

ESTUDIOS

La financiación empresarial mediante la salida a la bolsa: ventajas e inconvenientes*

Marta De Vicente Lama

Palabras clave: *bolsa de valores, oferta pública inicial, financiación.*

Key words: *Stock Market, Initial Public Offering, financing.*

I. Introducción

El objetivo de este artículo es presentar a la Bolsa de Valores como alternativa de financiación para las empresas. Concretamente nuestro interés se centrará en el proceso de las salidas a bolsa y el análisis de las ventajas e inconvenientes de esta operación. Fundamentalmente nos ocuparemos de las salidas a bolsa en el segmento principal del primer mercado¹ español por su frecuencia e importancia aunque también abordaremos brevemente otros segmentos de cotización del primer mercado –el Nuevo Mercado y Latibex– así como el Segundo Mercado. Finalmente describiremos de forma breve la evolución en los últimos años de las salidas a bolsa en España.

La Bolsa de Valores es una vía de crecimiento para las empresas que, siempre que cumplan una serie de requisitos, deciden cotizar en ella y supone una fuente de financiación alternativa a la deuda. Por otra parte, permite a los accionistas vender parte o toda su participación sin tener que seguir para ello negociaciones de venta.

A pesar de que es ésta la función tradicional de la Bolsa, las razones que suelen motivar la decisión de salir a bolsa son diferentes en cada caso. Enumeraremos las principales y más habituales en el apartado 4 al analizar las ventajas de la salida a bolsa.

* “Este artículo es una adaptación del trabajo realizado por la autora para el curso de doctorado “Nuevos mercados e instrumentos financieros para la empresa” incluido dentro del programa “Planificación, dirección y entorno económico-social de la empresa” de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales – ETEA.”

¹ El primer mercado es aquel segmento en el cual se negocian los valores más líquidos a diferencia del segundo mercado, reservado para empresas de menor tamaño (Pymes) que acuden a la Bolsa para obtener financiación y que no cumplen los requisitos de acceso al primer mercado.

Existen básicamente cuatro formas de acceso al mercado de valores español:

1. **Introducción directa:** método por el cual se solicita la admisión a cotización de las acciones existentes y la propiedad del capital no cambia de manos.
2. **Oferta Pública Inicial (OPI)**, que puede realizarse de dos formas:
 - a. Oferta pública de acciones antiguas (OPV), que es la vía más adecuada para las empresas que cuentan con autocartera o cuando los accionistas existentes desean vender parte o la totalidad de sus acciones.
 - b. Oferta pública de acciones nuevas procedentes de una ampliación de capital (OPS), que es la vía adecuada si se pretende inyectar fondos propios a la empresa.
3. **Oferta privada:** supone la colocación de acciones limitada a un determinado sector del público inversor y pretende una mayor estabilidad del accionariado al evitar fuertes especulaciones.
4. **Colocación mixta:** es una combinación de OPI y colocación privada, permitiendo las ventajas de los dos sistemas.

Las OPI comienzan a ser un mecanismo de acceso a la cotización bursátil utilizado de forma habitual a partir del año 1989; a partir de 1992, prácticamente la totalidad de las salidas a bolsa son OPI². Esta oferta pública inicial (Inicial Public Offering ó IPO en la terminología anglosajona), se identifica con el término “salida a bolsa” porque, en la gran mayoría de las ocasiones, la admisión a cotización va acompañada de una OPV inmediatamente anterior. Es por este motivo, y por la importancia que tiene un buen diseño de la oferta en el éxito de la salida, por el que centraremos en las OPV gran parte de este trabajo.

2. OPV: definición y motivos

Las ofertas públicas de venta de valores³ son operaciones de mercado primario⁴ que consisten en ofrecer al público una parte o la totalidad del capital social de una empresa. Permiten diseminar la propiedad para garantizar la liquidez antes de su admisión a cotización, o incrementarla si ya cotiza. Cuando la emisión se realiza por primera vez se denomina Oferta Pública Inicial (OPI) y a las siguientes Ofertas Públicas Secundarias.

² S. ÁLVAREZ y V. GONZÁLEZ (2001), p. 9.

³ Según se define en el artículo 30 bis de la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988 de 28 de julio), “Una oferta pública de venta o suscripción de valores es toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores”.

⁴ El mercado primario es aquel en el que se emiten originariamente valores que no están admitidos a cotización oficial. Una vez admitidos a cotización se negociarían en el denominado mercado secundario.

Existen estudios⁵ que muestran que las ofertas públicas secundarias son poco frecuentes debido a la denominada *teoría de la jerarquía financiera* según la cual hay una jerarquía de las fuentes de financiación que depende de la intensidad de las asimetrías de información entre los directivos y los inversores asociadas a cada una de las distintas fuentes. Así la jerarquización de las fuentes de financiación por orden de preferencia de las empresas para financiar nuevas inversiones es la siguiente:

- 1º. La financiación interna (beneficios no distribuidos).
- 2º. Financiación externa mediante deuda.
- 3º. Financiación mediante acciones cotizadas.

Deteniéndonos en cada una de las letras de la sigla OPV deducimos:

- **O** de Oferta refleja la intención de ofrecer algo (en este caso acciones).
- **P** de pública es inherente al mercado bursátil: transparente y regulado. Cualquier persona interesada tiene a su disposición un folleto informativo de la operación.
- **V** de Venta que distingue a la OPV de la OPA (Oferta Pública de Adquisición, a través de la que se da a conocer la intención de comprar las acciones de una empresa a sus actuales propietarios) y de la OPS (Oferta Pública de Suscripción, se refiere a valores que han de ser emitidos a diferencia de las OPV que son operaciones sobre valores ya existentes).

Las OPV se promueven en los siguientes casos:

- **Privatizaciones** o salidas a bolsa de empresas públicas: el Estado vende un porcentaje del capital de la empresa pública que se quiere privatizar con el fin de obtener recursos económicos. En España se produjo un intenso proceso privatizador fundamentalmente entre 1985 y 1998.
- **Salidas a bolsa de empresas privadas:** generalmente se lleva a cabo la operación para alcanzar la difusión requerida y para garantizar cierta liquidez en el futuro. Es frecuente que uno o varios accionistas mayoritarios vendan parte o la totalidad de su participación en una sociedad aunque habitualmente siguen manteniendo el control tras la salida a bolsa.
- **Venta de una participación significativa:** cuando un accionista mayoritario o de control vende su participación en una sociedad cotizada.

Cuando una compañía toma la decisión de salir a bolsa, la razón no suele ser única y, en todo caso, la empresa se beneficiará del conjunto de ventajas que ofrece la cotización en el mercado aunque sin menospreciar los inconvenientes a los que se puede enfrentar. En el apartado 4 se exponen las principales ventajas e inconvenientes de esta operación.

⁵ J. TIROLE (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, citado en "Emisión de acciones en la zona euro", *BCE Boletín Mensual*, Mayo, pp. 94-95.

