

LA OFERTA PÚBLICA DE VENTA DE IBERIA: ANÁLISIS DE LOS COSTES DE LA PRIVATIZACIÓN

*Victoria Ferrández Serrano**
*José Francisco González Carbonell**

El presente artículo pretende analizar la última gran privatización española realizada a través de oferta pública de venta: la de Iberia Líneas Aéreas de España, S.A. Para ello, se examinan los costes que ha debido asumir el Estado para la correcta ejecución de la operación. En primer lugar, se revisan los costes directos implícitos en la colocación de la oferta y, en segundo lugar, se calculan los costes indirectos, determinados por el interés en ampliar la demanda de inversores particulares a través de los incentivos minoristas, y el coste financiero, en términos de premio bursátil, derivado de la posible infravaloración de la sociedad.

Palabras clave: *privatización, oferta pública de venta, empresas públicas, mercado de capitales, España.*

Clasificación JEL: *E62, G34, H11, L32.*

1. Introducción

Actualmente, los mercados de todo el mundo se caracterizan por su tendencia al dinamismo, la globalización y la competencia. La realidad de una economía de mercado generalizada ha obligado al sector público a replantearse su papel de productor y gestor de bienes y servicios, para convertirse únicamente en el árbitro encargado de hacer que se cumplan las reglas dentro del libre juego de la oferta y la demanda. Ante esta situación, se marcan nuevas pautas en las que prima la iniciativa privada, y se niega la intervención del Estado como motor para la modernización y el cambio económico, relegándole al rol de mero regulador de la actividad.

Durante las últimas décadas, se ha aceptado la idea de que la privatización es una constante dentro de nuestra política económica empresarial y una variable imprescindible para la modernización del sector público, pero aún así, todavía la ejecución del proceso privatizador se encuentra rodeado de una gran polémica social y económica. La última de las grandes privatizaciones de empresas públicas españolas, la de Iberia Líneas Aéreas de España, S.A, no ha sido una excepción. Precisamente, por el interés público que ha despertado esta operación y con el fin de posibilitar la comprensión del proceso, hemos considerado interesante realizar un análisis detallado de su ejecución.

El traspaso de la propiedad pública a manos privadas de Iberia se ha realizado en tres fases, una primera en diciembre de 1999, en la que se procedió a la elección de socios industriales enajenando el 10 por 100 del capital social de la compañía; la partici-

* Universidad Miguel Hernández.

pación final fue suscrita por British Airways con un 9 por 100 y American Airlines con un 1 por 100. La segunda fase, también en diciembre de 1999, constituyó la selección de los socios institucionales, donde se vendió el 30 por 100 del capital social, siendo la adjudicación de un 10 por 100 para Caja Madrid, de un 7,3 por 100 para el BBVA, de un 6,7 por 100 para Logista Aeroportuaria, de un 3 por 100 para El Corte Inglés y de un 3 por 100 para Ahorro Corporación.

Por último, en la tercera fase, ejecutada en abril de 2001, se procedió a la privatización a través de oferta pública de venta del 53,9 por 100 del capital social que estaba en posesión de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), siendo éste el proceso en el cual nos centraremos y analizaremos en profundidad. Los motivos que nos impulsan a estudiar con detenimiento la OPV son principalmente, que supone la salida a cotización en bolsa de Iberia y la importancia constatada que este mecanismo de venta otorga a los inversores particulares, lo que provoca un interés general sobre la información relativa a la operación, así como la complejidad en el diseño y ejecución de la operación, que merece un tratamiento especial.

Es obvio que sólo se puede evaluar aquello que se puede cuantificar, para lo que la realización de mediciones resulta fundamental. Por ello, hemos juzgado oportuno estudiar la OPV para la privatización de Iberia, desarrollando herramientas y métodos que propicien la medición y el control de la operación de venta.

