

M.^a JOSÉ ARCAS PELLICER *
FCO. JAVIER RUIZ CABESTRE **

Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones en el mercado bursátil español: privatizaciones frente a no privatizaciones ***

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Estudio empírico. 2.1. Base de datos. 2.2. Definición de las variables. 2.3. Estudio y análisis de los resultados. 3. Conclusiones. Bibliografía. Apéndice.

RESUMEN: En este trabajo se analizan los efectos de las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones sobre el mercado bursátil español. Para ello, se comparan las OPVs iniciales y subsiguientes de empresas públicas, en proceso de privatización, y de empresas privadas para el periodo 1992-1997. Los resultados muestran, para el primer día de contratación: primero, una infravaloración de los precios de las acciones ofertadas, especialmente en las OPVs que representan salidas a Bolsa; y segundo, un extraordinario volumen de contratación de las acciones de las empresas que son objeto de OPV. En particular, las OPVs subsiguientes muestran un aumento significativo en el volumen de contratación, que es mayor para las empresas privadas. Además, representan un porcentaje muy importante de la contratación del mercado, especialmente en las OPVs subsiguientes de empresas públicas. Finalmente, se resalta la significativa participación de los inversores particulares en estas operaciones, así como la fuerte internacionalización de las mismas.

Palabras clave: Ofertas públicas de ventas, Salidas a Bolsa, Privatizaciones, Mercado de capitales.

ABSTRACT: This paper examines the effects of public offerings of equity on the Spanish stock market. We provide an analysis of initial and subsequent public offerings of state-owned companies compared to private companies for the period 1992 to 1997. The results show, in the first trading day: first, that public offerings are underpriced, particularly for initial public offerings; and second, that trading volume is extraordinary for the companies involved in a public offering. In particular, subsequent public offerings show a significant in-

* Dpto. de Contabilidad y Finanzas, Universidad de Zaragoza.

** Dpto. de Economía y Empresa, Universidad de La Rioja.

*** Este trabajo ha contado con la ayuda financiera otorgada por la C.I.C.Y.T. (SEC96-0694) y la Universidad de La Rioja (API-98/A22).

Una versión preliminar de este trabajo fue presentada al VI Foro de Finanzas celebrado en Úbeda (Jaén), los días 18, 19 y 20 de noviembre de 1998.

crease in trading volume, that is greater for privately-owned companies. Furthermore, the companies involved in a public offering represent an important percentage of trading in the stock market, specially in subsequent public offerings of state-owned companies. Finally, we point out the participation of small and international investors in public offerings.

Key words: Public Offerings, Going Public, Privatizations and Capital Markets.

1. Introducción

De acuerdo con PALÁ (1997), las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones, tal y como hoy las conocemos, constituyen un fenómeno relativamente nuevo en España, dado que su regulación específica data de 1992¹, si bien con anterioridad tales operaciones se realizaban al amparo de la regulación general del mercado de valores español².

Una oferta pública de venta de acciones es un ofrecimiento negocial dirigido al público inversor para proceder a la venta de un determinado número de acciones de una sociedad, cotizada o no, cuya denominación pública se alcanza con el registro de la misma en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Posteriormente, los inversores interesados formulan sus aceptaciones y, si se producen en un número suficiente, se materializarán las correspondientes compraventas.

Las ofertas públicas de venta de acciones, atendiendo a la negociación de las acciones en las Bolsas de Valores, tienen lugar en dos situaciones bien distintas. La primera ante acciones de empresas no cotizadas, de ahí que se las denomine OPVs de acciones no cotizadas, y también, más comúnmente, iniciales o previas a la admisión a cotización de las acciones, que son aquellas que se llevan a cabo como fase previa —generalmente para conseguir los requisitos de difusión de las acciones entre el público inversor³— a la admisión a negociación a una de las Bolsas de Valores españolas; y la segunda ante acciones de empresas ya cotizadas, por lo que se las conoce como OPVs de acciones cotizadas o subsiguientes, que son aquellas que —aunque pueda parecer un contrasentido, como indica CACHÓN (1997)— tienen por objeto facilitar la negociación de aquellas acciones ya cotizadas al margen de los mecanismos ordinarios de negociación, como son los corros y el mercado continuo⁴.

Básicamente, los objetivos principales que se persiguen con las ofertas públicas de venta de acciones son dos: primero, la ampliación de la base accionarial (objetivo-accionarial), con la consecución de unos determinados perfiles económicos del accionariado a través de la formulación de las mismas por tramos, y, segundo, la obtención de un flujo de tesorería para el oferente (objetivo-tesorería); al margen de los objetivos, nada despreciables, que se derivan de los propios procesos de difu-

¹ El Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, regula este tipo de operaciones.

² Básicamente estas operaciones se llevaban a cabo atendiendo al artículo 32.1, letras *g*) y *h*), del Reglamento de las Bolsas de Comercio de 1967 y, posteriormente, con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores de 1988, al artículo 61 de dicha Ley.

³ El Reglamento de las Bolsas de Comercio de 1967, en su artículo 32.1. *f*), establece que el número de accionistas con una participación individual inferior al 25 por 100 del capital será al menos de 100.

⁴ La Ley del Mercado de Valores ni tan siquiera prevé la posibilidad de esta operación, siendo el Real Decreto 291/1992 el que sí la contempla, pero no en su articulado propiamente dicho, sino por vía de disposición adicional.

sión pública de estas operaciones, como son la publicidad y difusión de las sociedades involucradas.

Este segundo objetivo es muy claro en los procesos de privatización de empresas públicas, llevados cabo a través de OPVs de acciones, que han tenido y tienen lugar, entre otros, en el Reino Unido, Francia, Italia y España, con la finalidad de obtener recursos para cubrir los gastos o déficit públicos de los Estados correspondientes; sin embargo, tampoco debe olvidarse cuando se trata de OPVs de acciones procedentes del sector privado, en las que parece predominar el primer objetivo. Por supuesto, en el caso de OPVs iniciales, es decir, en aquellas OPVs que representan salidas a Bolsa, se alcanzan, además, los objetivos propios de las admisiones a negociación⁵, dado que en este supuesto cada OPV y admisión a cotización conforman una unidad funcional y económica, aun cuando jurídicamente se trate de dos cuestiones diferenciadas, tal y como indica CACHÓN (1997).

Naturalmente, estas operaciones producen significativos efectos sobre el mercado bursátil, máxime cuando se trata de operaciones de elevado importe, como así lo pone de manifiesto DE LA DEHESA (1993), situando el volumen de las OPVs de acciones de empresas públicas españolas en un contexto internacional. Así, entre estos efectos, que pueden ser considerados también como objetivos propios de las OPVs de acciones, dado que se derivan de la intensidad con que se conjuguen los dos objetivos principales, destacan: la asignación de un precio de mercado a las acciones ofertadas, lo que permite evaluar la validez o justeza del precio ofertado; la ampliación del número de acciones que son objeto de negociación en el mercado⁶; la generación de mayor liquidez en el mercado, como consecuencia de la ampliación de la base accionarial; el desarrollo del llamado «capitalismo popular», con el fin de favorecer la participación de los pequeños ahorradores⁷, y la internacionalización e interconexión de los mercados bursátiles a través de la captación de capitales extranjeros.

En el caso internacional existe un número considerable de trabajos que han estudiado los efectos de las OPVs de acciones, ya sean éstas de empresas públicas o privadas, sobre el mercado bursátil, centrándose fundamentalmente en el análisis de las reacciones de los precios de mercado de las acciones ofertadas y constatando una tendencia hacia la infravaloración de los precios ofertados de las acciones. Destacan, entre otros, McDONALD y FISHER (1972), IBBOTSON (1975), RITTER (1984), JACQUILLAT (1987), IBBOTSON, SINDELAR y RITTER (1988), VICKERS y YARROW (1988

⁵ Entre otros se pueden citar la transformación de la sociedad en una sociedad cotizada y abierta, la posibilidad de acceso a fuentes de financiación más adecuadas a través del mercado primario (ampliaciones de capital y emisiones de renta fija), la publicidad y prestigio que supone para la empresa cotizar en Bolsa, la valoración de la sociedad, la liquidez de las acciones, el sometimiento de la sociedad al control de la CNMV, la transparencia informativa como consecuencia de los requisitos de información exigidos por el mercado bursátil, etc.

⁶ Las OPVs de acciones permiten incrementar el número de acciones cotizadas incluso en aquellas ofertas que son de acciones ya cotizadas, dado que se trata normalmente de un paquete de acciones, perteneciente a un grupo de control, que permanecía inmovilizado y no formaba parte de las negociaciones habituales diarias de tales títulos.