3. El proceso de una OPV

En el proceso de una OPV se pueden distinguir fundamentalmente cuatro fases:

1. Análisis de la situación previa y preparación interna
2. Adopción del acuerdo de salir a bolsa
3. Selección de las entidades coordinadoras
4. Ejecución de la salida a bolsa

3.1. Análisis de la situación previa y preparación interna

La salida a bolsa es un evento trascendental y transformador para una empresa, con numerosas implicaciones en su operativa diaria.

Previo a su lanzamiento a bolsa la empresa requiere una preparación para que, en el momento de saltar al parqué, no sólo cumpla los requisitos para cotizar sino que esté preparada internamente.

Uno de los aspectos fundamentales a analizar es la **estructura de propiedad** siendo conveniente establecer cuál será el reparto de poder tras la operación. De esta forma se tratarán de evitar los denominados *costes de agencia* derivados de la existencia de “asimetrías de información” entre los directivos y los accionistas externos, es decir, que es probable que los directivos estén mejor informados acerca de las perspectivas de la empresa que los proveedores externos de fondos, lo que constituiría un motivo de preocupación para los inversores. Según algunos estudios realizados los costes de agencia pueden afectar negativamente a la rentabilidad económica de la sociedad⁶. En este sentido, se deben considerar también el porcentaje de capital en circulación o *free float*⁷, que será un factor determinante en las respuestas bursátiles, puesto que un *free float* reducido suele producir efectos intensos tanto positivos como negativos.

Por otra parte, se considera necesaria la **elaboración de un plan estratégico** que servirá de base para conocer lo que la empresa realizará durante los próximos años. En relación a este aspecto, la empresa debe considerar que el mercado tiende a juzgar a corto plazo, por lo que en su planificación deberán incluir operaciones que ofrezcan retornos a corto plazo para que sean bien digeridas por el mercado.

Con respecto al **equipo humano** de la empresa, es necesario garantizar al nuevo accionista que el personal que ha estado trabajando por el éxito de la sociedad va a permanecer. Cambios significativos en el equipo directivo podrían afectar negativamente a la salida a bolsa y posteriormente a su cotización.

⁶ B. A. JAIN y O. KINI (1994), *The post-issue performance of IPO firms*, citado en S. ÁLVAREZ y V. GONZÁLEZ (2003), p. 3.

⁷ Se define como *free float* la parte del capital social de una empresa que cotiza libremente y que no está controlado por accionistas de forma estable.

Asimismo resulta necesario realizar una campaña de **comunicación e imagen corporativa** tanto hacia al exterior como en la difusión de la operación entre los trabajadores de la empresa.

Por último, la preparación interna de la empresa exige la **realización de informes** simples pero precisos, y con total transparencia, para facilitar la posterior presentación de la empresa a los analistas de las entidades coordinadoras de la operación.

3.2. Adopción del acuerdo de salir a bolsa

Una vez que la empresa internamente está preparada para cotizar, la decisión de salida a bolsa se toma de forma oficial en el órgano de administración correspondiente.

3.3. Selección de las entidades coordinadoras

Una vez tomada oficialmente la decisión de salir a bolsa, la siguiente fase consiste en seleccionar un banco de inversión como coordinador global de la oferta. Las entidades coordinadoras globales son aquéllas que coordinan la oferta en todos sus tramos, controlan el estado y la evolución de la demanda, fijan el precio definitivo de acuerdo con la sociedad y, en su caso, realizan la redistribución entre los distintos tramos. Asimismo se responsabilizan junto al oferente de la veracidad e integridad de la información contenida en el folleto Informativo. Aunque lo más cómodo y sencillo es contratar un único coordinador global, los expertos aconsejan contratar al menos dos bancos de inversión puesto que su figura es decisiva y la misma competencia entre ellos suele ser buena para el oferente.

Adicionalmente a las entidades coordinadoras globales, en una oferta pública intervienen usualmente otra serie de entidades como son entidades directoras, entidades colocadoras y entidades aseguradoras.

La elección del coordinador es una decisión fundamental y la compañía, según Fernández Fernández y Fernández López (2001), deberá evaluar aspectos tales como:

- *Credenciales*: se establecen a partir de las operaciones recientes que ha realizado.
- *Capacidad financiera*: esta cuestión resulta fundamental ya que cuando una entidad asegura la salida a bolsa ha de tener capacidad suficiente para comprar las acciones.
- *Capacidad de análisis*: dado que serán las entidades coordinadoras las que presentarán la empresa a los futuros inversores, el prestigio del equipo de analistas influirá decisivamente.
- *Posicionamiento del valor*: las entidades coordinadoras deben tener claro dónde quieren situar el valor con respecto a sus competidores más inmediatos.
- *Valoración de la compañía*: las entidades coordinadoras deben valorar adecuadamente la compañía utilizando criterios reconocidos por los inversores, de forma que no se produzcan

oscilaciones significativas respecto al valor que el mercado le atribuirá en el momento de la salida a bolsa.

Los sistemas utilizados en la práctica bursátil con mayor asiduidad son el método basado en la aplicación de multiplicadores de empresas parecidas que cotizan en bolsa (PER), el descuento de flujos de caja libres o la valoración neta de activos (*Net Asset Value – NAV*).

- *Comisiones y gastos:* Aunque es un aspecto a considerar por el posible ahorro que puede suponer (suele oscilar entre un 2% y un 3% sobre el capital que sale a bolsa), no es crucial dada la importancia de los aspectos anteriores comentados a la hora de seleccionar los bancos coordinadores.

Además del coordinador global se hace imprescindible la contratación de un despacho de abogados que velará porque la operación cumpla con los requisitos legales.

Recientemente se han introducido importantes reformas en la regulación legal de las salidas a bolsa, que se encuentran en la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988, de 28 de julio) (LMV) y que provienen del propio devenir de los mercados financieros así como de la unificación de la regulación en materia de salidas a bolsa en toda la Unión Europea. En concreto nos referimos a las siguientes:

- Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de mayo, de Reformas Urgentes para el impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública que reforma sustancialmente los preceptos contenidos en la LMV relativos a la admisión a cotización. Este RD transpone la Directiva 2003/71/CE de Folletos de Oferta Pública o Admisión a Cotización de Valores (Directiva de Folletos).
- La anterior reforma no fue suficiente porque el legislador español dejó sin regular una parte sustancial del derecho que los emisores de valores necesitaban utilizar para instar las salidas a bolsa por lo que se aprobó también el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, que desarrolla parcialmente la LMV en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos y que desarrolla íntegramente las disposiciones que se contenían en la directiva de Folletos.

Estas reformas han introducido importantes novedades agilizando los mecanismos de salida a bolsa y simplificando los procedimientos de admisión de folletos emitidos en otros Estados miembros de la Unión Europea y de los medios publicitarios.

3.4. Ejecución de la salida a bolsa

En esta fase de ejecución de la salida a bolsa que culmina con la colocación de los títulos en el mercado nos centraremos en el diseño de la operación, el plan de marketing y la determinación del precio definitivo de salida.

3.4.1. Diseño de la operación

En esta fase se confecciona la piedra angular de todo estreno: el folleto de salida a Bolsa. El RD 1310/2005 citado anteriormente supone la adaptación del régimen español para que los folletos emitidos en España sean válidos en el resto de Estados miembros sin requisitos de información adicionales y viceversa. No hay cambios significativos en cuanto al contenido pero sí es obligatorio incluir un resumen de la oferta.