Estamos seguros que el estudio de los costes de la privatización asumidos por el Estado como entidad emisora permite detectar las posibles deficiencias en el diseño de la operación. Además, el análisis de dichos costes posibilitará un mayor conocimiento y control del proceso, permitiendo de este modo la identificación de mejoras factibles.

Con el propósito de proporcionar la mayor información posible sobre la ejecución de la operación bursátil de Iberia, en el presente artículo estudiaremos los costes que ha debido asumir el Estado derivados de la correcta privatización a través de OPV, siguiendo la clasificación propuesta por Ritter (1987), en la que distingue, en primer término, los costes directos como aquellos

gastos que realmente tienen transcendencia monetaria, es decir aquéllos que suponen un desembolso dinerario para la entidad emisora de la oferta y, en segundo término, los costes indirectos, definidos como aquellos gastos que suponen unos ingresos cesantes para el Estado; asimismo, los costes indirectos vienen determinados por dos componentes, los incentivos minoristas, derivados del esfuerzo que se realiza para la motivación de la demanda de pequeños inversores, y el premio bursátil, que establece el coste financiero que resulta de la posible infravaloración del precio de venta de la empresa pública.

2. Costes directos

Toda enajenación de acciones a través de oferta pública de venta lleva asociados unos costes en los que se debe incurrir para la correcta ejecución de la operación; asimismo, si el Estado decide vender la parte de la titularidad de sus acciones al público debe tener presente una estimación aproximada de estos costes que debe asumir para una veraz presupuestación de la privatización.

Por tanto, la privatización de Iberia, entendida como el traspaso de la propiedad de la empresa pública a manos privadas, a través de una OPV, implica la existencia de diferentes tipos de costes que han debido ser asumidos por la entidad emisora de las acciones, el Estado.

La ejecución de esta venta a través del mercado de valores, supone unos gastos inherentes a la consecución de la colocación total de la oferta, condición fundamental para una exitosa operación. La entidad emisora debe lograr el objetivo a través de la elección de un buen sindicato de colocación de acciones, lo que implica un pago en comisiones, un buen asesoramiento financiero y legal, unos gastos en publicidad para dar a conocer la operación entre los inversores, etcétera.

En este contexto, Stiglitz (1994) señala que una venta de acciones llevada a cabo con éxito no podrá cumplirse si en la operación financiera no concurren dos factores básicos: establecer unas reglas del juego claras en el proceso de privatización y lograr ampliar el número de interesados en la compra de acciones. Para

ESQUEMA 1
COSTES DIRECTOS

Costes de transacción	Operaciones
Comisiones por dirección, aseguramiento y colocación	Colocación de acciones Aseguramiento Dirección
Gastos en publicidad	Publicidad legal Publicidad comercial
Otros gastos	Tasas legales Pólizas y corretajes Costes de asesoramiento

FUENTE: Elaboración propia.

ESQUEMA 2
TRAMOS DE LA OFERTA

Tramos de la oferta	Entidades colocadoras
Nacional	Entidades directoras Entidades aseguradoras Aseguradores internacionales
Tramo institucional	
Internacional	Entidades directoras Entidades aseguradoras Entidades colocadoras asociadas
Tramo minorista	

FUENTE: Elaboración propia.

el cumplimiento de estos dos factores hay que tener en cuenta la existencia de asimetrías de información entre los gestores de la empresa que va a ser privatizada y los potenciales inversores.

Es obvio que la dirección de Iberia dispone de mucha más información sobre la marcha de la empresa que los potenciales inversores, lo que significa un mejor conocimiento del valor real de sus activos. Si los potenciales inversores advierten una importante asimetría de información, las peticiones de compra de valores se reducirán sustancialmente y podría desembocar en el fracaso de la operación financiera.

El empeño por reducir o paliar los efectos que causan dichas asimetrías en la información, es el motivo de que el Estado incurra en los denominados costes de transacción, que se traducirán en los costes directos de la operación. Para la ejecución de una privatización de empresa pública a través de OPV pueden distinguirse tres tipos diferentes de costes de transacción que se presentan en el Esquema 1.