⁷ Este fenómeno, que está muy arraigado y desarrollado en el Reino Unido, principalmente a través de las privatizaciones de empresas públicas, y también, aunque en menor medida, en Francia, se consigue fundamentalmente mediante el ofrecimiento de las acciones a los inversores particulares a precios muy atractivos, permitiendo en la gran mayoría de los casos el acceso por primera vez de éstos al mercado bursátil.

y 1991), DELORME (1992), VICKERS (1993), PEROTTI y GUNAY (1993), AGGARWAL, LEAL y HERNÁNDEZ (1993), JENKINSON y MAYER (1988 y 1994), LOUGHRAN, RITTER y RYDQVIST (1994) y DEWENTER y MALATESTA (1997); mientras que en el caso español no existen estudios que hayan analizado este tema concreto.

En este sentido, tan sólo AGUIRRE (1991) y BABECKI e ISASI (1991), por un lado, y BEL (1998) y Bolsa de Madrid (1995), por otro, se han aproximado de forma tangencial a este tema. Los dos primeros trabajos, que se centran en las privatizaciones, muestran, de forma genérica y totalmente descriptiva, el impacto de las privatizaciones sobre los mercados de capitales, mientras que el tercero, que analiza los costes financieros de las privatizaciones, y el cuarto, que estudia las consecuencias de las nuevas admisiones a cotización, aportan algún dato al respecto, dado que, por un lado, los costes indirectos de las privatizaciones vienen determinados por los premios de las OPVs de las empresas públicas privatizadas y, por otro, gran parte de las admisiones a cotización van acompañadas previamente de OPVs.

Así, el presente trabajo trata de analizar los efectos de las OPVs de acciones sobre el mercado bursátil español. Para ello, se han seleccionado todas aquellas empresas que han sido objeto de tales operaciones en nuestro mercado bursátil durante el período 1992-1997. El motivo por el que se parte del año 1992 radica en que es en ese año cuando entra en vigor la legislación específica que regula dichas operaciones⁸, como se ha mencionado con anterioridad. En concreto, se examinan las 44 OPVs de acciones que han tenido lugar durante el período considerado (comenzando por Omsa, que es la única que se produce en el año 1992, y concluyendo por Dinamía en 1997) y el estudio de las correspondientes operaciones bursátiles se centra en el análisis de la primera sesión de contratación de las acciones objeto de la oferta.

Básicamente las variables que se investigan son: primero, el premio que experimentan las acciones que han sido ofertadas; segundo, en las ofertas públicas que no representan salidas a Bolsa, la rentabilidad que obtienen las acciones que no han sido ofertadas; tercero, y también para las ofertas públicas que no representan salidas a Bolsa, el incremento del volumen de efectivo negociado que experimentan las acciones, ofertadas o no, y cuarto, el porcentaje que el volumen de efectivo negociado de las acciones, ofertadas o no, representa sobre el total del mercado. La metodología a aplicar se basa en el estudio de sucesos con el objetivo de contrastar diversas hipótesis respecto de los premios, rentabilidades, volúmenes de contratación, etc., diferenciando entre OPVs iniciales y subsiguientes, es decir, entre salidas a Bolsa y no salidas, y, a su vez, entre OPVs de empresas públicas y privadas, esto es, entre privatizaciones y no privatizaciones, lo que supone una novedad, en línea con el trabajo de DEWENTER y MALATESTA (1997), que compara los premios de las OPVs iniciales de empresas públicas y privadas en varios países, al extender el estudio a otras variables. Completándose el estudio con el análisis del grado de implicación y participación de los inversores, tanto particulares como internacionales, en estas operaciones.

La oportunidad de este trabajo obedece, por tanto, a la posibilidad de calibrar el impacto de las OPVs de acciones sobre el mercado bursátil español, máxime cuando estas operaciones, en los últimos años, se están manifestando como extraordina-

⁸ En concreto, es el 2 de abril de 1992 cuando entra en vigor el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

riamente importantes en los procesos de privatización de las empresas públicas y en los procesos de salida a Bolsa de las empresas privadas.

En lo que resta, el trabajo se estructura como se indica a continuación. La sección siguiente, subdividida en varios apartados, tras una breve presentación del trabajo a realizar, primero, muestra y describe la base de datos utilizada, segundo, define las variables del estudio y, tercero, recoge y analiza los resultados de la ejecución del mismo. Por último, la sección tercera sintetiza las conclusiones más relevantes de este trabajo.

2. Estudio empírico

En las OPVs de acciones un aspecto crucial y de singular relevancia es definir el precio al cual se hace la oferta. En este sentido se manifiestan BLANCO y MALLOL (1991) en su trabajo sobre privatizaciones, al señalar que no resulta exagerado afirmar que una de las decisiones más polémicas consiste en la fijación de un precio para las acciones puestas a la venta. Así, si la colocación se infravalora, estableciéndose un precio bajo de la oferta, se dañan los intereses de los contribuyentes, en el caso de OPVs de empresas públicas, y de los accionistas, en el caso de OPVs de empresas privadas, causando una indeseable redistribución de la riqueza en favor de los demandantes de las acciones, que consiguen plusvalías importantes, rápidas y desproporcionadas. Mientras que si la situación es de sobrevaloración, debido a que el precio es demasiado alto, puede poner en entredicho el proceso de ejecución de la OPV.

La infravaloración suele ser una consecuencia directa de la falta de información sobre el precio real de las acciones. Por ello, una salida a Bolsa parcial a través de una OPV inicial permite aportar la información necesaria y, por tanto, reducir la incertidumbre. De esta forma, las OPVs subsiguientes, aquellas que se realizan sobre acciones que ya cotizan en el mercado bursátil, a la hora de fijar el precio de la oferta, cuentan con la referencia del mercado bursátil y esto les posibilita definir con más precisión el precio o los diferentes precios de la misma. De cualquier forma, existen otros factores, además de éste, que favorecen la infravaloración de las acciones ofertadas, como pueden ser los intereses de las entidades financieras que actúan en la colocación de la oferta y los de los propios oferentes que establecen la OPV y desean llevar a buen término dicha operación.

Bajo esta óptica, y siguiendo los planteamientos de otros trabajos aplicados a diferentes mercados, tales como IBBOTSON, SINDELAR y RITTER (1988), VICKERS y YARROW (1988 y 1991), MUSCARELLA y VETSUYPIENS (1989), JENKINSON y MAYER (1988 y 1994), AGGARWAL, LEAL y HERNÁNDEZ (1993), LOUGHRAN, RITTER y RYDQVIST (1994) y DEWENTER y MALATESTA (1997), se estudian las OPVs de acciones llevadas a cabo por las empresas españolas con el objeto de evaluar la existencia de dicha infravaloración, que se plasmará en el mercado mediante los correspondientes premios.

Otros aspectos, no menos importantes, que también se analizan y representan una novedad respecto a los trabajos anteriores, son la incidencia de estas ofertas de acciones sobre la rentabilidad, en el caso de OPVs subsiguientes, y el volumen de efectivo negociado, con el fin de calibrar el grado de ampliación de las acciones objeto de negociación en el mercado y su repercusión sobre los precios de las acciones

no ofertadas, así como valorar la expansión de la base accionarial y su efecto sobre el volumen de efectivo negociado de las acciones en el mercado. En este sentido, AGUIRRE (1991), a la hora de referirse a las OPVs de acciones de empresas públicas, señala que en España hemos aprendido a utilizar el término «ampliación de la base accionarial» como sustituto de privatización. Y, por último, se concluye con el examen del grado de participación de los inversores particulares y extranjeros en estas operaciones.

2.1. BASE DE DATOS

Para llevar a cabo el estudio fue necesario confeccionar una base de datos representativa de las OPVs de acciones llevadas a cabo en el mercado bursátil español. Las fuentes de información consultadas fueron varias, dado que la información existente sobre las mismas se encuentra altamente fragmentada y de forma dispersa. Básicamente se consultaron los Boletines de Cotización y los Informes Anuales de la Bolsa de Madrid, la revista mensual *Bolsa de Madrid* y el periódico de información financiera *Expansión*, así como los folletos informativos de las OPVs. También se solicitó información concreta sobre las OPVs a la CNMV, al Servicio de Información Bursátil y a las empresas objeto de las mismas. Todo ello obligó a consultar, cuando los datos de una fuente y otra no coincidían, la veracidad de los mismos directamente con la empresa implicada y contribuyó a la obtención de una base de datos válida para poder realizar el estudio.

