nos cinco anos anteriores; o tramo xeral de



pequenos investidores sobresubscribiu a oferta só en 1,48 veces e o tramo de empregados en 2,86 veces. Como consecuencia da débil demanda, a SEPI e os bancos colocadores traspasaron accións do tramo internacional ó tramo minorista xeral que, desta forma, se ampliou ata representa-lo 59,44% da oferta inicial.

Aínda despois destas modificacións, ó finaliza-lo seu primeiro día no mercado a compañía alcanzou un valor bolsista de 1.068.165.581 euros (177.727,8 millóns de pesetas) e o prezo de peche foi de 1,17 euros por acción. Ademais, o valor estivo sustentado a primeira semana por un dos bancos colocadores que mercou o 35% de todo o que se moveu.

Pola súa parte, INDITEX comeza a cotizar en bolsa o 23 de maio a 14,70 euros. A oferta resultou sobresubscrita en tódolos seus tramos, agás no de empregados: máis de 50 veces polos institucionais estranxeiros, máis de 30 polos institucionais españois e 5,8 polos pequenos investidores; a parte non subscrita do tramo de empregados destinouse finalmente ós minoristas. O escaso éxito que tivo a empresa entre os seus empregados débese ó seu perfil e ó plan de entrega gratuíta de accións deseñado pola compañía.

Na súa primeira xornada de cotización negociáronse un total de 80.048.076 accións, por un volume total de efectivo de 1.459,6 millóns de euros (uns 242.857 millóns de pesetas). O valor de mercado da compañía, ó prezo de peche dese día, 18 euros por acción, alcanzaba os 11.219,94 millóns de euros (1.866.840,4 millóns de pesetas).

Os bancos colocadores decidiron executa-la *gren shoe* xusto o día despois ou o mesmo día da colocación, algo que nunca sucedera na bolsa española. Todo o contrario ocorreu con IBERIA, onde os coordinadores non executaron a opción de compra dentro dos 30 días seguintes á emisión inicial. Esa opción, que representaba o 5,2% do capital social, reverteu en mans da SEPI.

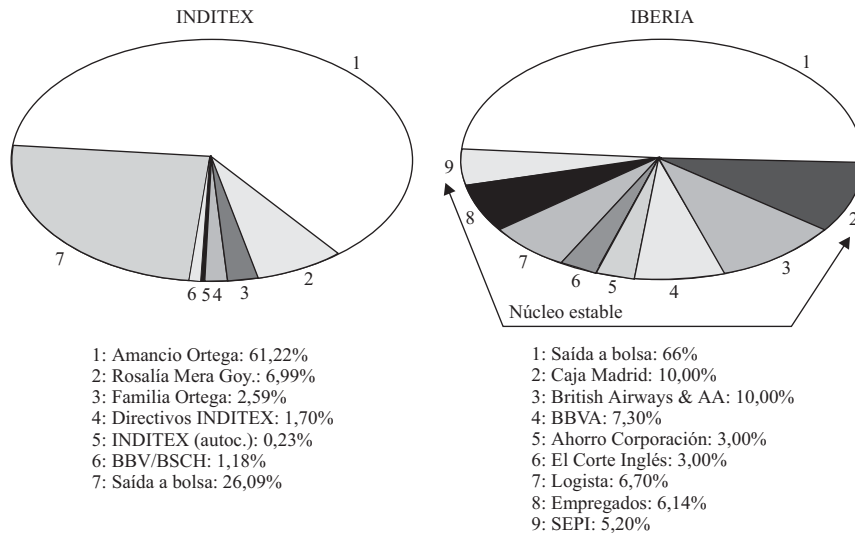
Na táboa 4, e de forma máis ilustrativa nas figuras 5a e 5b, móstrase a estrutura accionarial de ámbalas dúas compañías resultante da OPV.

A evolución dos prezos dos títulos durante os meses seguintes á OPV móstrase nas figuras 6a e 6b. A análise desta evolución transcende os obxectivos do noso traballo. Ademais, resulta difícil establecer unha relación entre o deseño e o desenvolvemento da OPV e a posterior evolución das cotizacións, dado que estas dependen doutros moitos factores tanto do mercado como específicos da empresa emisora. Centrándonos nestes últimos, non hai máis que lembra-los conflitos laborais que seguiron presentes en IBERIA trala operación, ou a inclusión de INDITEX no Ibex-35.

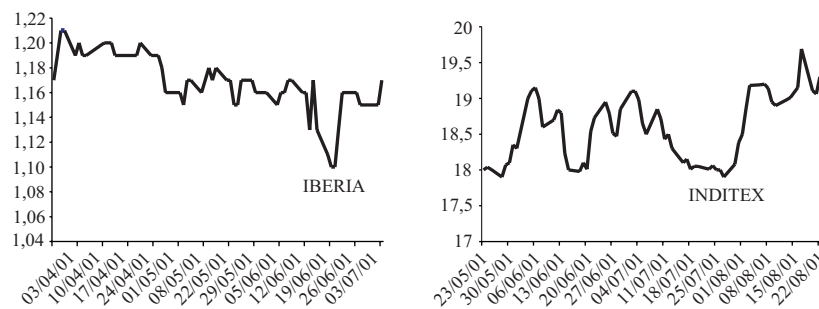
**Táboa 4.-** Estructura accionarial das compañías trala OPV