Comisiones por dirección, aseguramiento y colocación

Una característica fundamental de las comisiones por dirección, aseguramiento y colocación es que los costes que implican son proporcionales al importe de la operación bursátil.

La operación consistente en la estrategia para la colocación de todas las acciones ofertadas de la empresa privatizada en el mercado de valores está diseñada y dirigida, normalmente, por un tercero independiente que suele ser un banco inversor o un grupo de bancos inversores que también se encargan de atraer el interés de potenciales compradores hacia la OPV. Estos factores implican un coste adicional en la realización de la operación: las comisiones que perciben los bancos por la dirección y colocación de las acciones ofertadas en la operación bursátil, y las comisiones que perciben otros intermediarios financieros que se encargan de la negociación del aseguramiento de colocación de la oferta entre el grupo director y los aseguradores¹.

Para llevar a cabo la colocación de toda la oferta de acciones, se forman los Sindicatos de Colocadores y Aseguradores. Una vez constituidos los sindicatos, la entidad emisora elige, dentro de ellos, a los que actúan como coordinadores globales de la OPV; en el caso de Iberia, la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, SEPI, decidió nombrar a BSCH y Merrill Lynch como coordinadores globales de la operación.

Dependiendo del tramo de la oferta al que van dirigidas las acciones, se distinguen diferentes tipos de entidades que van a intervenir en la colocación (véase Esquema 2).

¹ Para estudiar con detalle todos los pormenores técnicos del proceso de intermediación entre los agentes que intervienen en el proceso de privatización a través de OPV, consultar THOMAS (1987).

El tramo institucional nacional es la parte de la oferta dirigida exclusivamente a inversores institucionales residentes en España, es decir, a fondos de pensiones, entidades de seguros, entidades de crédito, sociedades y agencias de valores, sociedades de inversión mobiliaria, fondos de inversión mobiliaria, entidades habilitadas por los artículos 64 y 65 de la Ley del Mercado de Valores para gestionar carteras de valores de terceros y otras entidades cuya actividad sea el mantenimiento estable de carteras de valores de renta variable.

Dentro de este tramo institucional se pueden distinguir dos tipos de entidades que intervienen en la colocación de las acciones que forman dicha oferta: las entidades directoras y las entidades aseguradoras.

En el tramo institucional, únicamente las entidades aseguradoras obtendrán propuestas de compra entre inversores institucionales, las propuestas pueden ser objeto de selección por parte de la entidad emisora de acciones. Las entidades aseguradoras, por su parte, deben recibir y cursar cualquier propuesta de compra válida de adquisición de acciones que se le formule.

Asimismo, como en la operación de Iberia existe oferta internacional dentro del tramo institucional, se crea un contrato de aseguramiento que se ajustará a las prácticas internacionales habituales en la realización de las OPV.

Generalmente la cantidad a abonar por los aseguradores internacionales será el precio de aseguramiento que coincide con el precio de venta institucional y un descuento determinado, conocido como *Gross Spread*, estando así las comisiones de aseguramiento, dirección y colocación incluidas en dicho descuento. En consecuencia, los aseguradores internacionales abonarán a la entidad emisora de las acciones el precio de aseguramiento neto del descuento o *Gross Spread*.

Como la OPV de Iberia incluye un tramo minorista, parte de la oferta dirigida a los pequeños inversores, pueden distinguirse tres clases de entidades que intervienen en la colocación de acciones dentro de dicho tramo: las entidades directoras, las entidades aseguradoras y las entidades colocadoras asociadas.

La colocación de las acciones ofertadas en una operación de privatización mediante OPV en el mercado bursátil, se realiza a

través de las entidades aseguradoras, y sólo en el subtramo minorista general, también a través de entidades colocadoras. Dichas entidades se obligan a adquirir, por orden y cuenta de terceros, todas las acciones que se adjudiquen definitivamente a los inversores que hayan cursado sus peticiones de compra, bien por mandatos, solicitudes o propuestas, directa o indirectamente a través de ellas.