Ésta comprende un total de 44 OPVs de acciones, que son todas las ofertas que se han llevado a cabo en el mercado bursátil español desde la entrada en vigor del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, hasta finales de 1997, comenzando en 1992 por la primera de Omsa y concluyendo a finales de 1997 con la de Dinamia. En el cuadro A1 del apéndice se muestran, de modo sintético, los datos más relevantes de éstas, agrupados en OPVs iniciales o previas a la admisión a cotización de las acciones (que representan salidas a Bolsa) y en OPVs subsiguientes o de acciones cotizadas (que no representan salidas a Bolsa) y, a su vez, en OPVs de empresas públicas (privatizaciones) y privadas (no privatizaciones), dado que, de acuerdo con DEWENTER y MALATESTA (1997), puede ser interesante establecer el estudio a este nivel de desagregación.

Naturalmente, el número de acciones adjudicadas, columna sexta del cuadro, suele estar subdividido normalmente en diferentes tramos, tales como el general o minorista, el institucional y el internacional, aunque también es usual utilizar los tramos de accionistas, empleados, distribuidores, etc., con el objeto de establecer una determinada estructura en el accionariado de la OPV. Esta subdivisión no aparece en el cuadro por motivos de brevedad, al igual que ocurre con el precio de la OPV, que en el cuadro sólo se muestra el precio medio, redondeado en pesetas, al que resultó la misma. De ahí que, multiplicando el número de acciones adjudicadas por el precio medio de la OPV se obtenga el importe de la OPV, columna octava del cuadro, y que multiplicando, también el número de acciones adjudicadas, por el primer precio de cierre se obtenga el importe de la OPV a precios de mercado, columna undécima.

Como se puede apreciar en el cuadro A1, las OPVs de acciones llevadas a cabo han sido: 20 OPVs iniciales, de las que tres son de empresas públicas, y 24 OPVs subsiguientes, de las que 12 son de empresas públicas. El número de acciones adjudicadas se aproximó a los 1.195 millones, con un importe total ligeramente superior a los 3,4 billones de ptas., representando las OPVs iniciales sobre el total aproximadamente el 23,8 por 100 de las acciones adjudicadas y el 16,1 por 100 del importe de las mismas. Desglosando las OPVs iniciales y subsiguientes en ofertas de empresas públicas y privadas, se observa que las ofertas de empresas públicas, en las ofertas iniciales, representan, a pesar de ser pocas en número, aproximadamente el 41,4 por 100 de las acciones adjudicadas y el 57,6 por 100 del importe, y, en las ofertas subsiguientes, alcanzan el 89,0 por 100 de las acciones adjudicadas y el 92,0 por 100 del importe, lo que revela el extraordinario peso relativo de las ofertas de empresas públicas en el conjunto de las OPVs y justifica la realización del estudio posterior diferenciando entre ofertas de empresas públicas y privadas. Destaca, por otro lado, en las ofertas de empresas públicas, la utilización de privatizaciones parciales, a través de OPVs subsiguientes, que permiten eliminar incertidumbres en las fijaciones de los precios de las OPVs y aumentar el poder recaudatorio de las mismas para paliar los déficit crónicos del Estado español.

2.2. DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

Como el presente estudio tiene por objeto analizar el impacto de las OPVs de acciones sobre el mercado bursátil español, se examinarán, para la primera sesión de contratación de las acciones que constituyen la OPV, básicamente las siguientes variables: primero, el premio que experimentan las acciones de la OPV; segundo, en las OPVs que no representan salidas a Bolsa, la rentabilidad que obtienen las acciones que no han sido ofertadas; tercero, y también para las OPVs que no representan salidas a Bolsa, el incremento del volumen de efectivo negociado que experimentan las acciones, ofertadas o no, y, cuarto, el porcentaje que el volumen de efectivo negociado de las acciones, ofertadas o no, representa sobre el total del mercado.

El examen de la primera variable, premio de las acciones ofertadas, se plantea en términos de la siguiente relación, estimada, a partir del primer precio de cierre, como:

$$\frac{\left(\frac{P_{ic}^c}{(1 + R_{mc})} - P_{10} \right)}{P_{10}} \quad (1)$$

donde

P_{10} = precio medio al que la acción i fue ofertada

P_{ic}^c = precio de cierre de la acción i en su primera sesión de contratación

R_{mc} = rentabilidad del mercado en la primera sesión de cotización.

El motivo por el que se detrae la rentabilidad del mercado, en concreto, la rentabilidad del índice general de la Bolsa de Madrid, radica en que el precio de cierre de la acción i en su primera sesión de cotización contiene toda la información que

ha fluido en el mercado en esta sesión ⁹. De esta forma, se enfrenta el precio de medio de la OPV y el precio de mercado de las acciones, con el objeto de calibrar el premio de la OPV.

Normalmente, la fecha de la operación bursátil, en las OPVs que representan salidas a Bolsa, es la correspondiente a la sesión anterior a la de la primera contratación; mientras que, en las OPVs de acciones ya cotizadas en el mercado bursátil, coincide con la de la primera sesión de contratación, posibilitándose en todas ellas la negociación de las acciones ofertadas ¹⁰. No obstante, en algunos casos la operación bursátil se produjo con antelación a la sesión anterior a la de la primera de cotización ¹¹. En esos casos, el precio medio de la OPV fue necesario valorarlo en la sesión anterior a la de la primera cotización. Así, dicho precio, en la relación (1), se multiplicó por el siguiente factor de capitalización:

$$(1 + R_{mc-1o}) \quad (2)$$

donde

R_{mc-1o} = rentabilidad del mercado desde la fecha de la operación bursátil hasta la fecha de la sesión anterior a la de la primera cotización.

La variable segunda, rentabilidad de las acciones no ofertadas, que se estudia únicamente para las OPVs que no representan salidas a Bolsa, se define de la siguiente forma ¹²:

$$\left(\frac{P_{ic}^c}{(1 + R_{mc})} - P_{ic-1}^c \right) \quad (3)$$

$$P_{ic-1}^c$$

donde

P_{ic}^c = precio de cierre de la acción *i* en la sesión anterior a la de la primera cotización.

⁹ En el caso de OPVs subsiguientes, y dado que las empresas públicas poseen una considerable ponderación en el índice general, la rentabilidad del mercado en la primera sesión de contratación se ajustó, trayéndose el efecto de las variaciones de precios de las acciones objeto de la OPV, ya que tomar directamente la rentabilidad del mercado sin ajustar puede introducir un sesgo al alza o a la baja, dependiendo de la variación de precios de las acciones de la OPV. El valor ajustado de la rentabilidad del mercado en la primera sesión de contratación, $R_{mc}(aj.)$, se obtiene de la siguiente forma:

$$R_{mc}(aj.) = \frac{R_{mc} - X_i \cdot R_{ic}}{(1 - X_i)}$$

donde:

X_i = ponderación de la acción *i* en el índice general de la Bolsa de Madrid
 R_{ic} = rentabilidad de la acción *i* en la primera sesión de contratación.

¹⁰ A excepción de Estacionamientos Subterráneos, en que la negociación de las acciones ofertadas se posibilitó en la sesión posterior a la de la operación bursátil.

¹¹ Éste fue el caso de Omsa, Continente, Ginés Navarro I, Mapfre Vida I, Cvne y Dinamia.

¹² Igual que en la variable anterior para el caso de OPVs subsiguientes, se utilizó el valor ajustado de la rentabilidad del mercado en la primera sesión de contratación.

La tercera variable, incremento del volumen de efectivo negociado de las acciones (expresado en tanto por uno)¹³, ofertadas o no, que también únicamente puede ser analizada para las OPVs que no representan salidas a Bolsa, se establece en términos de la siguiente relación:

$$\frac{\left(\frac{E_{ic}}{(1 + \Delta E_{mc})} - E_{ic-1} \right)}{E_{ic-1}} \quad (4)$$

donde

- E_{ic-1} = volumen de efectivo negociado de la acción i en la sesión anterior a la de cotización
 E_{ic} = volumen de efectivo negociado de la acción i en su primera sesión de contratación
 ΔE_{mc} = incremento del volumen de efectivo negociado del mercado en la primera sesión de cotización (expresado en tanto por uno)¹⁴.

Por último, la cuarta variable, porcentaje que el volumen de efectivo negociado de las acciones, ofertadas o no, representa sobre el mercado, se define como:

$$\frac{E_{ic}}{E_{mc}} \cdot 100 \quad (5)$$

donde

- E_{mc} = volumen de efectivo negociado del mercado en la primera sesión de contratación.