El citado **Folleto informativo** contiene información de la sociedad, de los valores cuya admisión se solicita e información económico-financiera suficiente para poder formular un juicio fundado sobre la inversión propuesta. Su difusión tendrá carácter gratuito y deberá ser breve y elaborado con un lenguaje no técnico para facilitar su lectura a los inversores.

Este documento se instrumenta en una serie de capítulos que recogen aspectos relevantes de la operación, como riesgos financieros del emisor, del negocio, riesgos de la propia operación (proveniente de la realización previa de la denominada *due diligence*). Concretamente, el folleto informativo contiene los siguientes capítulos:

- Capítulo I: Personas que asumen la responsabilidad del folleto.
- Capítulo II: Información relativa al valor cuya emisión se registra.
- Capítulo III: Información de carácter general de la sociedad.
- Capítulo IV: Información sobre la actividad de la sociedad (en el que se incluyen una descripción de las mismas, riesgos y oportunidades del negocio, cuota de mercado y competidores).
- Capítulo V: Información económico-financiera de la sociedad.
- Capítulo VI: Representación, gestión y control de la sociedad.
- Capítulo VII: Evolución reciente y perspectivas de la sociedad.

Asimismo se debe definir la estructura en cuanto a los **tramos** a los que se dirigirá la oferta (minoristas, institucionales, empleados, etc.), para lo cual interesa alcanzar, en la medida de lo posible, una operación equilibrada entre pequeños inversores e inversores institucionales. Normalmente en una OPV el pequeño inversor compra para obtener ganancias en el corto plazo; si los precios suben, realiza sus beneficios vendiendo sus valores a los inversores institucionales que, al concebir la operación en el largo plazo, querrán comprar siempre que no estén saturados.

Por otra parte, en cuanto a la decisión del **tamaño de la oferta** la empresa la toma con el asesoramiento del banco de inversión. Aspectos tales como el hecho de que sea una empresa de carácter familiar o no, o el deseo de conservar una mayoría en el capital deben ser considerados. Diversos estudios en la bolsa española han demostrado que, en las empresas familiares cotizadas, un mínimo del 50% del accionariado se suele encontrar aún tras la salida a bolsa de la compañía en manos del grupo familiar. En términos generales se considera que la colocación de menos del 30% del capital de la empresa dificulta el éxito de la operación.

Otro de los elementos críticos de la oferta a definir es la denominada opción **green shoe** u opción de sobreadjudicación que es una opción de venta de títulos que la entidad emisora concede a la entidad coordinadora en las OPV para estabilizar el precio de las acciones cuando existe una importante sobredemanda. La primera vez que se incluyó en el diseño de una operación fue en

EEUU a principios del siglo XX en la colocación de acciones en el mercado de capitales de la empresa *Green shoe*, de donde toma su nombre. La opción *green shoe* tiene un plazo de vigencia que abarca los treinta primeros días de negociación de las acciones tras la realización de la OPV, es decir, la opción de compra podrá ser ejecutada en una única vez cualquier día durante el primer mes y por el volumen de acciones que consideren oportuno los coordinadores globales, sin exceder el número acordado que compone la opción. Si transcurren treinta días y no ha sido ejecutada la opción vence, quedando las acciones que la integran en poder del emisor.

En cuanto al precio, en una OPV/OPS el **precio** se fija a lo largo del periodo de suscripción. Puede establecerse un precio máximo o una banda de precios. La banda puede ser vinculante (el precio definitivo tiene que estar dentro de la banda) o no vinculante, en cuyo caso la banda de precios es sólo orientativa y se puede dar el caso de que el precio definitivo salga fuera de la misma.

A modo de ejemplo presentamos las características principales de la oferta pública de venta de CORPORACIÓN DERMOESTÉTICA en junio de 2005 (cuadro 1):

Cuadro 1: Características principales de la OPV de Corporación Dermoestética

Nº acciones	15.013.906 acciones (37,64% del capital social), ampliable hasta 17.265.992 acciones (43,29% del capital social)	
PROCEDIMIENTO DE COLOCACIÓN		
Importe de las peticiones	<i>Tramo minorista:</i> Mínimo: 1.500 euros Máximo: 60.000 euros <i>Tramo institucional:</i> Mínimo: 60.000 euros	
Banda de precios (indicativa y no vinculante)	Entre 7,60 y 9,10 euros por acción	
Calendario de la operación	JULIO de 2005: • Solicitudes de compra: del 6 al 11 • Fijación del precio de la oferta: 11 • Adjudicación de las acciones: 12 • Fecha de admisión a negociación: 13 • Liquidación de la oferta: 15	
Precio definitivo de la oferta	9,10 euros por acción	
DISTRIBUCIÓN INICIAL DE LA OFERTA		
	Nº acciones	% s/oferta inicial
Tramo minorista	3.002.781	20
Tramo institucional español	3.002.781	20
Tramo internacional	9.008.344	60

Fuente: *Folleto informativo de la OPV de Corporación Dermoestética*, consulta a la página web de Morgan Stanley, www.morganstanley.es, 22 de marzo de 2007

Externamente la empresa debe realizar una comunicación previa a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y solicitar su admisión a negociación.

En principio, cualquier sociedad anónima puede distribuir sus acciones entre el público solicitando su admisión a negociación en bolsa. La admisión a negociación se produce, a solicitud del emisor, por acuerdo de la sociedad rectora de la bolsa previa verificación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del cumplimiento, entre otros, de los siguientes requisitos:

- El importe total de las acciones cuya admisión a negociación se solicite debe ser como **mínimo de 6 millones de euros**, calculado como el valor esperado de mercado. Para estimar si se cumple este requisito, se tendrá en cuenta el precio que hayan pagado los inversores en la oferta pública previa a la admisión.
- Un número suficiente de acciones debe quedar **repartido** entre el un número relevante de accionistas no significativos. Se trata de un requisito de difusión mínima que trata de asegurar la liquidez de los valores.

Con anterioridad a la entrada en vigor del RD 1310/2005, el requisito de difusión se establecía de forma que, al final de la colocación, existieran al menos 100 accionistas cuya participación individual fuera inferior al 25%. Actualmente sólo se exige una distribución suficiente.

- Las acciones deben ser **libremente transmisibles**. Las cláusulas estatutarias limitativas a la libre transmisibilidad son incompatibles con la cotización en bolsa.
- La admisión a negociación se condiciona a que, con carácter previo, se aporten y queden registrados en la CNMV la **escritura de constitución**, los **estatutos** y los demás documentos que acrediten la regularidad jurídica del emisor, los **estados financieros auditados** de los tres últimos ejercicios y el correspondiente **folleto informativo**.
- El nuevo sistema establecido por la LMV y el RD **no requiere** que el emisor presente una cierta **historia de beneficios** para obtener la admisión de sus acciones a un mercado regulado.

Anteriormente se exigía la obtención de beneficios en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un periodo de cinco, suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para el impuesto sobre sociedades y dotadas las reservas legales u obligatorias correspondientes. El cumplimiento de esta obligación no se encontraba en el hecho de haber distribuido realmente dividendos en estos periodos, sino en la posibilidad de obtención de beneficios susceptibles de poderlos pagar.