En la oferta de acciones del tramo minorista, cada entidad aseguradora y colocadora deberá recibir y cursar cualquier petición de adquisición de acciones válida que se le pueda formular directamente, y en el caso de las entidades aseguradoras, además, aquellas peticiones que le sean presentadas por sus entidades colocadoras asociadas. Asimismo, ninguna entidad aseguradora está facultada para recibir ni cursar peticiones de compra que le sean presentadas por quienes no tengan la condición de entidades colocadoras asociadas o inversores a los que no vaya dirigida la OPV.

En términos generales, y para cualquiera de los tramos en los que se divide la oferta de acciones, tanto las entidades aseguradoras, como las colocadoras, asumen el compromiso de no cobrar a los inversores ningún gasto o comisión por su participación y formulación de peticiones de compra en la Oferta Pública de Venta.

La función de las entidades aseguradoras consiste en garantizar la suscripción de todas las acciones ofertadas, aún en el caso en que la demanda total no llegara a absorber la oferta completa de la OPV. Como contrapartida a esta prestación de garantía, las entidades recibirán una comisión calculada sobre los ingresos brutos de la operación, comisión que va a suponer un alto coste para el Estado.

Las entidades aseguradoras se comprometen a colocar en el mercado de valores las acciones correspondientes al volumen de la oferta pública de Iberia o bien a adquirir para sí mismas al precio de aseguramiento, que coincide con el precio de venta institucional, los valores que asegurados en el respectivo contrato de aseguramiento y colocación, no hayan sido adquiridos por cuenta de terceros. Situación que se producirá en el supuesto de que no se presenten, durante el período establecido al efecto,

peticiones de compra suficientes para cubrir el número total de acciones asignadas en la operación.

Las obligaciones asumidas por cada una de las entidades aseguradoras serán independientes y, en consecuencia, tendrán carácter mancomunado. En los respectivos contratos de aseguramiento, se prevé la posibilidad de que alguna o algunas de estas entidades no cumplieran con el compromiso de aseguramiento asumido en virtud de dicho contrato, y sin perjuicio de las responsabilidades en que pudiera incurrir, las acciones que no hubiesen sido adquiridas por dicha o dichas aseguradoras, hasta un límite máximo del 50 por 100 del número total de acciones asignadas en la oferta, serán adquiridas por las restantes entidades. El reparto se realizará mediante un prorrateo de los respectivos compromisos de aseguramiento.

Según Beatty y Ritter (1986) y Carter y Manaster (1990), los bancos directores de la colocación de los valores de empresas públicas que forman la oferta para la privatización pueden influir en la fijación del precio definitivo de venta de las acciones.

Estos agentes prefieren una infravaloración en el precio, para conseguir su objetivo más fácilmente, lograr una colocación total de las acciones, y así su reputación como banco inversor adquirirá prestigio. La influencia que ejercen estas entidades financieras en la infravaloración del precio de venta también supone un coste para el Estado, ya que puede provocar un premio bursátil mayor.

Por otra parte, según Barry, Muscarella y Vetsuypens (1991), las entidades cuya función es asegurar la subscripción de la totalidad de las acciones que forman la oferta de la empresa a privatizar también tendrán un cierto interés e influencia en la existencia de descuentos en el precio de venta que se fije en la OPV.

Los aseguradores de la colocación, en la medida en que garantizan la subscripción de las acciones, conseguirían obtener la demanda suficiente para cubrir la totalidad de la oferta, cuanto menor sea el precio de venta de las acciones. Esta situación de conveniencia para las aseguradoras también provoca una infravaloración de la empresa privatizada, traduciéndose en un

mayor premio bursátil y, por lo tanto, en un mayor coste indirecto para el Estado.