2.3. ESTUDIO Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Inicialmente, se obtienen los premios de las diferentes acciones objeto de OPV, con el fin de contrastar si éstos son iguales a cero. El cuadro 1, columna segunda, recoge esta información y muestra que la gran mayoría de los premios son positivos, destacando sobremanera los premios de las OPVs iniciales, en concreto los de

¹³ Los datos de los volúmenes de efectivo negociados, tanto de las acciones de la empresa objeto de oferta como del mercado, fueron obtenidos de los Boletines de Cotización de la Bolsa de Madrid. Normalmente, la ejecución de la OPV, que se produce en la fecha de la operación bursátil, se recoge en la sección de operaciones especiales. Sin embargo, esto no siempre es así y a veces, cuando la fecha de la operación bursátil coincide con la fecha de la primera contratación, la ejecución de la OPV se refleja de forma conjunta con el volumen de contratación efectiva de la primera sesión. En estos casos, fue necesario separar del volumen de contratación efectivo la parte que se corresponde con la ejecución de la OPV, para reflejar de forma correcta el volumen de efectivo negociado en la primera sesión de contratación. Por otro lado, y procediendo de forma análoga, como volumen de efectivo negociado del mercado se toma el correspondiente a las acciones de la Bolsa de Madrid.

¹⁴ Este incremento se obtiene prescindiendo del volumen de efectivo negociado de la acción objeto de la OPV, dado que este volumen representa un elevado porcentaje sobre el mercado, como se observará en el cuadro 1, columna quinta, del apartado siguiente de este trabajo, y si se incluye en el mercado sesgará a la baja el incremento del volumen efectivo negociado de las acciones.

CUADRO 1.—Resultados de las OPVs en la primera sesión de contratación

Empresa	Premio (1)	Rentabilidad (2)	Δ del vol. (3)	Porcentaje del vol. (4)	Ranking (5)
OPVs iniciales					
<i>Empresas públicas</i>					
Argentaria I.	11,940			43,962	1. ^o
Aldcasa.	0,468			8,654	4. ^o
Aceralia.	1,815			15,676	2. ^o
<i>Empresas privadas</i>					
Omsa.	-0,805			1,545	16. ^o
Continente.	4,192			18,210	2. ^o
Cortefiel.	1,100			5,655	6. ^o
Banesto I.	107,679			3,120	11. ^o
Ginés Nav. I.	4,113			0,738	30. ^o
Mapfre Vida I.	19,300			3,240	11. ^o
E. e I. A. Arag.	4,938			10,994	3. ^o
Sol Moliá.	19,273			40,061	1. ^o
Tele Pizza.	36,279			27,151	1. ^o
Abengoa.	4,752			3,750	8. ^o
Miquel y Costas.	8,733			5,375	5. ^o
A. Domínguez.	95,528			18,165	2. ^o
Burón de Ley.	24,382			11,151	3. ^o
Cvne.	29,137			3,312	9. ^o
B. Riojanas.	28,368			3,035	9. ^o
Iberpapel.	1,483			2,925	8. ^o
Dinamia.	47,000			4,455	9. ^o
OPVs subsiguientes					
<i>Empresas públicas</i>					
Repsol II.	2,089	2,089	1,125,563	18,718	1. ^o
Argentaria II.	4,040	-3,613	282,635	19,593	1. ^o
Endesa II.	2,151	-0,651	806,627	39,871	1. ^o
Repsol III.	4,030	0,873	774,226	55,549	1. ^o
Ence II.	2,773	-0,749	55,492	2,474	9. ^o
Telefónica I.	1,603	-0,312	220,512	54,000	1. ^o
Repsol IV.	3,679	1,168	220,814	36,782	1. ^o
Argentaria III.	3,402	0,262	1,199,925	39,708	1. ^o
Gus Natural.	-0,018	-1,905	118,151	9,252	4. ^o
Telefónica II.	2,629	0,323	200,484	36,944	1. ^o
Repsol V.	2,392	-0,864	89,758	49,300	1. ^o
Endesa III.	1,414	-1,348	1,543,602	72,210	1. ^o
<i>Empresas privadas</i>					
E. Subterráneos.	4,976	0,509	-26,800	0,110	55. ^o
Aumar.	-0,410	-0,956	453,810	7,615	4. ^o
Fce.	1,222	-1,247	990,992	9,628	3. ^o
Midesa ^(a)	-0,883			0,005	127. ^o
Banesto II.	6,772	-3,350	560,045	5,159	5. ^o
Asturiana del Z.	-2,789	-2,789	-23,487	0,334	47. ^o
Mapfre Vida II.	2,693	-0,522	10,669,287	5,285	4. ^o
Ginés Nav. II.	-2,802	-5,036	13,451,054	2,464	11. ^o
Global Stell W.	-1,087	-14,913	12,971,643	1,671	13. ^o
Catalana de Occ. ^(a)	6,302			5,055	7. ^o
Faes.	-0,522	0,662	7,061,882	3,073	11. ^o
Acs.	4,508	1,179	3,785,020	11,869	2. ^o

(1) Premio de las acciones ofertadas (expresado en porcentaje).

(2) Rentabilidad de las acciones no ofertadas (expresada en porcentaje).

(3) Δ del volumen de efectivo negociado de todas las acciones, ofertadas o no (expresado en porcentaje).

(4) Porcentaje del volumen de efectivo negociado sobre el mercado, también para todas las acciones.

(5) Ranking del volumen de efectivo negociado, también para todas las acciones.

(a) Ambas apenas cotizan en el mercado, por lo que los valores de las variables rentabilidad e incremento del volumen de efectivo negociado se obvian en el análisis. En concreto, Midesa, antes de la OPV, en 1994, cotizó once veces y Catalana de Occidente, antes de la OPV, en 1997, no cotizó.

Fuente: Elaboración propia a partir de los Boletines de Cotización de la Bolsa de Madrid.

las empresas privadas. Para realizar dicho análisis se utiliza del test de la media que permite contrastar la hipótesis nula de que el valor medio del premio es igual a cero, frente a la hipótesis alternativa de que éste es positivo.

El cuadro 2, que sintetiza los resultados de todos los contrastes sobre el premio, en una primera aproximación, establece el contraste para los valores sin ponderar, es decir, dando a todas las observaciones el mismo peso. Sin embargo, es más conveniente asignar a cada observación su correspondiente ponderación en función del importe de la OPV, dado que si se observa el cuadro 1, columna segunda, y el cuadro A1 del apéndice, columna octava, no es lógico ni válido asignar el mismo peso a la observación de Estacionamientos Subterráneos, que supone un premio del 4,976 por 100 con un importe de la OPV de 1.223,811 millones de ptas., que a la de Endesa III, que supone un premio de 1,546 por 100 con un importe de la OPV de 679.103,835 millones de ptas. De ahí que, en lo que resta del estudio, siempre se utilicen los valores ponderados.

Adicionalmente, el cuadro 2 muestra, tanto para todas las OPVs como diferenciado entre iniciales y subsiguientes, que el valor medio del premio es significativamente positivo al 99 por 100 de confianza, con unos valores medios del 4,822, 17,168 y 2,453 por 100, respectivamente, destacando el premio medio de las OPVs iniciales sobre el de las subsiguientes. A la vista de estos datos, y dado que, *a priori*, cabe esperar un premio mayor en las OPVs iniciales debido a la falta de referencia de los precios de mercado, se contrasta la existencia de diferencias significativas entre los premios de las OPVs iniciales y subsiguientes. Para ello, se utilizó el test de diferencia de medias que permite contrastar la hipótesis nula de que el valor medio del premio de las OPVs iniciales es igual al de las subsiguientes, frente a la hipótesis alternativa de que el valor medio del premio de las OPVs iniciales es mayor que el de las subsiguientes.

Los resultados de este análisis, que también se incluyen en el cuadro 2, permiten señalar que el premio de las OPVs iniciales es, por término medio, significativamente mayor que el de las OPVs subsiguientes, rechazándose la hipótesis nula, al 99 por 100 de confianza. De esta forma, y en consonancia con el trabajo de MUSCARELLA y VETSUYPENS (1989), se corrobora para el caso español el planteamiento que señala que la existencia de la referencia del mercado permite al oferente de OPVs subsiguientes establecer precios más realistas para asegurarse la colocación de las mismas.