Realizada la comunicación previa a la CNMV, la empresa dispone de 30 días para registrar el folleto de emisión. Durante este periodo de tiempo se presenta la empresa a los analistas y se ensayan las presentaciones que se van a hacer a los inversores, fijando el itinerario del *road show*, que es el conjunto de presentaciones que hace la alta dirección de la empresa ante los potenciales inversores.

Desde que la empresa presenta el folleto y éste es registrado por la CNMV, suelen transcurrir unos 15 días hasta que las acciones de las empresas se admiten a negociación. En este periodo se intensifican los esfuerzos de *marketing*.

3.4.2. Plan de *marketing*

El plan de *marketing* es fundamental puesto que una empresa que sale a bolsa es un nuevo producto en el mercado financiero. Además, al estar destinado a distintos tipos de compradores, las acciones de *marketing* dirigidas a cada uno de ellos se han de realizar de forma diferente.

En el tramo minorista se utiliza sobre todo la publicidad, en medios generales o especializados. Son habituales los lanzamientos de *spots* publicitarios o las comunicaciones en prensa y en cuanto a los documentos más utilizados éstos son los trípticos explicativos de la oferta y del *equity story* de la empresa (argumentos de venta que se van a resaltar).

En cuanto al *marketing* dirigido al público institucional y considerando que la demanda de los inversores profesionales será la que determine los precios de referencia, la campaña será completamente distinta. Se da un contacto más directo con el posible inversor y es necesario "presentarles" convenientemente la empresa para captar su atención.

3.4.3. Fijación del precio de salida

Una vez finalizado el periodo de *road show* y considerando cómo ha transcurrido éste, se fijará el precio de definitivo de salida.

Aunque es complicado fijar las razones por las que unas salidas a bolsa tienen éxito y otras no, lo que sí está claro es que tanto el precio de salida como el momento en el que se efectúa son los factores más influyentes.

En general, las empresas que han salido a cotizar con un mayor PER han sido las que han mostrado un peor comportamiento. Asimismo es difícil que una empresa pueda resistir en su salida una bolsa bajista. La emisión de acciones está relacionada en gran medida con las cotizaciones bursátiles y esto explicaría en parte un fenómeno característico del mercado de acciones, concretamente el rendimiento menor de lo esperado a largo plazo de empresas que realizan ofertas públicas iniciales, en comparación con empresas similares en términos de tamaño y sector⁸.

Algunas empresas por diversas razones han retrasado la fecha prevista de su salida a bolsa y según los expertos es difícil evaluar si el retraso supone un fracaso o una decisión tomada a tiempo. El coste más complicado de cuantificar es el coste de imagen aunque el aplazamiento haya sido a causa de la debilidad del mercado. En el caso de que el retraso se deba a una falta de demanda una vez comenzada la colocación o a problemas internos de la compañía, la posterior recuperación de la confianza de los inversores será aún más complicada. La alternativa para no retrasar la salida sería rebajar el precio de salida: como le sucedió a Iberia que tras la escasa demanda de títulos, el hundimiento de sus comparables durante el *road show* y la situación del mercado en general y del sector aeronáutico en particular, optó por rebajar el precio de venta de sus acciones.

⁸ — (2006), "Emisión de acciones en la zona euro", *BCE Boletín Mensual*, Mayo, p. 102

4. Ventajas e inconvenientes de la salida a bolsa

Como hemos comentado anteriormente la salida a bolsa es un proceso trascendental y transformador para una empresa. Las razones de una compañía para dar el salto al parqué son diversas pero básicamente lo hacen buscando algunas de las ventajas que detallamos a continuación. Asimismo detallamos los inconvenientes a los que se puede enfrentar.

4.1. Ventajas de la salida a bolsa

4.1.1. Proporcionar liquidez a los accionistas

El mercado bursátil permite a los propietarios una rápida conversión en liquidez del capital invertido en el negocio a un precio objetivo.

Existen cuatro motivos fundamentales por los que los accionistas de una sociedad inician un proceso de desinversión:

- Liberar recursos para la realización de inversiones alternativas.
- Diversificar su riesgo patrimonial.
- Favorecer la transformación de la empresa (sucesión en empresas familiares)
- Hacer líquidos los beneficios retenidos.

4.1.2. Ampliar su autonomía financiera

El mercado de renta variable es una fuente de financiación alternativa. La salida a bolsa permite a la compañía depender menos de una única fuente de financiación (como un banco o una empresa de capital riesgo) y mejorar su acceso a los mercados de capitales a través de la emisión de valores de renta fija privada o de nuevas emisiones de acciones.

4.1.3. Facilita la realización de operaciones corporativas

La Bolsa facilita la realización de operaciones corporativas de alto valor estratégico (fusiones y adquisiciones de compañías) ya que permite una valoración rápida de las acciones lo que favorece las operaciones de canje.

La evidencia empírica reciente sugiere que la mayor parte de las empresas cuyas acciones pasan a cotizar en un mercado bursátil utilizan parte de los fondos obtenidos para financiar fusiones y adquisiciones⁹.

⁹ J. BRAU y S. FAWCETT (2006), "Initial public offerings: An analysis of theory and practice", citado en "Emisión de acciones en la zona euro", *BCE Boletín Mensual*, Mayo, p.104.

4.1.4. Reconocimiento y visibilidad de la compañía

La admisión a bolsa implica el cumplimiento por parte de la empresa de una serie de requisitos que son reconocidos en el mercado, no sólo por los inversores sino también por clientes, proveedores e intermediarios financieros, como garantía de transparencia y de solvencia financiera. Cotizar en bolsa significa que la sociedad ha alcanzado un alto grado de organización y control.

El interés de los analistas profesionales e inversores en la información sobre las empresas cotizadas conlleva una presencia en los medios superior al resto de empresas, sobre todo en prensa financiera, tanto nacional como internacional. Esta publicidad espontánea complementa las acciones de *marketing* convencionales, mucho más caras y que a veces no consiguen el efecto deseado.

4.1.5. Valoración objetiva de la empresa

Las acciones de una compañía que cotiza en Bolsa cuentan con un valor de mercado objetivo que se convierte en referencia para los inversores, sean accionistas de la compañía o no.

Esta valoración objetiva proporciona liquidez a las acciones y las constituye en un medio de pago atractivo en el caso de adquisiciones de sociedades mediante pago en acciones.

4.1.6. Incentivar a los empleados y a otros colectivos

En muchas salidas a bolsa se estructura un tramo para empleados para así alinear los intereses económicos de los empleados y en particular de los altos directivos con los de la compañía.

4.2. Inconvenientes de la salida a bolsa

4.2.1. Exigencia de información y transparencia

Los requerimientos sobre la información a desglosar así como la periodicidad con que se debe suministrar son mucho más exigentes para empresas cotizadas. Esto supone evidentemente un aumento de los costes administrativos para la empresa y, en algunos casos, la pérdida de confidencialidad sobre todo en el caso de las empresas familiares.

