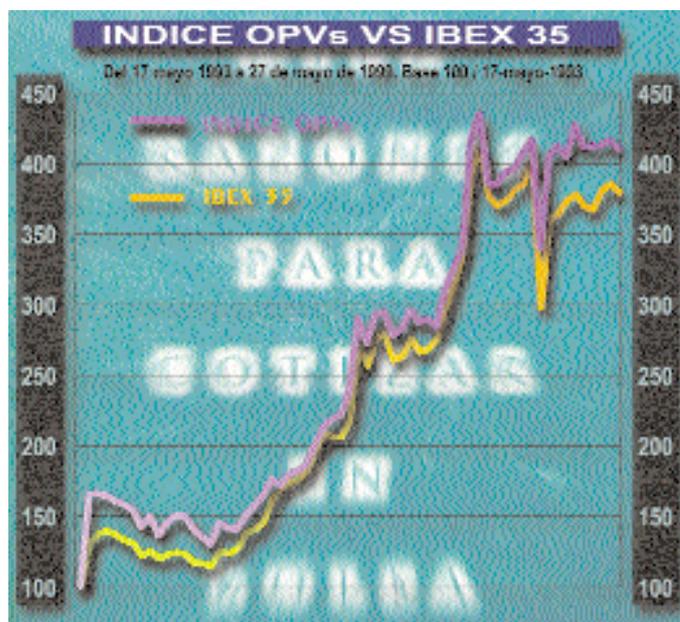




Según el estudio, el inversor minorista es el más beneficiado

# La infravaloración de las salidas a Bolsa (1985-1997)

Este trabajo examina las características y rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa realizadas en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997. El estudio ha puesto de manifiesto que en el primer día de cotización, las salidas a bolsa están infravaloradas, en media, un 11,63%. Asimismo, el análisis realizado revela que no existen diferencias significativas en el nivel de infravaloración según la modalidad de inicio de cotización bursátil y que el inversor minorista capta la mayor parte de los beneficios de las salidas a bolsa más rentables de nuestro país.



**E**l comportamiento del precio de las salidas a bolsa en la mayoría de los mercados donde ha sido estudiado presenta una característica común que ha sido calificada como anomalía o regularidad, que es la infravaloración inicial. La infravaloración de las salidas a bolsa se deriva de que las acciones son colocadas con un descuento en el precio, que posteriormente proporciona al suscriptor una elevada rentabilidad cuando los títulos comienzan a negociarse en el mercado, especialmente en la primera jornada de cotización bursátil. En este trabajo se analizan las características de las salidas a bolsa en el mercado de capi-

tales español y, asimismo, se comprueba si la regularidad de la infravaloración está presente en el mercado de valores de nuestro país, por medio de la estimación de las rentabilidades obtenidas por las empresas en el primer día que sus acciones cotizan en la bolsa española.

## ■ LAS SALIDAS A BOLSA EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

Tras la crisis de los años setenta que provocó una reducción considerable en el número de empresas que iniciaron la cotización bursátil, tiene lugar en España una recuperación económica a partir de 1985, que indujo a

las empresas a salir a bolsa. La evolución anual de la muestra, que comienza precisamente ese año 1985, se recoge en el **cuadro 1**, tomándose como último ejercicio en este estudio el de 1997, de manera que el total de salidas a cotización consideradas son 115. La mayoría de las salidas se concentran en el trienio 1987/1989, mientras que a partir de 1990 el número se reduce de forma continuada, comenzando a aumentar nuevamente en 1997. Esta concentración de salidas a bolsa en periodos relativamente cortos de tiempo -que suelen coincidir con coyunturas bursátiles favorables a la cotización en el mercado-, tras los cuales existen años en los que



el número de salidas es escaso, no es exclusiva de España y ha sido documentada para diversos países (1).

Existen básicamente cuatro formas de acceso al mercado de valores español que son: la introducción directa, la Oferta Pública Inicial (OPI), la colocación privada y la colocación mixta. La entrada directa es un método por el cual se solicita la admisión a cotización de las acciones que están en manos de los accionistas, siempre que se cumpla el mínimo de distribución exigido por la bolsa, que es de cien accionistas excluyendo aquéllos que superen el porcentaje de participación del 25% del capital social.