Estructura de las comisiones por dirección, aseguramiento y colocación

Las comisiones abonadas por el Estado en la operación de Iberia han alcanzado un mínimo histórico, las entidades recibirán un 1,45 por 100, este abaratamiento de las comisiones es una de las principales recomendaciones que desde el Consejo Consultivo de Privatizaciones se ha realizado desde su creación en junio de 1996. En el Gráfico 1, puede observarse la evolución que las comisiones de colocación han sufrido desde la mencionada fecha.

Para analizar la estructura de las comisiones por dirección, aseguramiento y colocación en la privatización de Iberia, detallaremos los componentes de la comisión de 1,45 por 100 determinados en el diseño de la operación.

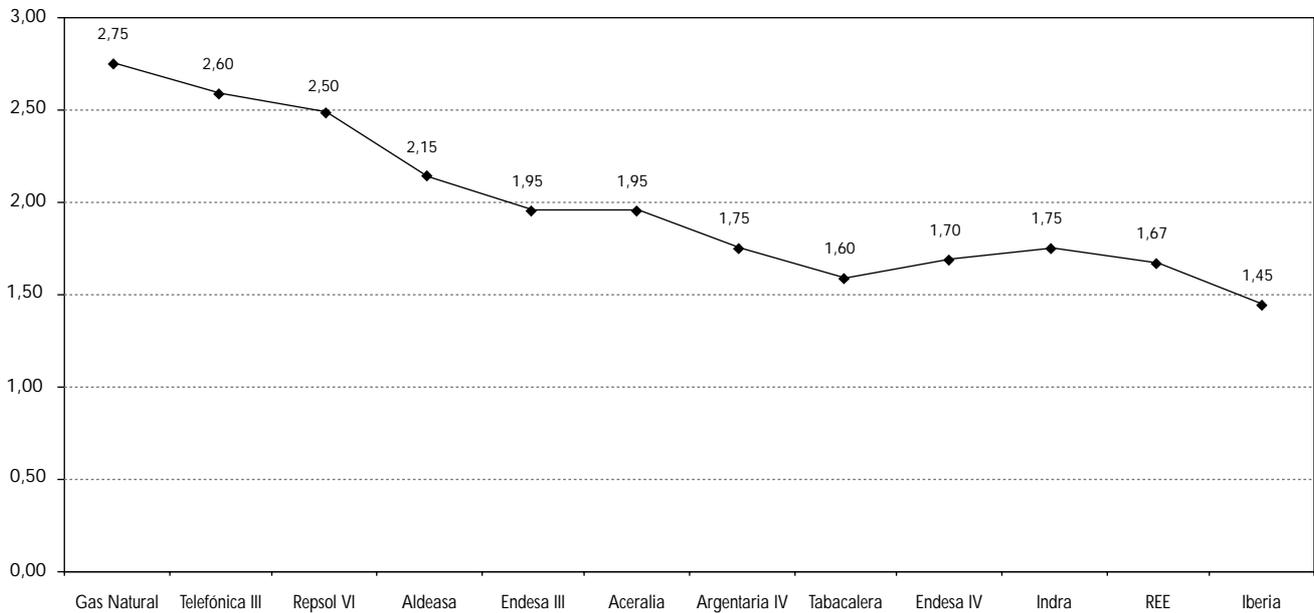
1) Comisión de dirección. La comisión está formada por el 0,29 por 100 del importe total asegurado, calculado como el producto entre el número de acciones aseguradas por el precio de aseguramiento. El porcentaje se distribuye del siguiente modo:

- Porcentaje de comisión que corresponde a las entidades coordinadoras globales: 40 por 100.
- Porcentaje de comisión que corresponde a las entidades directoras y codirectoras, a prorrata de sus compromisos de aseguramiento: 30 por 100.
- Porcentaje de comisión que corresponde a las entidades Aseguradoras, calculado a través de un prorrateo respecto de sus compromisos de aseguramiento: 30 por 100.

2) Comisión de aseguramiento. La comisión que percibe cada entidad aseguradora, está determinada por el 0,29 por 100 del importe asegurado. El cálculo de este importe es igual al número de acciones aseguradas por cada entidad multiplicado por el precio de aseguramiento.