INDITEX	Nº ACCIÓNS	% DO CAPITAL	IBERIA	Nº ACCIÓNS	% DO CAPITAL
Amancio Ortega	57.247.012	61,22%	BOLSA	442.912.736	48,51%
BOLSA	24.396.840	26,00%	Caja Madrid	91.290.716	10,00%
BBVA/BSCH	1.103.422	1,18%	British Airways	82.161.644	9,00%
INDITEX (autocartera)	215.074	0,23%	BBVA	66.642.223	7,30%
Directivos INDITEX	1.589.675	1,70%	Logista	61.164.780	6,70%
Familia Ortega	2.421.917	2,59%	Empregados	55.673.908	6,10%
Rosalía Mera	6.536.371	6,99%	SEPI	49.212.526	5,39%
			El Corte Inglés	27.387.215	3,00%
			Caixas de aforros (varias)	27.387.215	3,00%
			American Air Lines	9.129.072	1,00%
Total	93.510.310	100,00%	Total	912.962.035	100,00%

**Figuras 5a e 5b.-** Estructura accionarial trala OPV



**Figuras 6a e 6b.-** Evolución das compañías durante os meses seguintes á OPV (prezos de peche)



FONTE: Bolsa de Madrid.

## 5. CONCLUSIÓNS

As OPV non deben considerarse como simples operacións financeiras senón tamén como estratexias de organización, comercial e incluso política na que se pon en xogo a imaxe da empresa. É importante ter en conta que os obxectivos destas operacións han ser coherentes cos obxectivos da empresa. Por iso do bo deseño da operación dependerá, en gran medida, o éxito da emisión, isto é, que os títulos emitidos se coloquen ó prezo agardado.

Entre as claves do éxito destas operacións destacan:

- a) *A fixación do volume e do prezo da emisión.* Volume e prezo son factores interdependentes, deben establecerse conxuntamente unha vez fixadas as necesidades de financiamento que queren cubrirse coa emisión.  
O prezo ha de fixarse con moito coidado e de forma comprensible polo mercado. Esta tarefa, que require a intervención de especialistas tanto da empresa como do mercado, ha ter en conta, entre outros factores, as expectativas de beneficio da empresa, a valoración teórica da empresa e a situación e tendencia do mercado de valores.  
Pola súa parte, o tamaño da oferta dependerá do obxectivo da saída a bolsa. En xeral, sacar menos do 20% ou do 30% do capital da compañía non é crible polo mercado para os efectos de liquidez (Gómez Jaciento, 1998, p. 27). En calquera caso, este factor estará en función da demanda da OPV, posto que é importante deixar demanda insatisfeita para que as accións da empresa se movan posteriormente no mercado.
- b) *A intervención dun bo especialista.* O éxito da emisión de títulos depende tamén de que a operación sexa levada, dende o primeiro momento, por un grupo adecuado de especialistas. Así mesmo, un incentivo para a venda dos títulos é que as entidades colocadoras asuman á vez a función de aseguradoras: ó se-las primeiras en contraer riscos coñecidos transmiten unha maior confianza ós potenciais investidores.
- c) *Una boa publicidade.* A publicidade ha ter en conta o público ó que vai dirixida e a mensaxe que se desexa transmitir; a mellor campaña non é sempre a máis cara, pero non se han escatimar esforzos a risco de perder vendas. Unha boa publicidade é a que se adecúa ós obxectivos perseguidos.

Xunto a estes factores clave, existen aspectos adicionais que non hai que descoidar a pesar de que non sempre desenvolven un papel determinante no éxito da operación. Algúns destes aspectos xa foron mencionados no desenvolvemento deste traballo; sen embargo, merecen ser destacados novamente o momento da emisión e os gastos relacionados coa participación de especialistas.

É importante saber elixi-lo momento en que o mercado está en condicións de absorbe-los títulos; se a empresa se atopa nun momento de recesión económica ou de crise o máis conveniente sería esperar a unha época máis propicia para levar a cabo a emisión. Agora ben, como comprobamos, aínda que a situación xeral do

mercado non era a máis propicia para a absorción de títulos valores, este feito non resultou determinante nos dous casos estudados, posto que o investidor soubo valorar tanto a calidade da empresa como o bo desenvolvemento da propia OPV. A resposta do mercado colocou a cada empresa no lugar que nestes momentos lle corresponde.

Así mesmo, unha boa relación coas entidades colocadoras da emisión é un aspecto ó que a empresa ha prestar unha especial atención e coidado. Os gastos derivados desta relación desenvolven un papel secundario fronte á motivación e ó compromiso das entidades para o bo desenvolvemento da operación.

En definitiva, independentemente das expectativas da empresa emisora, o bo deseño do proceso completo dunha OPV é fundamental tanto na colocación dos títulos como na súa evolución futura. Desta forma, a empresa asumirá a súa responsabilidade sobre a parte da operación por ela controlable, xa que existen moitos outros factores que escapan á súa capacidade predictiva, e que introducen cada vez maior incerteza no mercado.

## BIBLIOGRAFÍA

- BOLSA DE MADRID (2001): *Informe de mercado 2000*.
- BREALEY, R.A.; MYERS, S.C.; MARCUS, A.J. (1996): *Principios de dirección financiera*, cap. 14, pp. 387-406.
- GÓMEZ JACINTO, M. (1998): “Aspectos relevantes de la salida a bolsa”, *Revista Bolsa de Madrid*, núm. 64, (marzo), pp. 26-29.
- SÁNCHEZ, A. (2001): “Indítex: un gigante de la moda en bolsa”, *Revista Bolsa de Madrid*, núm. 99, (maio).
- RIVERO, A. (2001): “Iberia ya vuela en bolsa”, *Revista Bolsa de Madrid*, núm. 98, (abril).