La Oferta Pública Inicial (OPI) puede ser de acciones antiguas, que es la vía más adecuada para las empresas que cuentan con autocartera, o cuando los accionistas existentes desean vender parte o todas sus acciones, o puede ser OPI de acciones nuevas procedentes de una ampliación de capital, que es la vía adecuada si se pretende inyectar recursos propios a la empresa. La OPI es el mecanismo que permite la máxima penetración y la mayor liquidez, al estar abierta a inversores muy distintos. La oferta privada, por su parte, supone la colocación de acciones limitada a un determinado sector del público inversor y pretende una mayor estabilidad del accionariado para evitar fuertes especulaciones. No requiere autorizaciones, es simple y poco costosa y se realiza mediante registros sencillos. La colocación privada es compatible con la OPI y viceversa, dando lugar a

**CUADRO 1 DISTRIBUCION ANUAL DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA**

AÑO	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1996	1997	TOTAL
Salidas	1	4	18	24	23	11	11	3	3	4	4	9	115

Fuente: Elaboración propia con datos procedentes de Bolsa de Madrid.

**CUADRO 2 DISTRIBUCION SEGUN EL TIPO DE SALIDA A BOLSA (PERIODO 1985 - 1997)**

TIPO DE SALIDA	Nº	(%)
Colocación Pública (OPI)	58	50,43
Colocación Privada	32	27,83
Colocación Mixta	2	1,74
Directa	20	17,39
Otras*	3	2,61
<b>TOTAL</b>	<b>115</b>	<b>100,00</b>

\*Por conversión de obligaciones convertibles, canje de acciones o emisión de títulos procedentes de una fusión.

Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de admisión a bolsa facilitados por Bolsa de Madrid.

zación aparece recogida en el **cuadro 2**, que refleja que aproximadamente la mitad de las empresas que iniciaron la cotización bursátil en España a lo largo del período de estudio recurrieron a la OPI como mecanismo de acceso a cotización, siendo este mecanismo especialmente utilizado tras la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores de 1988. La colocación privada es el segundo sistema más utilizado, mientras que se admite de forma directa el 17,39% de las empresas.

### ■ LA INFRavalORACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL

Con el objetivo de probar si la infravaloración está presente en el mercado español de valores se han calculado las rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa como diferencia entre el precio de la acción al cierre de la primera jornada de negociación bursátil y el precio establecido en la oferta, con relación a éste último. Según se recoge en el **cuadro 3**, la infravaloración media en el mercado español durante el período 1985-1997 es del 11,63%, porcentaje que indica la rentabilidad que, en media, obtendría un inversor que hubiese comprado las acciones en la oferta y las vendiese al final del primer día de cotización en bolsa. La rentabilidad inicial ajustada por el rendimiento de la cartera de mercado -medido como la rentabilidad obtenida por el Índice General de la Bolsa de Madrid en el mismo período-, y que ha sido calculada restando a la rentabilidad inicial el rendimiento obtenido por este índice, es del 11,48%.

**CUADRO 3 INFRavalORACION DE LAS SALIDAS A BOLSA ESPAÑOLAS**

AÑO	Nº	RENTABILIDAD INICIAL DE LA EMISION (%)	RENTABILIDAD INICIAL DEL MERCADO (%)	RENTABILIDAD INICIAL AJUSTADA (%)
1985	1	0	-0,23	0,23
1986	4	12,64	-1,39	14,04
1987	18	5,96	-4,04	10
1988	24	5,35	3,29	2,07
1989	23	21,39	2,57	18,82
1990	11	7,46	-6,37	13,83
1991	11	17,53	1,86	15,68
1992	3	-6,37	-1,94	-4,43
1993	3	7,55	-0,76	8,32
1994	4	7,37	0,25	7,11
1996	4	14,24	1,22	13,02
1997	9	21,5	1,02	20,47
<b>TOTAL*</b>	<b>115</b>	<b>11,63</b>	<b>0,15</b>	<b>11,48</b>

\* En la última fila se recoge la media de las rentabilidades para el total de empresas.

Fuente: Elaboración propia con los datos facilitados por Bolsa de Madrid.

la colocación mixta, que permite mediante una adecuada combinación de uno y otro método, obtener las ventajas de ambos sistemas.