3) Comisión de colocación. La comisión se obtiene aplicando un 0,87 por 100 del importe que resulta de multiplicar el precio de venta institucional por el número de acciones finalmente

GRÁFICO 1
COMISIONES POR DIRECCIÓN, COLOCACIÓN Y ASEGURAMIENTO



FUENTE: CCP (1999), «Evolución del Programa de Privatizaciones».

adjudicadas a las confirmaciones de propuestas de compra que se han presentado a través de esta entidad aseguradora.

4) Comisión por el ejercicio de la opción de compra (*green-shoe*). Corresponde a las comisiones de dirección, colocación y aseguramiento del volumen de acciones que forman la opción de compra. Las comisiones abonadas finalmente dependerán del número de acciones que se ejecuten dentro de la *green-shoe*. Asimismo, y exclusivamente en el caso de que se ejercite en su totalidad la opción de compra, se devengará la correspondiente comisión de aseguramiento.

Asignación de acciones a cada tramo de la oferta

Un aspecto esencial en el estudio de la OPV de Iberia es conocer la asignación de las acciones a cada uno de los tramos de la oferta. El reparto definitivo aparece reflejado en el Cuadro 1.

Costes por comisiones de dirección, aseguramiento y colocación

Para cuantificar en dinero las comisiones que ha pagado el Estado a las entidades financieras encargadas de la colocación y aseguramiento de las acciones Iberia, hay que tener muy en cuenta el hecho de que estas comisiones, y por tanto el coste que debe afrontar el Estado, dependen del volumen de acciones que forman la OPV. Por ello se estudiará la cuantía monetaria del coste de transacción, siempre en relación con el volumen de acciones adjudicadas.

En el Cuadro 2, puede observarse el importe total de la operación de venta y el coste directo de transacción por comisiones de dirección, aseguramiento y colocación en la OPV para la privatización de Iberia llevadas a cabo en abril de 2001.

Las reflexiones que pueden extraerse del Cuadro 4 son múltiples y muy diversas, ya que se puede comparar no sólo el coste

CUADRO 1

ASIGNACIÓN DE ACCIONES

Tramos de la OPV	Número de acciones adjudicadas	Porcentaje de la oferta
Institucional español	75.590.351	17,07
Institucional internacional	69.031.228	15,59
Minorista general.....	273.684.894	61,79
Minorista empleados.....	24.606.263	5,56
Total	442.912.736	100,00
Opción de compra <i>greenshoe</i> ..	49.212.526	11,11

FUENTE: Elaboración propia a partir de «Información adicional al folleto informativo de la OPV de Iberia», publicado por SEPI, 1 de abril de 2001.

CUADRO 2

COSTES DE COMISIONES POR DIRECCIÓN, ASEGURAMIENTO Y COLOCACIÓN EN LA OPV DE IBERIA, 2001

Carácter de la OPV Tramos	Importe de la OPV (€)	Costes de comisiones dirección, colocación y aseguramiento (€)
Institucional español	89.952.528	1.304.312
Institucional internacional	82.147.161	1.191.134
Minorista general.....	325.685.024	4.722.433
Minorista empleados.....	29.281.453	424.581
Total	527.066.156	7.642.460

FUENTE: Elaboración propia a partir del Folleto de la OPV publicado por la CNMV.

por comisiones de dirección, colocación y aseguramiento con el volumen total de ingresos de la OPV, o con el número de acciones adjudicadas, cuya relación, por motivos obvios, es muy estrecha, sino que también podemos estudiar la relación del coste por comisiones con los tramos en los que se divide la oferta de la operación bursátil, o respecto al importe total de la venta de acciones de empresas públicas.