La información a suministrar por las empresas se puede dividir en dos bloques:

I. Información periódica:

- Cuentas anuales individuales y consolidadas, a suministrar dentro de los seis primeros meses al cierre del ejercicio.
- Estados financieros individuales y consolidados semestrales, a suministrar en un plazo de 60 días después de cada semestre.

- Avance de resultados e informe de hechos relevantes trimestralmente, a suministrar dentro de los 30 días siguientes al término de cada trimestre.

II. Información puntual:

- Será necesario hacer pública toda aquella información relevante que pueda afectar de forma sensible a la cotización del valor tal como pago de dividendos, aumento o reducción del valor nominal, admisión en bolsas extranjeras, convocatorias de juntas, participación en otras empresas, acuerdos de fusión, disolución, escisión, suspensión de pagos o declaración de quiebra entre otros.
- Folletos informativos de aumentos de capital, OPV, OPA, emisiones de renta fija, etc.

Adicionalmente hay información que, de manera voluntaria, las empresas cotizadas ofrecen a sus inversores ya que es un medio efectivo para conseguir su confianza y credibilidad. Esta comunicación se realiza a través de los departamentos de relaciones con inversores u oficinas de atención al inversor, boletines periódicos, presentaciones a analistas y/o comunicaciones en medios de información.

4.2.2. Análisis diario por parte del mercado

Una vez que la empresa se convierte en cotizada se expone a un escrutinio diario por parte del público. Los inversores analizarán diariamente la evolución y el comportamiento operativo de la empresa. Además, como el mercado tiende a juzgar más a corto plazo, las operaciones, inversiones o reestructuraciones previstas por la compañía deben ofrecer resultados positivos en el corto plazo para que sean más fácilmente aceptadas y valoradas por el mercado.

4.2.3. Costes asociados

El hecho de llevar a cabo una salida a bolsa lleva aparejados una serie de costes adicionales a aquellos implícitos al proceso (gastos derivados de las comisiones de dirección, aseguramiento y colocación, gastos de publicidad y gastos de admisión, fundamentalmente) como pueden ser la creación de un departamento de relaciones con los inversores o, como hemos citado anteriormente, los costes administrativos derivados de la necesidad de cumplir las exigencias adicionales de divulgación de la información.

4.2.4. Necesidad de cumplir con los Códigos de Buen Gobierno

En los últimos años se han producido escándalos financieros –como los de Enron (2001), World-Com (2002) o Parmalat (2003)– que han puesto en duda las prácticas financieras de las empresas, provocando en los mercados una pérdida de confianza en la información suministrada por las empresas cotizadas. Mediante las prácticas de buen gobierno las empresas pretenden recuperar o afianzar la confianza del mercado. Esta preocupación por el buen gobierno de las empresas y la defensa de los intereses de los *stakeholders*, ha traído consigo la necesidad de

que las empresas publiquen informes de gobierno corporativo y que los gobiernos de distintos países hayan promulgado los denominados Códigos de Buen Gobierno.

En España se publicó en 1988 el Código de Buen Gobierno por la Comisión Olivencia, de aplicación voluntaria por parte de unas empresas que se deberían comprometer bien a aplicarlo, bien a explicar las razones por las cuales no se ajustaban a las recomendaciones del código. Se esperaba que los mercados, a los que llegara esta información, recompensaran las prácticas de buen gobierno y sancionaran negativamente su incumplimiento. La realidad es que su aplicación efectiva fue reducida.

En el año 2003 se publicó el Informe de la Comisión Aldama para el fomento de la transparencia y seguridad de los mercados financieros y de las sociedades cotizadas. En este informe se incluía una recomendación para que, por parte del Gobierno, se diera soporte normativo a las indicaciones incluidas en el mismo, la cual tuvo plasmación casi inmediata en la Ley de Transparencia¹⁰ y en la Orden Ministerial ECO 3722/2003, de 26 de diciembre, imponiendo ésta última la obligación de publicar un Informe Anual de Gobierno Corporativo para todas las sociedades cotizadas.

Por otra parte, el fomento del buen gobierno de las sociedades cotizadas europeas impulsado por la Comisión Europea así como la actualización de los principios de gobierno corporativo de la OCDE en 2004, llevó en España a la publicación en 2006 del Proyecto de Código Unificado, denominado comúnmente Código Conthe. El código se basa en el principio de voluntariedad de "cumplir y explicar" y como puntos novedosos recomienda que el consejo refleje la diversidad de conocimiento, de género y de experiencias precisas para desempeñar sus funciones con eficacia, objetividad e independencia.

En cuanto a las recomendaciones recogidas en el Código Conthe respecto a la diversidad de género es destacable la redacción definitiva del art. 75 de la Ley de Igualdad¹¹ recientemente aprobada en el que se establece que *"las sociedades obligadas a presentar cuenta de pérdidas y ganancias no abreviada procurarán incluir en su Consejo de administración un número de mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres en un plazo de ocho años a partir de la entrada en vigor de esta Ley."*

El citado Código Conthe no ha estado exento de polémica y, entre otros motivos, en cuanto al carácter imperativo del texto que tuvo que ser modificado. En realidad, aunque resulta imprescindible un contexto legal, el buen gobierno de las empresas no vendrá dado por normas legales sino por una autorregulación, a través de una serie de pautas en los órganos de gobierno de las empresas, para que el proceso de toma de decisiones se realice de una forma eficaz y transparente, y orientado a asegurar la continuidad de la empresa en el largo plazo.

¹⁰ Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas

¹¹ Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva entre hombres y mujeres.

4.2.5. Problemas de agencia

Desde la perspectiva de los inversores, la salida a bolsa entraña mayores probabilidades de que la propiedad de la empresa se comparta entre más personas, lo que amplía la brecha entre los inversores externos y los directivos.

Esta separación entre la propiedad y el control podría dar lugar a los denominados *problemas de agencia* a los que hicimos referencia anteriormente. Sin embargo los requisitos de información contribuyen a disminuir este coste ya que la divulgación de información mitiga la asimetría entre directivos e inversionistas.

4.2.6. Entrada de accionistas no deseados

Una empresa cotizada es susceptible de ser objeto de una OPA no deseada. En este sentido, existe cierta protección ya que cualquier compra o venta igual o superior al 5% debe ser comunicada a la CNMV y hacerse pública.

5. Otros segmentos del mercado: nuevo mercado y Latibex

Hasta ahora nos hemos centrado fundamentalmente en el segmento principal de negociación de las Bolsas de Valores en el primer mercado. Sin embargo consideramos necesario apuntar que en la Bolsa de Valores en España existen otros segmentos de mercado que tratan de cubrir las particularidades que tienen algunos valores. Esto permite la diversidad en un mercado que, por otra parte, descansa sobre un único sistema electrónico (SIBE). Estos segmentos son el Nuevo Mercado (que suele confundirse con el segundo mercado, el cual abordaremos en el apartado 6) y el segmento Latibex.