La distribución de las salidas a bolsa en España en el período 1985-1997 según la modalidad de inicio de coti-



Para clarificar cuáles son los factores que inciden en la cuantía de la infravaloración, se ha analizado la existencia de diferencias en las rentabilidades iniciales según el sector de pertenencia de la empresa, la modalidad de salida a bolsa y el tipo de inversor que suscribe la oferta. La infravaloración de las emisiones presenta diferencias sectoriales (**cuadro 4**), que podrían deberse al diferencial de riesgo percibido por los inversores en cada sector de actividad. Así, el de Comunicación se percibe como más volátil, -con mayor riesgo-, por lo que las empresas se ven obligadas a vender sus acciones a un precio menor, de forma que hagan atractiva para el inversor la operación de salida y le proporcionen mayor rentabilidad (2). El sector de Construcción y el de Otras Industrias y Servicios también presentan importantes infravaloraciones; por el contrario, los sectores de Bancos y Financieras y de Inversión, ofrecen las acciones a un precio elevado, por lo que no generan grandes plusvalías a corto plazo. Clasificando los sectores en tres grupos de actividad, financiero, industrial y de servicios, las diferencias de medias resultan estadísticamente significativas tanto entre el grupo financiero y el industrial como entre el financiero y el de servicios, siendo claramente inferiores en el sector financiero con relación a los otros dos (3). El mayor riesgo percibido por el mercado de capitales para los sectores industrial y de servicios, con relación al financiero, podría explicar estas diferencias. El **cuadro 5** ofrece la clasificación de las infravaloraciones en función del tipo de salida a bolsa. Entre las ofertas privadas y las OPIs del período 1985/1997 no se aprecian diferencias de rentabilidad estadísticamente significativas y tampoco se encuentra significatividad en los diferenciales de ren-

**CUADRO 4**  
**INFRavalORACIONES SECTORIALES**

SECTOR	Nº	RENTB. INICIAL (%)
Bancos y Financieras	15	0,97
Inversión	3	2,54
Construcción	17	17,57
Eléctricas	1	0
Alimentación	16	7,12
Metal-Mecánica	20	5,66
Petroleo-Químico	9	7,51
Comunicación	3	32,73
Otras Industrias y Servicios	31	20,1
<b>TOTAL*</b>	<b>115</b>	<b>11,63</b>

\* En la última fila se recoge la media de las rentabilidades para el total de empresas.

Fuente: Elaboración propia con los datos facilitados por Bolsa de Madrid.

**CUADRO 5** INFRavalORACIONES  
**POR TIPO DE SALIDA A BOLSA**

TIPO DE SALIDA	Nº	RENTB. INICIAL (%)
Colocación Pública (OPI)	58	13,11
Colocación Privada	32	12,49
Colocación Mixta	2	1,15
Directa	20	8,13
Otras*	3	3,98
<b>TOTAL**</b>	<b>115</b>	<b>11,63</b>

\*Por conversión de obligaciones convertibles, canje de acciones o emisión de títulos procedentes de una fusión.

\*\* En la última fila se recoge la media de las rentabilidades para el total de empresas.

Fuente: Elaboración propia con los datos facilitados por Bolsa de Madrid.

tabilidad entre las admisiones a bolsa con oferta previa -pública o privada-, y la admisión directa. A la vista de estos resultados, es posible afirmar que el hecho de que la salida a bolsa se lleve a cabo por un método u otro no ocasiona diferencias relevantes en la magnitud de su rentabilidad inicial. En el **cuadro 6a** entramos más en detalle en la distribución de las 58 OPIs según los distintos tipos de inversores, minorista, institucional, nacional e internacional -cuadro 6a-, y según el signo de la rentabilidad inicial: negativa (oferta sobrevalorada), nula (al

valor intrínseco) o positiva (oferta infravalorada) -**cuadro 6b**-.

La participación del inversor minorista en las OPIs es muy superior a la del inversor institucional y alcanza el 71,4%. Por otro lado, de las 58 OPIs, hay 48 que presentan infravaloración. La rentabilidad inicial media de la estrategia de comprar acciones infravaloradas al precio de la oferta y liquidarlas al cierre del primer día de cotización bursátil es del 18,04%, superior a la infravaloración media de la totalidad de la submuestra de OPIs que es del 13,11% (**cuadro 5 y 6b**). Los inversores institucionales logran el 28,89% en la colocación de las OPIs infravaloradas siendo, por consiguiente, el inversor minorista quien recoge la mayor parte de los beneficios de las ofertas públicas más rentables de nuestro país.

#### MOTIVACIONES DE LA INFRavalORACIÓN

Las principales razones apuntadas en la literatura financiera como explicativas de la decisión de infravalorar los títulos en la salida a bolsa de la empresa tienen como punto de partida la asimetría de información entre los agentes participantes en las salidas a bolsa-empresa, banco de inversión e inversores-. No obstante, también es preciso considerar la influencia de los condicionantes institucionales en el nivel de infravaloración de las salidas a bolsa de cada mercado.