Por otro lado, y dada la extraordinaria importancia relativa de las OPVs de empresas públicas en el conjunto de las OPVs, puesta de manifiesto en el apartado de la base de datos, así como las diferencias observadas en los premios de las ofertas de empresas públicas y privadas, el estudio se replicó diferenciando entre éstas, tanto en las ofertas iniciales como en las subsiguientes. Así, el cuadro 2 muestra estos resultados y revela que: primero, todos los valores medios de los premios de las ofertas son significativamente positivos con la excepción del valor medio correspondiente a las ofertas iniciales de empresas públicas, que no es significativo; y, segundo, no existen diferencias significativas entre los premios medios de las ofertas de empresas públicas y privadas, tanto en las iniciales, que se observa un premio medio mayor en las ofertas de empresas privadas, aunque con una mayor variabilidad, como en las subsiguientes, que se observa un pre-

CUADRO 2.—Premio de las OPVs

Tipo de OPV	Media	Desv. tip.	t-Student (1)	t-Student (2)	t-Student (3)	t-Student (4)
<i>Panel A: Valores sin ponderar</i>						
Todas	11,315%	22,442%	3,306**			
<i>Panel B: Valores ponderados</i>						
Todas	4,822%	12,532%	2,523**			
Iniciales	17,168%	28,025%	2,670**			
Subsiguientes	2,453%	1,271%	9,256**	2,510**		
Iniciales de empresas públicas.	5,397%	5,069%	1,506			
Iniciales de empresas privadas.	33,180%	37,067%	3,581**			
Subsiguientes de emp. públ. . .	2,443%	0,906%	8,437**			-1,230
Subsiguientes de emp. priv. . .	2,566%	3,087%	2,756**			-0,126

Notas:

(1) Hipótesis nula = el premio medio es nulo. Hipótesis alternativa = el premio medio es positivo.

(2) Hipótesis nula = el premio medio de las OPVs iniciales es igual al de las subsiguientes. Hipótesis alternativa = el premio medio de las OPVs iniciales es mayor que el de las subsiguientes.

(3) Hipótesis nula = el premio medio de las OPVs iniciales de empresas públicas es igual al de las empresas privadas. Hipótesis alternativa = el premio medio de las OPVs iniciales de empresas públicas es distinto del de las empresas privadas.

(4) Hipótesis nula = el premio medio de las OPVs subsiguientes de empresas públicas es igual al de las empresas privadas. Hipótesis alternativa = el premio medio de las OPVs subsiguientes de empresas públicas es distinto del de las empresas privadas.

** Significativa al 99 por 100 de confianza.

mio medio muy similar, aunque también con una mayor variabilidad en las ofertas de empresas privadas¹⁵.

En conjunto, estos resultados son consistentes con la evidencia internacional, relativa a la infravaloración de los precios ofertados de las acciones; no obstante revelan que los premios de las OPVs de empresas públicas en el caso español son claramente inferiores a los que se han registrado en el Reino Unido, a la luz de los datos presentados por BABECKI e ISASI (1991), VICKERS (1993) y JENKINSON y MAYER (1994), muy probablemente debido a que los objetivos perseguidos con las privatizaciones tanto en uno como en otro son diferentes. Así, y de acuerdo con DE LA DEHESA (1993), mientras que en el Reino Unido el proceso de privatizaciones ha sido más programático y político, en España ha sido más pragmático. Por otro lado, los premios de las OPV iniciales de empresas privadas son muy superiores a los registrados por su homólogos en el Reino Unido, de acuerdo con los datos aportados por DEWENTER y MALATESTA (1997). De forma adicional, estos resultados apoyan el planteamiento de DEWENTER y MALATESTA (1997) que señala que no existe una ten-

¹⁵ De forma adicional, y dado el bajo número de observaciones existentes respecto de las OPVs iniciales de empresas públicas, el test de la media de dicha distribución y el de la diferencia de medias de dicha distribución y la de las OPVs iniciales de empresas privadas, que suponen asumir normalidad en dichas distribuciones, fueron replicados en el campo no paramétrico con objeto de validar los resultados obtenidos, determinándose unos resultados similares.

dencia generalizada hacia una mayor infravaloración de los precios ofertados de las acciones en las empresas públicas que en las empresas privadas.

Las siguientes variables que se cuantifican y analizan son la rentabilidad y el incremento del volumen de efectivo negociado, con el objeto de calibrar el efecto que las OPVs producen sobre los precios de las acciones no ofertadas y los volúmenes de efectivo negociados. El cuadro 1, columna tercera y cuarta, que recoge también esta información, muestra un predominio de las rentabilidades negativas, más acentuadas en las ofertas de empresas privadas, y un incremento relevante del volumen de efectivo negociado, que parece más importante también en las ofertas de empresas privadas.

A priori, cabe esperar un descenso en el precio debido al aumento de las acciones en circulación como consecuencia de la OPV y un incremento en el volumen de efectivo negociado debido principalmente a la expansión de la base accionarial, aunque también influirá la demanda insatisfecha en la OPV y la realización del premio por parte de los adquirentes de la OPV. Así, el test de la media aplicado sobre dichas variables permitirá contrastar la hipótesis nula de que el valor medio de la rentabilidad es igual a cero, frente a la hipótesis alternativa de que éste es negativo, para la rentabilidad; y la hipótesis nula de que el valor medio del incremento del volumen de efectivo negociado es igual a cero, frente a la hipótesis alternativa de que éste es positivo, para el incremento del volumen de efectivo negociado.

El cuadro 3, que establece los resultados de los contrastes sobre la rentabilidad y el incremento del volumen de efectivo negociado, muestra que: primero, la rentabilidad media, aunque es negativa, no es significativamente distinta de cero, lo cual revela que el incremento de la oferta de acciones, derivada de la OPV, no tiene un efecto relevante sobre los precios de las acciones existentes en circulación; y, segundo, el incremento medio del volumen de efectivo negociado es positivo y significativo al 99 por 100 de confianza, lo que es indicativo del extraordinario incremento del volumen de efectivo negociado que experimentan las acciones que son objeto de OPV.

Al igual que en la variable anterior, el estudio se replicó diferenciando entre ofertas de empresas públicas y privadas. Los resultados, que también vienen recogidos en el cuadro 3, revelan que: primero, aunque la rentabilidad media de las ofertas de empresas privadas es menor (más negativa), no existen diferencias significativas entre las rentabilidades medias de las ofertas de empresas públicas y privadas; y, segundo, sí que existen diferencias significativas, al 95 por 100 de confianza, entre los incrementos medios de los volúmenes de efectivo negociados de las ofertas de empresas públicas y privadas, siendo mayor en las ofertas de empresas privadas que en las públicas, lo que indica que la ampliación de la base accionarial, tras la OPV de acciones, tiene mayores efectos sobre la contratación de las mismas en las ofertas de empresas privadas que en las públicas.

Como complemento de la variable anterior, relativa al incremento del volumen de efectivo negociado, se obtiene y examina la variable que representa el porcentaje del volumen de efectivo negociado sobre el mercado. Esta información, que viene recogida en el cuadro 1, columna quinta, muestra el elevado porcentaje de negociación de las acciones objeto OPV sobre el total del mercado, destacando las OPVs subsiguientes de empresas públicas, en concreto la última de Endesa, denominada Endesa III, en la que las acciones de ésta, el primer día de negociación, representa-

CUADRO 3.—Rentabilidad e incremento del volumen de efectivo negociado de las OPVs subsiguientes

Rentabilidad	Media	Desv. tip.	t-Student (1)	t-Student (2)
<i>Tipo de OPV</i>				
Subsiguientes	-0,487%	1,449%	-1,540	
Subsiguientes de empresas públicas	-0,431%	1,281%	-1,116	
Subsiguientes de empresas privadas	-1,195%	2,714%	-1,321	0,826
Δ del volumen de efectivo negociado	Media	Desv. tip.	t-Student (3)	t-Student (4)
<i>Tipo de OPV</i>				
Subsiguientes	915,419%	1.359,970%	3,085**	
Subsiguientes de empresas públicas	716,411%	580,483%	4,093**	
Subsiguientes de empresas privadas	3.443,472%	3.764,279%	2,744**	-2,359*

Notas:

(1) Hipótesis nula = la rentabilidad media es nula. Hipótesis alternativa = la rentabilidad media es negativa.

(2) Hipótesis nula = la rentabilidad media de las empresas públicas es igual a la de las empresas privadas. Hipótesis alternativa = la rentabilidad media de las empresas públicas es distinta a la de las empresas privadas.

(3) Hipótesis nula = el Δ medio del volumen de efectivo negociado es nulo. Hipótesis alternativa = el Δ medio del volumen de efectivo negociado es positivo.

(4) Hipótesis nula = el Δ medio del volumen de efectivo negociado de las empresas públicas es igual al de las empresas privadas. Hipótesis alternativa = el Δ medio del volumen de efectivo negociado de las empresas públicas es distinto del de las empresas privadas.

** Significativa al 99 por 100 de confianza.

* Significativa al 95 por 100 de confianza.

ron un valor superior al 72 por 100 del volumen total de efectivo negociado en acciones de la Bolsa de Madrid. Adicionalmente, también en el cuadro I, columna sexta, se establece el ranking de negociación de dichas acciones. Este ranking, al igual que el volumen de efectivo negociado sobre el mercado, está relacionado con el importe de la OPV, que viene recogido en el cuadro A1 del apéndice, columna octava, y refleja que en muchos de los casos las acciones objeto de la oferta representan el activo más negociado en el mercado, así sobresalen las OPVs subsiguientes de empresas públicas.