5.1. Nuevo mercado

Las singulares características de las compañías pertenecientes a la llamada *Nueva Economía* (compañías de Internet, de telecomunicaciones, de biotecnología y de medios de comunicación), necesitadas de financiación pero carentes de un historial previo de beneficios, llevaron a la mayoría de las bolsas mundiales a optar por la creación de segmentos diferenciados para estos valores, donde se modificaron algunas de las normas de admisión y contratación. En España, la Orden del Ministerio de Economía y hacienda de 22 de diciembre de 1999 vino a crear este Nuevo Mercado, dirigido a empresas de sectores innovadores de alta tecnología u otros sectores que, aun siendo de alto riesgo, ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento. Comenzó a funcionar el 10 de abril de 2000.

Los principales requisitos del nuevo mercado son:

1. No es necesario acreditar la obtención de beneficios siempre que la empresa informe sobre la evolución de sus resultados en los próximos ejercicios.

2. Los folletos de las colocaciones deberán detallar que se trata de una compañía que cotizará en el Nuevo Mercado debido a su posible volatilidad.
3. Deberá colocarse en bolsa al menos el 20% del capital.
4. Los antiguos accionistas deberán permanecer en el capital de la empresa al menos un año tras la salida a bolsa.
5. Una entidad financiera debe patrocinar la colocación y dar liquidez al valor durante un tiempo determinado.
6. El volumen mínimo de las emisiones debe situarse alrededor de los cinco millones de euros.

Actualmente son diez las empresas que cotizan en este mercado.

5.2. *Latibex*

Latibex es el nombre comercial del sistema organizado de negociación¹² de valores latinoamericanos, que nació en diciembre de 1999 fruto de una iniciativa conjunta de las bolsas españolas con la participación de las bolsas latinoamericanas. Fue aprobado por el Gobierno español y está regulado por la vigente Ley del Mercado de Valores Española.

Latibex permite a los inversores europeos comprar y vender títulos de las principales empresas latinoamericanas en un único mercado, con un único sistema operativo de contratación y liquidación, con unos estándares de transparencia y seguridad y en una sola divisa: el euro. Por otro lado, permite a las principales empresas de América Latina su acceso al mercado de capitales europeo.

En cuanto a los requisitos de admisión son, en resumen, los siguientes:

1. El valor debe estar previamente admitido a negociación en una Bolsa latinoamericana.
2. La capitalización (valor de mercado) del emisor de los valores deberá ser superior a 300 millones de euros.
3. Compromiso de envío de información en la misma forma y plazos que a las entidades reguladoras de origen

Latibex comenzó su actividad en 1999 con la cotización de cinco valores. A 31 de diciembre de 2006 eran treinta y cuatro las sociedades cotizadas en este mercado español de valores iberoamericanos.

¹² Los sistemas organizados de negociación (SON) son plataformas de negociación de valores u otros instrumentos financieros no reconocidos como mercados oficiales pero cuya creación requiere también una autorización expresa del Gobierno, previo informe de la CNMV.

6. El segundo mercado

Los segundos mercados (hay uno en cada uno de las cuatro bolsas españolas) se crearon ante los problemas que las pequeñas y medianas empresas (Pymes) se encontraban para el acceso al mercado de capitales fundamentalmente derivados de la dificultad en el cumplimiento de los requisitos exigidos en el primer mercado que las situaba en una clara desventaja frente a las grandes empresas.

En España, la Bolsa de Barcelona fue la pionera inaugurando el segundo mercado el 22 de diciembre de 1982. Posteriormente en la Bolsa de Madrid, este mercado vio la luz el 17 de noviembre de 1986. Actualmente son los más importantes.

Los requisitos de acceso, menos rigurosos que para el primer mercado, en el caso de las acciones son los siguientes:

- La entidad deberá tener un total de **capital mínimo desembolsado y reservas efectivas de 150.253 euros**.
- El emisor deberá poner a disposición de una sociedad de contrapartida, para su circulación en el segundo mercado, al menos el 20% de los valores representativos de su capital.
- Realización de una auditoría de las cuentas anuales correspondientes al último ejercicio cerrado a depositar anualmente.

Por otra parte, tanto los gastos de admisión, de permanencia así como los de liquidación se sitúan en el 50% de los aranceles del mercado oficial.

Sin embargo, a pesar de la flexibilización de los requisitos y las facilidades otorgadas, el segundo mercado ha despertado un escaso interés entre las pymes y los inversores desde su inicio y, tanto el número de valores cotizados como los volúmenes intermediados, son actualmente testimoniales. Actualmente únicamente 12 sociedades cotizan en este mercado.

Las razones atribuidas generalmente a su estancamiento son las siguientes:

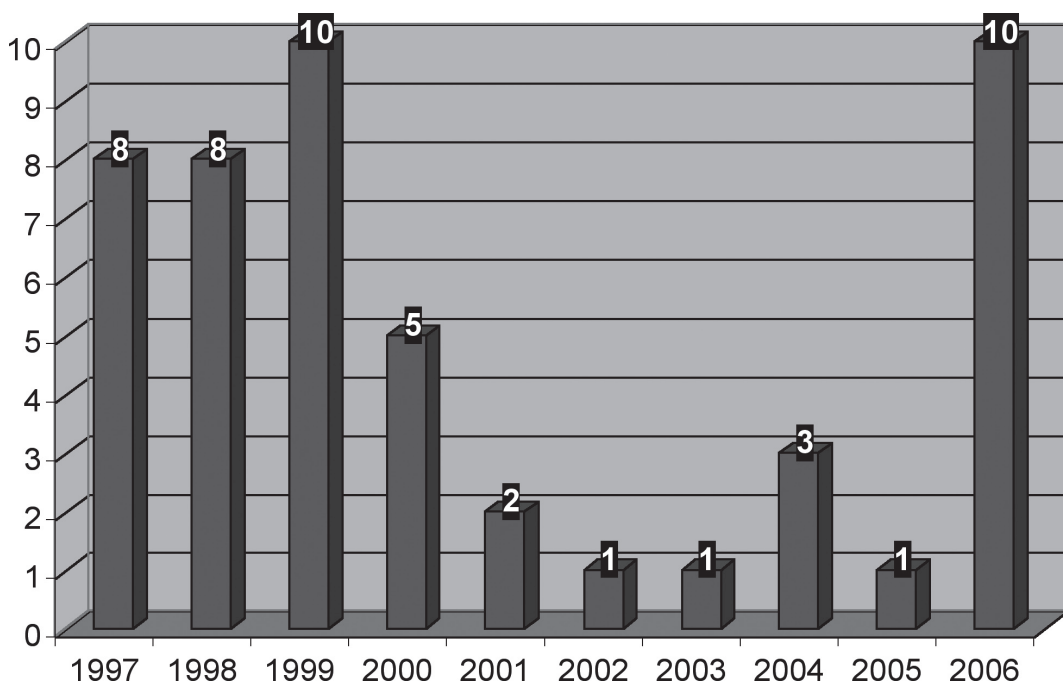
- Escaso interés de los inversores.
- Negociación a través del sistema de corros no siendo, por tanto, accesibles de forma electrónica.
- Cultura empresarial de las pymes, no acostumbradas a acudir al mercado como alternativa para su financiación.
- Desconfianza generada por la pérdida de control que supondría la participación de terceros en el capital de la sociedad.
- Pérdida de confidencialidad al tener que presentar información contable periódicamente.
- Estructura administrativa y contable insuficiente para acceder a este tipo de financiación.