#### Factores institucionales

El nivel de infravaloración no es el mismo para todos los mercados, situándose en torno al 15% en mercados desarrollados y cercana al 60% en economías emergentes. Entre las diferencias institucionales que afectan a la magnitud de la infravaloración destacamos las siguientes:

- La intervención administrativa, por-



que la regulación puede obligar a valorar los títulos a su valor contable o a fijarlo según determinadas fórmulas, provocando una infravaloración mayor que si el proceso estuviese liberalizado;

- El mecanismo de salida a bolsa, porque algunas modalidades de acceso a bolsa permiten la adaptación del precio de las acciones ofertadas a la demanda real del mercado, atenuando el nivel de infravaloración (4).

- El papel de los bancos de inversión, porque las prácticas de estabilización del precio realizadas por los aseguradores y que no se utilizan en la misma medida en todos los países, conllevan la observación de rentabilidades iniciales positivas en los primeros días de cotización, puesto que el asegurador da órdenes de compra tan pronto como caiga el precio de las acciones.

Por otro lado, en cada mercado de capitales el momento elegido para la salida a bolsa influye, a su vez, en la magnitud de su rentabilidad inicial. La mejora de la coyuntura bursátil explica la variación en el número de empresas interesadas en iniciar la cotización, por lo que en determinados momentos la empresa podría estar dispuesta a aceptar una infravaloración más elevada de lo habitual, a fin de obtener las ventajas derivadas de una situación favorable a la salida a bolsa.

**Asimetría de información**

Las explicaciones de la infravaloración centradas en la existencia de asimetría de información entre los agentes participantes en las salidas a bolsa, difieren en los supuestos subyacentes acerca de cuáles son los agentes con información asimétrica, lo que ha dado lugar a tres argumentos distintos para racionalizar el fenómeno de la infravaloración.

1. En primer lugar, la Teoría de Señales parte del supuesto de que la em-

**CUADRO 6a**  
**DISTRIBUCION DE LAS OPIS POR TRAMOS**

	INSTITUCIONAL NACIONAL	INSTITUCIONAL INTERNACIONAL	TOTAL INSTITUCIONAL
<b>MEDIA</b>	20,90%	7,70%	28,60%
	MINORISTA NACIONAL	MINORISTA INTERNACIONAL	TOTAL MINORISTA
<b>MEDIA</b>	63,90%	7,50%	71,40%
<b>TOTAL</b>			<b>100%</b>



La infravaloración de las salidas a bolsa durante el período de estudio es, en media, del 11,63%, porcentaje que indica la rentabilidad que obtendría un inversor que hubiese comprado las acciones en la oferta y las vendiese al final del primer día de cotización bursátil



presa tiene mejor información que los inversores acerca del valor actual y el riesgo de sus flujos de caja futuros, por lo que la infravaloración constituye una señal de las buenas expectativas del emisor, costosa de imitar por los que no gozan de dichas expectativas. Las empresas infravaloran los títulos con el fin de que los inversores recuerden la rentabilidad inicialmente obtenida y suscriban subsiguientes OPVs, en las que la empresa podrá colocar los títulos a un precio más próximo a su valor intrínseco.

2. En segundo lugar están las explicaciones basadas en la superioridad informativa del banco de inversión y de los inversores institucionales. El argumento es que el banco de inversión está mejor informado que la empresa en lo referente a la demanda existente en el mercado para las acciones ofertadas. En consecuencia, los intereses de este intermediario y los de la empresa pueden no coincidir, lo que generará potenciales conflictos, siendo el más evidente el derivado de que el banco tenga incentivos a reducir su riesgo de



aseguramiento, incrementando el nivel de infravaloración. Por otro lado, los inversores institucionales están más informados que otros inversores y el banco de inversión espera que estén dispuestos a revelar información que permita conocer la curva de demanda de las acciones. Para lograrlo, la infravaloración se utiliza como una garantía de veracidad de la información revelada porque compensa a los inversores institucionales por la información aportada y porque mediante el racionamiento de los títulos, el banco de inversión puede amenazarles con excluirlos de futuras listas de distribución de emisiones, si retuviesen o falsearan dicha información.