A priori, cabe esperar que, para un mismo volumen ofertado, el porcentaje del volumen de efectivo negociado de las ofertas subsiguientes sea mayor que el de las iniciales, dado que, en general, la base accionarial será mayor en las OPVs subsiguientes. Así, el test de diferencia de medias sobre dicha variable, permite contrastar la hipótesis nula de que el valor medio del porcentaje del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs iniciales es igual al de las subsiguientes, frente a

la hipótesis alternativa de que el valor medio del porcentaje del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs iniciales es menor que el de las subsiguientes. El cuadro 4, que presenta el valor medio y desviación típica de esta variable, tanto para las OPVs iniciales como subsiguientes, y sintetiza los resultados de este contraste, permite señalar, a un nivel de significación del 1 por 100, que el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs subsiguientes es superior al de las iniciales, como inicialmente se había pensado.

CUADRO 4.—Porcentaje del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs

Tipo de OPV	Media	Desv. tip.	t-Student (1)	t-Student (2)	t-Student (3)
Iniciales	20,940%	14,913%			
Subsiguientes	44,060%	20,421%			
			-4,116**		
Iniciales de empresas públicas	25,216%	14,741%			
Iniciales de empresas privadas	15,123%	13,061%		1,147	
Subsiguientes de emp. públicas	47,284%	17,967%			
Subsiguientes de emp. privadas	7,159%	3,813%			7,246**

Notas:

(1) Hipótesis nula = el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs iniciales es igual al de las subsiguientes. Hipótesis alternativa = el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs iniciales es menor que el de las subsiguientes.

(2) Hipótesis nula = el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs iniciales de empresas públicas es igual al de las empresas privadas. Hipótesis alternativa = el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs iniciales de empresas públicas es distinto del de las empresas privadas.

(3) Hipótesis nula = el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs subsiguientes de empresas públicas es igual al de las empresas privadas. Hipótesis alternativa = el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las OPVs subsiguiente de empresas públicas es distinto del de las empresas privadas.

** Significativa al 99 por 100 de confianza.

Al igual que en las variables anteriores, el estudio se replicó diferenciando entre ofertas de empresas públicas y privadas, tanto en las ofertas iniciales como en las subsiguientes. Los resultados, que también vienen recogidos en el cuadro 4, revelan que: primero, para las OPVs iniciales, aunque el porcentaje medio del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las ofertas de empresas públicas es mayor, no existen diferencias significativas entre los porcentajes medios del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las ofertas de empresas públicas y privadas¹⁶, lo que es indicativo de la extraordinaria negociación de las acciones de

¹⁶ De forma adicional, y dado el bajo número de observaciones existentes respecto de las OPVs iniciales de empresas públicas, el test de la diferencia de medias de dicha distribución y la de las OPVs ini-

las ofertas de empresas privadas en su primera sesión de contratación, máxime cuando los distintos volúmenes ofertados por las empresas privadas son muy inferiores a los de las empresas públicas, como se observa en la columna octava del cuadro A1 del apéndice; y, segundo, para las OPVs subsiguientes, existen diferencias significativas, al 99 por 100 de confianza, entre los porcentajes medios del volumen de efectivo negociado sobre el mercado de las ofertas de empresas públicas y privadas, siendo mayor en las ofertas de empresas públicas que en las privadas, lo cual es lógico, dado que al volumen de acciones ofertado se le añade el hecho de que estas empresas públicas generalmente ya eran las más negociadas en el mercado bursátil español.

Adicionalmente, y con el fin de calibrar el grado participación e implicación de los inversores particulares e internacionales en las OPVs, el cuadro 5 recoge, por un lado, los importes de los tramos minoristas, también denominados generales, y los de los no minoristas, así como los premios medios de ambos, y, por otro, los importes de los tramos internacionales, así como sus premios medios.

CUADRO 5.—*Tramos y premios medios minoristas, no minoristas e internacionales de las OPVs*

Tipo de OPV	Importe de los tramos minoristas	Importe de los tramos no minorista	Premio medio minorista	Premio medio no minorista	Importe de los tramos internacionales	Premio medio internacionales
Todas	1.740.039,430	1.665.259,609	6,731%	2,828%	1.226.281,256	2,245%
Iniciales	246.857,833	301.389,458	22,161%	13,079%	179.249,693	11,861%
Subsiguientes	1.493.181,597	1.363.870,152	4,179%	0,563%	1.047.031,563	0,598%
Inic. de emp. públicas	156.781,034	159.179,556	6,129%	4,677%	106.951,000	5,535%
Inic. de emp. privadas	90.076,798	142.209,902	50,067%	22,483%	72.298,693	21,220%
Subs. de emp. públicas	1.424.993,833	1.202.518,796	4,133%	0,440%	930.866,120	0,510%
Subs. de emp. privadas	68.187,764	161.351,356	5,145%	1,476%	116.165,443	1,307%

Nota: Los importes de los tramos de las OPVs están expresados en millones.

Fuente: Elaboración propia a partir de las fuentes señaladas en el cuadro A1 del apéndice.

Los datos de este cuadro confirman la importancia relativa de los inversores particulares e internacionales en las OPVs. Así, y sin pomenorizar en el desglose entre ofertas iniciales, subsiguientes, públicas y privadas, se observa que los tramos minoristas representan, para el conjunto de las OPVs, aproximadamente el 51,1 por 100, con un premio medio muy superior al de los tramos no minoristas¹⁷, lo que da una idea de la extraordinaria participación de los inversores particulares en las OPVs. Por otro lado, y de igual modo, los tramos internacionales alcanzan, también para el conjunto de las OPVs, el 36,0 por 100, con un premio medio similar al de los tramos no minoristas, lo que es indicativo del grado de participación de los inversores extranjeros y está en consonancia con el volumen de inversión extranjera registrada durante estos años en el mercado bursátil español.

ciales de empresas privadas, que supone asumir normalidad en dichas distribuciones, fue replicado en el campo no paramétrico con objeto de validar los resultados obtenidos, determinándose unos resultados similares.

¹⁷ La ejecución del test de diferencia de medias para muestras relacionadas revela que el premio medio de los tramos minoristas es significativamente superior al premio medio de los tramos no minoristas, al 99 por 100 de confianza.

Para completar y resaltar la importancia de la participación de los inversores particulares en las OPVs, el cuadro 6 muestra, por orden cronológico, el número de veces que la demanda minorista ha superado a la oferta, así como el número total de peticiones en los tramos minoristas, para aquellas OPVs de las que se dispone de dicha información¹⁸.

CUADRO 6.—Sobredemanda y peticiones en los tramos minoristas de las OPVs

Empresa (*)	Sobredemanda en número de veces	Número de peticiones
Argentaria I	2,52	370.000
Argentaria II	2,74	488.000
Continente	4,36	35.541
Aumar	n.d.	10.704
Endesa II	3,25	225.000
Cortefiel	n.d.	9.315
Mapfre Vida I	4,75	n.d.
Mapfre Vida II	3,4	20.000
E.c I. A. Arag.	7	18.106
Repsol III	2,26	337.826
Ginés Nav. II	n.d.	12.806
Telefónica I	8,01	450.593
Repsol IV	7,60	372.912
Argentaria III	6,40	366.200
Sol Meliá	5	35.176
Tele Pizza	n.d.	76.046
Telefónica II	9,4	1.239.796
A. Domínguez	120	256.055
Repsol V	40,51	859.197
Cvne	32	17.884
B. Riojanas	29	75.638
Endesa III	9,82	1.613.000
Iberpapel	21,22	36.825
Acs	5,6	67.508
Acceralia	12	341.645
Dinamia	10,29	15.221
Total OPVs		7.017.994

(*) Sólo se muestran aquellas OPVs de las que se dispone de dicha información.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del diario de información financiera *Expansión* y de la revista mensual *Bolsa de Madrid*.

¹⁸ Las ofertas de Repsol II, FCC, Abengoa, Miquel y Costas, Gas Natural, Catalana de Occidente, Barón de Ley, Faes y Aldeusa no contemplan tramos minoristas. Por otro lado, la oferta de Aldeusa sí que contempla aunque está destinado únicamente para empleados y es insignificante.

Los datos, por sí solos, son reveladores de la extraordinaria demanda existente en dichos tramos y, por tanto, de la necesidad de establecer fuertes prorratesos, destacando sobremanera la extrema sobredemanda que se produjo en la salida a Bolsa de Adolfo Domínguez. Por otro lado, estos mismos datos, que representan el 94,9 por 100 del importe de los tramos minoristas, revelan que en las OPVs de estas empresas participaron, con los datos de que se dispone, un número superior a los siete millones de inversores particulares, sobresaliendo las OPVs de empresas públicas, en concreto la fuerte participación de éstos en Telefónica II, Repsol V y Endesa III.