Adicionalmente a estos factores, y considerando las dificultades con las que las pymes se suelen encontrar en su acceso a la financiación, consideramos que la información sobre este segundo mercado es escasa y que se hace necesaria una mayor difusión de su razón de ser y ventajas como fuente alternativa de financiación para impulsar el crecimiento de las pymes españolas.

7. Evolución de las salidas a bolsa en España

Desde una perspectiva histórica, la importancia de los mercados bursátiles en Europa como fuente de financiación empresarial ha sufrido importantes vaivenes con el tiempo. El mercado de acciones en España ha mostrado una variabilidad similar al europeo: aumento significativo de la emisión de acciones a finales de la década de los noventa seguido de una caída igualmente pronunciada en años posteriores hasta una recuperación espectacular en el año 2006. Esta variabilidad se puede apreciar en el gráfico 1:

Gráfico 1: Número de salidas a bolsa en España (1997–2006)



Fuente: Elaboración propia a partir de *Informe Anual sobre los mercados de valores (1997–2005)*, consulta a la página web de la CNMV, www.cnmv.es, 22 de marzo 2007.

En los años 1997 y 1998 el número de salidas a bolsa alcanzó un número récord respecto a ejercicios anteriores, fundamentalmente impulsado por las privatizaciones. En el año 2000 los índices registraron pérdidas considerables después de cinco ejercicios consecutivos de subida y el número de salidas a bolsa se redujo a la mitad con respecto al año anterior. Además todas las salidas producidas en 2000 estuvieron relacionadas con el desarrollo de los sectores tecnológico, medios y telecomunicaciones (TMT) pues el 10 abril de este año comenzó la actividad del denominado nuevo mercado en España tal y como hemos comentado en el apartado 5.1.

Asimismo, en el año 2001 el momento complicado de la renta variable afectó negativamente a las ofertas públicas de venta (OPV) y en este ejercicio únicamente dos empresas salieron a bolsa. En el año 2002 los índices más significativos de la bolsa española registraron pérdidas por tercer año consecutivo lo que condicionó de forma notable las operaciones del sector privado en los mercados y sólo una empresa saltó al parqué.

En 2003, a pesar del positivo cambio de tendencia en los precios de las acciones, el mercado bursátil no llegó a alcanzar un punto de madurez suficiente para la realización de operaciones de financiación y únicamente se produjo una salida a bolsa.

Las bolsas españolas tuvieron un comportamiento positivo en 2004, ya que además del incremento en las cotizaciones se registró un fuerte crecimiento en el volumen de actividad, capitalización y emisión de títulos. Durante 2004 se produjeron tres salidas a bolsa: dos mediante OPV y otra mediante una operación combinada de OPV y OPS.

El año 2005 supone una prolongación por tercer año consecutivo de la etapa alcista, aún así hubo una única salida que se instrumentó mediante dos OPV.

En el año 2006 se ha registrado en España el mayor número de salidas a bolsa desde 1999. La actividad de venta se ha visto incentivada por la revalorización de los precios en los últimos años, por el encarecimiento de la financiación a través de la renta fija debido a la elevación de los tipos de interés y por las mayores facilidades administrativas establecidas por la nueva regulación¹³.

Un total de diez empresas han debutado en 2006. De estas diez empresas, cinco de ellas han instrumentado su salida a través de dos operaciones, una OPV y una OPS, las otras cinco lo han hecho mediante oferta pública de venta o de suscripción.

Es destacable que en el año 2006 de las diez empresas que salieron al parqué cuatro de ellas son sociedades inmobiliarias. A este respecto podemos apuntar que el ciclo inmobiliario está llegando en España al máximo de su recorrido junto con un incremento de los tipos de interés

¹³ Con la aprobación del RD 1310/2005 se ha eliminado en ciertas circunstancias la obligación de publicar un folleto por parte del emisor. Así no será exigible en el caso de que se realice una venta de valores o suscripción de los mismos que esté exclusivamente dirigida a inversores cualificados (definidos exhaustivamente en el propio RD), en el caso de que las acciones emitidas sean de la misma clase que las acciones ya admitidas a cotización siempre que el importe sea inferior al 10% de estas últimas y también si la admisión se relaciona con otra operación para la que ya se ha publicado una información que se considere suficiente o la empresa ya estaba admitida a cotización en un mercado de un Estado miembro de la Unión Europea.

por lo que, frente a este escenario, las principales sociedades inmobiliarias se están replanteando sus estrategias de crecimiento y diversificación, y encuentran en la bolsa una fuente esencial de financiación.

La evolución de las últimas salidas a bolsa en España ha sido la que se muestra en el cuadro 2:

Cuadro 2: Evolución de las últimas OPV en España (2001–2006)

Sociedad	Fecha de colocación	Precio de la OPV, en euros (1)	Última cotización	Revalorización desde la OPV (%)
Vueling	01/12/2006	30,00	41,26	37,53
Vocento	07/11/2006	15,00	15,24	1,60
Riofisa	19/07/2006	18,00	43,43	141,28
BME	14/07/2006	31,00	36,18	16,71
Técnicas Reunidas	21/06/2006	17,00	34,39	102,29
GAM	13/06/2006	8,25	20,01	142,55
Astroc	24/05/2006	6,40	46,25	622,66
Grifols	17/05/2006	4,40	12,09	174,77
Parquesol	05/05/2006	23,00	23,85	3,70
Renta Corporación	05/04/2006	29,00	36,69	26,52
Corp. Dermoestética	13/07/2005	9,10	8,53	-6,26
Cintra	27/10/2004	8,24	13,52	64,08
Telecinco	24/06/2004	10,15	21,27	109,56
Fadesa	30/04/2004	12,40	33,42	169,52
Banesto	27/11/2002	7,50	17,54	133,87
Enagás	26/06/2002	6,50	18,62	186,46
Ence	10/07/2001	15,00	47,55	217,00
Inditex	23/05/2001	14,70	44,08	199,86
Iberia	03/04/2001	1,19	3,70	210,92
Bami	08/02/2001	3,10	3,86	24,52

(1): Si el precio fue diferente en el tramo minorista e institucional, la referencia es el precio minorista.

Fuente: www.expansion.com de 22 de marzo de 2007

Salvo alguna excepción, todos los valores han experimentado una acusada revalorización desde su estreno en el parque.

8. Conclusiones

La salida a bolsa es un evento trascendental para cualquier empresa que, en caso de ser exitosa, le reportará numerosas ventajas. Su éxito así como su evolución futura dependerán en gran medida del diseño de la operación previa a la salida (OPV) y, en concreto, de factores clave tales como la fijación del volumen y del precio de la emisión, la intervención de buenos especialistas y una buena publicidad.

El éxito de la operación se manifiesta en la colocación de la totalidad de las acciones ofrecidas, en el mantenimiento o aumento del precio de las acciones los primeros días de cotización y, en general, en el grado de consecución de los objetivos de la sociedad y de los antiguos y nuevos accionistas.