3. En tercer lugar, la explicación relacionada con la existencia de información asimétrica entre inversores informados y no informados, argumenta que la infravaloración representa la rentabilidad requerida por el inversor no informado, dado el problema de selección adversa al que se enfrenta al suscribir acciones que nunca han cotizado en bolsa. Esta rentabilidad será tanto mayor, con el aumento de la incertidumbre existente acerca de la emisión y con el incremento de la heterogeneidad en la información disponible por los potenciales inversores de la oferta, porque agrava el problema de selección adversa para el inversor no informado.

**CUADRO 6b RENTABILIDADES INICIALES Y PARTICIPACION INSTITUCIONAL EN LAS OPIs**

	RENTABILIDADES INICIALES NEGATIVAS	RENTABILIDADES INICIALES NULAS	RENTABILIDADES INICIALES POSITIVAS	RENTABILIDAD INICIAL MEDIA
Número	8	2	48	58
Media de rentabilidad inicial	-13,21%	0,00%	18,04%	13,11%
Participación Institucional	21,75%	50,00%	28,89%	28,63%

N = 58. Fuente: Elaboración propia con los datos facilitados por Bolsa de Madrid.

**CONCLUSIONES**

El estudio realizado revela que la mayoría de las salidas a bolsa llevadas a cabo en el mercado español de capitales a lo largo del período 1985-1997 se concentran en el trienio 1987 - 1989, como consecuencia de la euforia bursátil de la primera mitad de los ochenta.

La modalidad de salida a bolsa más empleada por la empresa española es la OPI, especialmente tras la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores de 1988. Mediante la OPI, las empresas españolas pretenden lograr la mayor penetración y liquidez que este mecanismo proporciona, ya que está abierta a muchos inversores.

El análisis de la distribución de los títulos por tramos de inversores revela que el inversor minorista obtiene aproximadamente el 70% en la distribución de los títulos de las OPIs. La infravaloración de las salidas a bolsa realizadas en nuestro país durante el período de estudio es, en

media, del 11,63%, porcentaje que indica la rentabilidad que obtendría un inversor que hubiese comprado las acciones en la oferta y las vendiese al final del primer día de cotización bursátil.

La infravaloración presenta diferencias sectoriales, siendo claramente inferior en el sector financiero con relación al industrial o de servicios. Por el contrario, el mecanismo elegido para el inicio de la cotización bursátil no ocasiona diferencias relevantes en la rebaja inicial del precio. En cuanto a la rentabilidad obtenida por los distintos tipos de inversores, los institucionales logran el 28,89% en la colocación de las OPIs infravaloradas siendo, por consiguiente, el inversor minorista quien recoge la mayor parte de los beneficios de las ofertas públicas más rentables en el mercado de valores español. ●

**Susana Álvarez Otero.**  
Universidad de Oviedo

**REFERENCIAS**

ÁLVAREZ, S. (1999): "La valoración de las Ofertas Públicas Iniciales". Tesis doctoral sin publicar. Universidad de Oviedo.  
 LOUGHRAN, T.; RITTER J. y RYDQVIST, K. (1994): "Initial Public Offerings: International Insights". Pacific-Basin Finance Journal, vol. 2, pp. 165-199.  
 RITTER, J. (1984): "The "Hot Issue" Market of 1980". Journal of Business, vol. 57, pp. 215-240.  
 ROCK, K. (1986): "Why New Issues Are Underpriced". Journal of Financial Economics, vol. 15, pp. 187-212.  
 SÁNCHEZ, M<sup>a</sup>. (1998): "1997: Alta rentabilidad y más volatilidad". Revista Bolsa de Madrid, nº 62, enero, pp. 4-19.

**NOTAS**

- (1) Analizando el período 1960/82, Ritter (1984) observa que las OPIs en Estados Unidos fueron mucho más numerosas durante los años 1960/61, 1968/73 y 1980/81 que en 1962/67 y 1973/79. En las economías europeas, Loughran et al. (1994) muestran esta particular evolución de las salidas a bolsa realizadas en el Reino Unido (1985/88), Italia (1986/87) y Francia (1985/87) entre otros países.
- (2) El sector de Comunicación junto con el de Construcción son los únicos que presentan un coeficiente de volatilidad superior a la unidad, con independencia del período analizado ya sea tres meses, un año o cuatro años (Sánchez (1998)).
- (3) El valor del estadístico t de Student entre el grupo financiero y el industrial es -2,419, estadísticamente significativo al 95% y entre el grupo financiero y el de servicios de -2,924, significativo al 99%.
- (4) Este es el caso de la subasta o el book-building.