Asimismo, comprobamos que del 1,45 por 100 de los ingresos brutos recaudados en la privatización de Iberia destinados al abono de comisiones, el 0,89 por 100 han sido comisiones abonadas por la colocación de acciones dentro del tramo minorista general, tan sólo el 0,08 por 100 representa el tramo de la oferta dirigida a los trabajadores de la compañía, el 0,23 por 100 para el tramo internacional y el 0,25 por 100 el de los ingresos por la colocación de las acciones institucionales nacionales.

Por otra parte, las comisiones abonadas por las acciones que constituyen la opción *greenshoe*, son nulas, ya que la opción de compra no fue ejecutada por los coordinadores globales de la operación y venció a los 30 días desde la fecha de salida a negociación de los títulos en el mercado de capitales. El vencimiento de la opción *greenshoe* determina que el 11,11 por 100 de la oferta, que formaba el volumen de acciones de la opción de compra, continúe en posesión de SEPI, como entidad emisora, tras la privatización de Iberia.

Gastos en publicidad comercial y legal

Los gastos en publicidad comercial y legal en los que incurre el Estado español con la ejecución de una OPV para la privatización de empresas públicas se derivan directamente de la voluntad de realizar una correcta ejecución de la operación bursátil.

La cuantía de los gastos en publicidad está determinada básicamente por la existencia de un tramo minorista en el diseño de la OPV, que supone un esfuerzo extra, por la necesidad de llevar a cabo costosas campañas publicitarias, tanto para la divulgación de la operación bursátil como para informar de las condiciones que la regirán.

Las campañas de publicidad de las OPV de empresas estatales tienen unas difusiones con carácter legal, que deben realizarse obligatoriamente y están regidas por la Ley del Mercado de Valores, como son la publicación de las condiciones de la operación bursátil en los folletos informativos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y los hechos relevantes de la OPV, que deben ser recogidos en el Boletín de la Bolsa de Madrid. Otras divulgaciones son voluntarias y pretenden informar de la privatización a los pequeños inversores y lograr una amplia demanda que cubra la totalidad de las acciones a la venta.

Es significativo que uno de los objetivos que persigue la ejecución de una operación bursátil para la privatización esté centrado en lograr una amplia base accionarial. Para ello se realizan campañas de publicidad y difusión con carácter comercial, cuyo fin es divulgar la operación y fomentar el número de interesados en la participación de la operación de venta.

Por tanto, es lógico que en aquellas operaciones de privatización en las que el diseño de la oferta incluya un tramo minorista, los costes de publicidad deban ser mayores. El esfuerzo, en términos de costes, para la difusión de información y publicidad deberá ser mucho más elevado si la campaña está dirigida a pequeños inversores que en el caso de una campaña publicitaria dirigida exclusivamente al tramo institucional de la oferta. La razón fundamental se basa en el mínimo conocimiento del funcionamiento del mercado de valores y el máximo interés por el reducido capital invertido, rasgos característicos de los inversores minoristas.

La estructura de colocación es muy diferente, dependiendo de si las acciones están dirigidas al tramo minorista o al institucional. Para el tramo minorista, la realización de campañas de publicidad en los medios de comunicación son un elemento crítico para la captación de la demanda de valores, siendo una difusión relativamente costosa. Por el contrario, la publicidad en la colocación institucional se realiza mediante los llamados *road show*, es decir, reuniones que mantiene el equipo directivo de la empresa pública en venta junto con representantes del *holding* vendedor, y de las entidades colocadoras con pequeños grupos de inversores importantes, resultando una difusión con un coste mucho menor.

En el Cuadro 3 se observa la carga financiera que ha supuesto la realización de campañas de publicidad comercial y legal para el Estado español en la ejecución de la OPV para la privatización de Iberia, así como una comparación de este coste con el total de ingresos recaudados en la operación bursátil.

Los datos facilitados en el Cuadro 3 pueden analizarse comparando la proporción de ingresos obtenidos por la privatización con los gastos que el Estado ha invertido en campañas publicitarias legales y comerciales.