La cotización en el mercado de valores representa para el potencial inversor una garantía de solvencia y perspectivas de futuro de la sociedad cotizada pero también una garantía de transparencia reforzada por la necesidad de cumplir con los Códigos de Buen Gobierno. Estos últimos tienen por objetivo asegurar una gestión más transparente de las sociedades cotizadas para dar una mayor protección y seguridad a los inversores. A pesar de que se hace necesaria una regulación legal en materia de buen gobierno, las buenas prácticas no vendrán dadas por normas legales sino a través de una serie de normas de acción en los órganos de gobierno de las empresas para que el proceso de toma de decisiones se realice de una forma eficaz y transparente, y orientado a asegurar la continuidad de la empresa en el largo plazo.

Por otra parte, la valoración que el mercado realiza a las empresas cotizadas contribuye a profesionalizar y mejorar la calidad de la gestión orientándose a la "creación de valor" para el accionista.

Generalmente el inversor minorista que acude a las OPV lo hace buscando retornos a corto plazo y con un interés especulativo elevado. Sin embargo, la evolución de las últimas operaciones en España muestra que acudir a las OPV es rentable en un horizonte más a largo plazo.

En el contexto actual europeo con la apertura de las economías a la libre competencia y el desarrollo de las tecnologías se ha producido un incremento de los flujos económicos. De igual forma en los mercados financieros se han abierto las puertas a nuevas empresas e inversores supranacionales. Las directivas comunitarias en la materia (como el régimen transfronterizo de los folletos informativos) así como la unificación de las normas contables parecen orientadas a facilitar una integración de los mercados. Aunque ya se han producido algunas uniones como el proyecto iniciado por la Bolsa de París, Ámsterdam y Bruselas, conocido como Euronext, al que en 2003 se incorporó la BVLP (Bolsa de Valores de Lisboa y Porto), el proceso no es sencillo no sólo por la unificación de regulaciones legales sino por los intereses enfrentados.

En definitiva, la salida a bolsa proporciona a la empresa numerosas ventajas a pesar de los posibles inconvenientes que pueda acarrear. Sin embargo, dado que existen numerosos factores no controlables por la sociedad, si la empresa realiza un buen diseño mitigará gran parte del riesgo de la operación.

Revisión bibliográfica

Artículos de revistas

ÁLVAREZ, S. (2001), "¿Son las OPIS malas inversiones a largo plazo?", *Actualidad financiera*, n° 3, Marzo, pp. 21–35

ÁLVAREZ, S. y GONZÁLEZ, V. (2001), "El Comportamiento a largo plazo de las ofertas públicas iniciales en el mercado español de capitales", *Revista de la Universidad de Oviedo*, n° 241, 44 pp.

ÁLVAREZ DE LINERA GRANDA, P. (2006), "¿Puede una empresa familiar cotizar en bolsa?", *El Comercio*, Marzo, p. 8

BARRÓN, I. DE, y CANO, J. M. DEL (1991), "La trampa de las salidas a bolsa", *Actualidad económica*, n° 1.724, p.60.

CANALS, J. (2004), "Pautas de buen gobierno en los consejos de administración", *Universia Business Review*, Primer Trimestre, pp. 18–27

CARRASCO GALLEGO, A. y LAFARGA BRIONES, J. (2007), "La diversidad en el código de buen gobierno", *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro*, Ed. Servicio de publicaciones Universidad de La Rioja, pp. 3.349–3.365

ESTEVE HERRERO, M. (2006), "Cuatro aspectos fundamentales sobre las salidas a Bolsa", *Estrategia Financiera*, n° 228, pp. 18–22.

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L. y FERNÁNDEZ LÓPEZ, S (2001), "Diseño e impacto de una OPV en el mercado de valores español: los casos de Inditex e Iberia", *Revista Galega de Economía*, vol.10, n° 2, pp.1–20.

FERRÁNDEZ SERRANO, V. y GONZÁLEZ CARBONELL, J. F. (2005), "Un nuevo enfoque para la valoración de las privatizaciones: la opción green shoe", *ICE Revista de Economía*, n° 825, Septiembre–Octubre, pp. 249–269.

GINER, Y., MURIEL, M. J., RODRÍGUEZ, N. y TOLEDANO, F. J. (1999), "Segundo Mercado: La alternativa financiera a las Pymes", *Estrategia Financiera*, n° 152, pp–5–8.

GONZÁLEZ NIETO, J. (), *Las salidas a Bolsa de empresas*, Bolsa de Madrid, 25 pp.

VALLE CORREDOR, L. DE y MARTÍN GOENAGA, T. (2006), "Las novedades legales en materia de salidas a bolsa: un enfoque práctico", *Estrategia Financiera*, n° 228, pp. 24–32.

ZOIDO MARTÍNEZ, A. J. (2003), "El mercado Latibex, un instrumento eficaz para las empresas latinoamericanas: el caso de Brasil", *ICE Revista de Economía*, n° 810, pp. 247–255.

— (1999), “Los especialistas debaten las salidas a bolsa”, *Revista Bolsa de Madrid*, nº 77, Mayo, pp. 23–25

— (2006), “Emisión de acciones en la zona euro”, *BCE Boletín Mensual*, Mayo, pp.63–104

Informes publicados

BOLSA DE MADRID (1999), *Informe de mercado 1999*, Bolsa de Madrid, 95 pp.

— (2000), *Informe de mercado 2000*, Bolsa de Madrid, 170 pp.

— (2001), *Informe de mercado 2001*, Bolsa de Madrid, 152 pp.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1997), *Informe anual sobre los mercados de valores 1997*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 249 pp.

— (1998), *Informe anual sobre los mercados de valores 1998*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 320 pp.

— (1999), *Informe anual sobre los mercados de valores 1999*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 364 pp.

— (2000), *Informe anual sobre los mercados de valores 2000*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 356 pp.

— (2001), *Informe anual sobre los mercados de valores 2001*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 371 pp.

— (2002), *Informe anual sobre los mercados de valores 2002*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 383 pp.

— (2003), *Informe anual sobre los mercados de valores 2003*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 365 pp.

— (2004), *Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación 2004*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 215 pp.

— (2005), *Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación 2005*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 331 pp.

— (2006), *Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación 2006*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 357

Consultas a páginas web:

Banco de España, www.bde.es, 14 de febrero de 2007

Bolsa de Bilbao, www.bolsabilbao.es, 20 de febrero de 2007

Bolsa de Madrid, www.bolsamadrid.es, 20 de febrero de 2007

Bolsa de Valencia, www.bolsavalencia.es, 20 de febrero de 2007

Bolsas y Mercados Españoles, www.bolsasymercados.es, 20 de febrero de 2007

Bolsa de Barcelona, www.borsabcn.es, 20 de febrero de 2007

Comisión Nacional del Mercado de Valores, www.cnmv.es, 9 y 22 de marzo de 2007

Expansión, www.expansion.es, 22 de marzo de 2007

Morgan Stanley, www.morganstanley.es, 22 de marzo de 2007

Ponencias de congresos:

ÁLVAREZ, S. y GONZÁLEZ, V. (2003), "Análisis de la rentabilidad de las empresas que salen a bolsa", *IX Foro de Finanzas Alicante 2003*, 31 pp.