Sin embargo, otra cuestión muy diferente es el grado de permanencia de los particulares en la base accionarial de la empresa después de la OPV. En este sentido, BABECKI e ISASI (1991, p. 24), en relación con las OPVs de empresas públicas, señalan: *«Obtener la participación de los particulares en las privatizaciones ha sido relativamente fácil. Sin embargo, conseguir que los particulares consideraran dichas acciones como verdaderas inversiones y no las vendieran en seguida a la vista de plusvalías sustanciales ha resultado mucho más difícil... La experiencia ha demostrado que los particulares son lo suficientemente inteligentes como para reconocer una "ganga", pero ello no implica que, como consecuencia de las privatizaciones, se hayan convertido en asiduos inversores. De hecho, la cartera de la mayoría de los accionistas particulares de las sociedades privatizadas no constan más que de un número muy limitado de este tipo acciones...»*

3. Conclusiones

El análisis de los efectos de las OPVs de acciones sobre el mercado bursátil español ha constituido el eje principal de estudio del presente trabajo. Para ello, se han seleccionado todas aquellas empresas que han sido objeto de tales operaciones en nuestro mercado bursátil durante 1992-1997. En concreto, se han examinado las 44 OPVs de acciones que han tenido lugar durante dicho período (comenzando por Omsa y concluyendo por Dinamia en 1997) y el estudio de las correspondientes operaciones bursátiles se ha centrado en el análisis de la primera sesión de contratación de las acciones objeto de la oferta.

Básicamente las variables investigadas ha sido: primero, el premio que experimentan las acciones que han sido ofertadas; segundo, en las ofertas que no representan salidas a Bolsa, la rentabilidad que obtienen las acciones que no han sido ofertadas; tercero, y también para las ofertas que no representan salidas a Bolsa, el incremento del volumen de efectivo negociado que experimentan las acciones, ofertadas o no, y, cuarto, el porcentaje que el volumen de efectivo negociado de las acciones, ofertadas o no, representa sobre el total del mercado. La metodología aplicada, basada en el estudio de sucesos y con el objetivo de contrastar diversas hipótesis respecto de los premios, rentabilidades, volúmenes de contratación, etc., se ha establecido diferenciando entre OPVs iniciales y subsiguientes, es decir, entre salidas a Bolsa y no salidas, y, a su vez, entre OPVs de empresas públicas y privadas, esto es, entre privatizaciones y no privatizaciones. Completándose el estudio con el análisis del grado de implicación y participación de los inversores, tanto particulares como internacionales, en estas operaciones.

Los resultados obtenidos, a modo de síntesis, permiten señalar que existe una tendencia hacia la infravaloración de los precios de las acciones ofertadas, siendo

ésta mucho más acusada en aquellas ofertas que representan salidas a Bolsa. Por otro lado, y en las ofertas que no representan salidas a Bolsa, se puede indicar que las acciones ofertadas no producen considerables descensos en los precios de las acciones no ofertadas y, por el contrario, sí que determinan significativos incrementos de los volúmenes de efectivo negociado, siendo éstos más importantes en las ofertas de empresas privadas. Adicionalmente, los porcentajes de los volúmenes de efectivo negociado sobre el mercado, tras las correspondientes ofertas de acciones, son reveladores de la extraordinaria negociación de las acciones ofertadas, destacando aquellas ofertas que no representan salidas a Bolsa y, dentro de éstas, las de las empresas públicas. Por último, también conviene resaltar la significativa participación de los inversores particulares en estas ofertas, sobresaliendo el premio, la sobredemanda y el número de peticiones de los tramos minoristas, así como la fuerte internacionalización de las OPVs de acciones españolas.

Bibliografía

- AGGARWAL, R.; LEAL, R., y HERNÁNDEZ, L. (1993): «The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America», *Financial Management*, vol. 22, pp. 42-53.
- AGUIRRE, C. (1991): «Privatizaciones: su impacto en los mercados de capitales», *Economistas*, núm. 49, pp. 28-35.
- BABECKI, J., e ISASI, L. (1991): «Los procesos privatizadores, sus factores principales y su impacto en los mercados de capitales», *Economistas*, núm. 49, pp. 18-26.
- BEL, G. (1998): «Los costes financieros de la privatización en España», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 772, pp. 125-144.
- BLANCO, F., y MALLOL, J. R. (1991): «Métodos de valoración: en busca del precio justo», *Economistas*, núm. 49, pp. 52-59.
- BOLSA DE MADRID (1995): «Oxígeno para la Bolsa. Nuevas Admisiones: 1986-95», *Bolsa de Madrid*, núm. 38, pp. 4-11.
- CACION, J. E. (1997): *Las Ofertas Públicas de Venta de valores negociables*, Dykinson, Madrid.
- DE LA DEHESA, G. (1993): «Las privatizaciones en España», *Moneda y Crédito*, núm. 196, pp. 131-141.
- DELORME, R. (1992): «El fenómeno de las privatizaciones en Francia», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 707, pp. 35-53.
- DEWENTER, K. L., y MALATESTA, P. H. (1997): «Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison», *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1659-1679.
- IBBOTSON, R. G. (1975): «Price Performance of Common Stock New Issues», *Journal of Financial Economics*, vol. 2, pp. 235-272.
- IBBOTSON, R. G.; SINDELAR, J. L., y RITTER, J. R. (1988): «Initial Public Offerings», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1, pp. 37-45.
- JACQUILLAT, B. (1987): «Nationalization and Privatization in Contemporary France», *Government Union Review*, vol. 8, pp. 21-50.
- JENKINSON, T., y MAYER, C. (1988): «The Privatization Process in France and the UK», *European Economic Review*, vol. 32, pp. 482-490.
- JENKINSON, T., y MAYER, C. (1994): «The Cost of Privatization in the UK and France», en BISHOP, M.; KAY, J. A., y MAYER, C. (eds.): *Privatization and Economic Performance*, Oxford University Press, Oxford.
- LOUGHRAM, T.; RITTER, J. R., y RYDQVIST, K. (1994): «Initial Public Offerings: International Insights», *Pacific Basin Finance Journal*, vol. 2, pp. 165-199.

- MCDONALD, J. G., y FISHER, A. K. (1972): «New Issue Stock Price Behavior», *Journal of Finance*, vol. 27, pp. 97-102.
- MUSCARELLA, C. J., y VETSUYPENS, M. R. (1989): «The Underpricing of Second "Initial" Public Offerings», *Journal of Financial Research*, vol. 12, pp. 183-192.
- PALA, R. (1997): *Las Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Acciones*, McGraw-Hill, Madrid.
- PEROTTI, E. C., y GUNEV, S. E. (1993): «The Structure of Privation Plans», *Financial Management*, vol. 22, pp. 84-98.
- RITTER, J. R. (1984): «The "Hot Issue" Market of 1980», *Journal of Business*, vol. 57, pp. 215-240.
- VICKERS, J. S. (1993): «El programa de privatizaciones británico: una evaluación económica», *Moneda y Crédito*, núm. 196, pp. 79-130.
- VICKERS, J. S., y YARROW, G. K. (1988): *Privatization: An Economic Analysis*, MIT Press, Cambridge. (Existe una edición en castellano de la editorial Fondo de Cultura Económica, México.)
- VICKERS, J. S., y YARROW, G. K. (1991): «Economic Perspectives on Privatization», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, pp. 111-132.

CUADRO A1.— Síntesis de las OPVs de acciones en el mercado bursátil español durante 1992-1997

Empresa	Año	Ocurre	Fecha de verificación y registro	Fecha de la operación bursátil	Número de acciones adjudicadas	Precio medio de la OPV	Importe de la OPV (*)	Fecha de la primera subasta	Primer precio de oferta	Importe de la OPV a precio de mercado (*)
Empresas públicas										
Argentina I.....	1993	Soc. Est. de Patrimonio I	12/04/93	11/05/93	31.262.450	3,786	118.727.220	12/05/93	4.230	132.663.164
Aldasa.....	1997	Soc. Est. de Partic. Patrim.	12/09/97	30/09/97	15.000.000	3,268	49.020.570	01/10/97	3.310	49.650.000
Acevala.....	1997	Soc. Est. de Partic. Indust.	21/11/97	09/12/97	71.256.154	2,080	148.212.800	10/12/97	2,090	148.925.362
Empresas privadas										
Onsa.....	1992	Onsa Alimentación	23/04/92	19/05/92	6.116.130	615	3.761.701	27/07/92	498	3.042.775
Continente.....	1994	Varios	24/02/94	15/03/94	14.400.000	2,636	37.952.737	17/03/94	2.720	39.168.000
Cornefel.....	1994	Varios	16/06/94	07/07/94	4.911.534	3,071	15.082.766	08/07/94	3.125	15.348.544
Banesto I (s).....	1994	Bco. Santander	27/09/94	21/10/94	68.728.496	400	27.491.398	24/10/94	831	57.113.380
Gindés Nav. L.....	1994	Corp. Financiera Alba	20/10/94	11/11/94	1.316.736	1,700	2.238.451	17/11/94	1.785	2.350.374
Márgite Vida I.....	1994	Corporación Magífre	22/11/94	19/12/94	1.200.000	4,750	5.700.000	23/12/94	5.600	6.720.000
E. e I. A. Arag.....	1995	Unilida	07/02/95	20/02/95	20.000.000	550	11.000.000	20/02/95	572	11.440.000
Sol Meliá.....	1996	Sol Meliá	04/06/96	02/07/96	14.190.000	2,700	38.313.000	02/07/96	3.205	45.478.950
Tele Pizsa.....	1996	Varios	25/10/96	12/11/96	4.829.816	2,269	10.958.611	13/11/96	3.100	14.972.430
Abergoa.....	1996	Varios	12/11/96	29/11/96	1.972.633	4,250	8.383.690	29/11/96	4.495	8.866.985
Miquel y Costas.....	1996	Varios	15/11/96	27/11/96	2.034.162	3,046	6.196.930	27/11/96	3.291	6.695.200
A. Dominguez.....	1997	Varios	28/02/97	18/03/97	5.976.240	3,067	18.331.195	18/03/97	3.950	35.538.628
Barón de Ley.....	1997	Varios	01/07/97	15/07/97	5.407.860	2,350	12.708.471	16/07/97	2.950	15.943.187
Cvne.....	1997	Varios	04/07/97	10/07/97	640.020	3.900	2.498.078	17/07/97	5.010	3.206.500
B. Rioja.....	1997	Varios	12/09/97	29/09/97	2.158.055	1,250	2.697.569	30/09/97	1.615	3.485.259
Iberpopel.....	1997	Iberpopel Gestión	14/11/97	27/11/97	3.872.629	2,276	8.814.104	28/11/97	2.335	9.985.136
Dinamía.....	1997	Dinamía Capital Privado	27/11/97	11/12/97	9.000.000	2,240	20.160.000	15/12/97	3.345	30.105.000
Total OPVs iniciales de empresas públicas.....					117.618.604		315.960.590			331.238.525
Total OPVs iniciales de empresas privadas.....					166.754.311		232.286.700			308.470.447
Total OPVs iniciales.....					284.372.915		548.247.290			639.708.973

CUADRO A1.—*Síntesis de las OPIs de acciones en el mercado bursátil español durante 1992-1997 (Cont.)*

Empresa	Año	Oferente	Fecha de verificación y registro	Fecha de la operación bursátil	Número de acciones adquiridas	Precio medio de la OPI	Importe de la OPI (*)	Fecha de la primera cotización	Pérez precio de cierre	Importe de la OPI a precio de mercado (*)
Empresas públicas										
Repsol II (b)	1993	Inst. Nac. de Hidrocarburos	10/03/93	31/03/93	40.000.000	2.735	109.400.000	31/03/93	2.785	111.400.000
Argentina II	1993	Soc. Est. de Patrimonio I	22/10/93	17/11/93	29.945.455	5.939	177.831.503	17/11/93	6.260	187.455.548
Endesa II (b)	1994	Tenoso	03/03/94	01/06/94	22.609.183	6.370	144.027.344	01/06/94	6.400	144.698.771
Repsol III	1995	Inst. Nac. de Hidrocarburos	17/03/95	11/04/95	57.000.000	3.510	200.078.000	11/04/95	3.640	207.480.000
Enxet II (b)	1995	Tenoso y Cofrevasa	04/05/95	10/05/95	4.202.742	3.100	13.028.500	10/05/95	3.200	13.448.774
Telefónica I (c)	1995	Soc. Est. de Patrimonio II	07/09/95	03/10/95	112.085.400	1.624	182.003.700	03/10/95	1.640	183.920.056
Repsol IV	1996	Soc. Est. de Partic. Indust.	16/01/96	06/02/96	33.000.000	4.230	139.591.250	06/02/96	4.395	145.035.000
Argentina III	1996	Soc. Est. de Patrimonio I	23/02/96	26/03/96	28.670.422	5.003	143.446.606	26/03/96	5.150	147.653.673
Gas Natural I	1996	Soc. Est. de Partic. Indust.	21/11/96	03/12/96	1.423.520	26.000	37.011.520	03/12/96	26.380	37.552.458
Telefónica II	1997	Soc. Est. de Partic. Patrim.	17/01/97	18/02/97	191.019.467	3.285	627.405.835	18/02/97	3.365	642.780.506
Repsol V	1997	Soc. Est. de Partic. Indust.	04/04/97	29/04/97	30.002.859	5.819	174.584.537	29/04/97	6.040	181.217.268
Endesa III	1997	Soc. Est. de Partic. Indust.	23/09/97	21/10/97	260.005.599	2.612	679.103.635	21/10/97	2.720	707.315.259
Empresas privadas										
E. Subterráneos	1993	Husa	09/09/93	18/10/93	543.916	2.250	1.223.811	19/10/93	2.375	1.291.801
Aumar	1994	Bco. C. Hispanoamericano	10/03/94	28/03/94	8.250.000	1.581	13.045.500	28/03/94	1.565	12.911.250
Fec	1994	Varios	15/03/94	30/03/94	30.000.000	16.000	48.000.000	30/03/94	15.850	47.850.000
Midea	1994	Varios	19/07/94	17/07/94	1.741.000	1.830	3.186.030	22/07/94	1.830	3.186.030
Banesto II (a)	1994	Atisa	01/12/94	28/12/94	38.950.156	783	30.497.972	28/12/94	833	32.445.480
Asturiana del Z.	1994	Corp. I. y F. Banesto	13/12/94	19/12/94	8.911.047	1.515	13.500.236	19/12/94	1.465	13.054.684
Mápire Vida II	1995	Corporación Mapfre	19/01/95	09/02/95	1.715.200	5.347	9.171.456	09/02/95	5.520	9.467.904
Genis Nav. II	1995	Varios	20/06/95	10/07/95	5.600.000	1.700	9.520.000	10/07/95	1.665	9.324.000
Global Shell W.	1996	Socitem Auxiliar	12/11/96	28/11/96	10.708.531	400	4.283.412	28/11/96	400	4.283.412
Canalisa de Occ.	1997	Canalisa de Occidente	07/04/97	22/04/97	2.657.257	7.400	19.515.702	22/04/97	7.950	20.913.448
Fees	1997	Varios	10/07/97	23/07/97	2.400.149	8.500	20.401.267	23/07/97	8.450	20.281.259
Act.	1997	Varios	20/11/97	11/12/97	16.053.111	3.565	57.193.734	11/12/97	3.650	58.593.855

CUADRO A1.—Síntesis de las OPVs de acciones en el mercado bursátil español durante 1992-1997 (Cont.)

Empresa	Año	Objeto	Fecha de verificación y registro	Fecha de la operación bursátil	Número de acciones adjudicadas	Precio medio de la OPV (*)	Importe de la OPV (*)	Fecha de la primera contratación	Primer precio de cierre	Importe de la OPV a precios de mercado (*)
Total OPVs subsiguientes de empresas públicas...					809.964.647	2.627.512,628	2.109.759,285			
Total OPVs subsiguientes de empresas privadas...					100.510.367	229.539,120	233.603,123			
Total OPVs subsiguientes.					910.475.014	2.857.051,748	2.943.362,408			
Total OPVs.....					1.194.847.929	3.405.299,039	3.583.071,380			

Notas:

(*) Expresado en millones.

(a) Acciones correspondientes a la emisión de Banesto (abril 94).

(b) Con anterioridad las acciones de estas empresas fueron ofertadas: Repsol I en 1989, Endesa I en 1988 y Ence I en 1988.

(c) En el año 1987 las acciones de Telefónica fueron objeto de una OPV exclusivamente internacional.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos contenidos en los Boletines de Cotización de la Bolsa de Madrid, los Informes Anuales de la Bolsa de Madrid, la revista mensual *Bolsa de Madrid* y la información facilitada por la CNMV, el Servicio de Información Bursátil y las propias empresas. También se consultaron los folletos informativos de las OPVs y el diario de información financiera *Expansión*.