CUADRO 3

GASTOS EN PUBLICIDAD COMERCIAL Y LEGAL EN LA OPV DE IBERIA, 2001

Carácter de la OPV Tramos	Importe de la OPV (€)	Gastos en publicidad comercial y legal (€)
Institucional y minorista	527.066.156	9.020.000

FUENTE: Elaboración propia a partir de la estimación del folleto de emisión publicado por la CNMV.

Comparando la recaudación total con los costes en publicidad legal y comercial en la operación, se obtiene que un 1,71 por 100 de los ingresos por la ejecución de la OPV van dirigidos a costear los gastos en publicidad legal y comercial. En la operación de Iberia estos gastos son relativamente elevados si tenemos en cuenta los costes medios en publicidad en las OPV para la privatización ejecutadas en España a partir de junio de 1996, cifra que se sitúa en el 0,42 por 100 de los ingresos totales (Ferrández, 2001).

La importante relación entre costes en publicidad legal y comercial con la existencia de un tramo minorista en el diseño de la oferta de las operaciones bursátiles de privatización es obvia. La operación de Iberia incluye tramo minorista mayoritario, por ello las campañas de publicidad se han realizado para la captación del ahorro de pequeños inversores, y, por tanto, estas campañas deben tener tanto carácter comercial, para dar a conocer la profunda reestructuración y los beneficios obtenidos de la compañía, como carácter informativo. Asimismo, se ha debido incurrir en estos gastos elevados para lograr llevar a cabo la privatización de Iberia con el éxito adecuado.

Otros gastos

El tipo de costes que se engloban bajo la rúbrica de «otros gastos» son las tasas legales, las pólizas, los corretajes y cánones de contratación, así como el coste de asesoramiento tanto jurídico como financiero necesario para la ejecución de una OPV. Dichos gastos son aquéllos en los que obligatoriamente se

CUADRO 4
OTROS GASTOS DERIVADOS DE LA OPV DE IBERIA, 2001

Importe de la OPV (€)	Tasas legales (€)	Pólizas y corretajes (€)	Asesoramiento (€)	Total otros gastos (€)
527.066.156	240.000	210.000	600.000	1.050.000

FUENTE: Elaboración propia a partir de la estimación del folleto de emisión publicado por la CNMV.

debe incurrir cuando se realiza una operación de venta y significan un desembolso monetario que la entidad emisora debe asumir como costes directos.

Siempre que se realiza una operación bursátil se debe tener en cuenta este tipo de costes, tanto si la OPV es ejecutada por el Estado para la privatización de empresas estatales, como si la operación de venta la lleva a cabo una empresa privada; en ambos casos se deben abonar las tasas legales, las pólizas de seguros, los corretajes y tener un buen asesoramiento jurídico y financiero.

El Cuadro 6 muestra la carga monetaria real que ha soportado el Estado por el pago de pólizas, corretajes, tasas legales y asesoramiento tanto jurídico como financiero en la privatización de Iberia a través del mercado de capitales.

Según los datos facilitados en el Cuadro 6, los costes por tasas legales, pólizas, corretajes y asesoramiento tanto jurídico como financiero, son cifras que hay que tener presentes a la hora de diseñar una OPV por su significativa cuantía. El peso específico en relación con los ingresos totales del apartado genérico «otros gastos» en la operación de Iberia asciende, aproximadamente, a 0,12 por 100.

En las privatizaciones realizadas tras la aprobación del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial, en junio de 1996, el porcentaje medio de estos costes, en relación con los ingresos totales recaudados por la ejecución de las anteriores 11 OPV, alcanza un valor próximo al 0,1 por 100, cifra muy similar al de la siguiente operación, que es la que nos ocupa.

Ante la similitud en los porcentajes de las distintas OPV, se puede pensar que los costes por tasas legales, pólizas, corretajes y asesoramiento tanto jurídico como financiero, han crecido, aproximadamente, al mismo ritmo que los ingresos de las ope-

raciones de venta de empresas públicas, manteniéndose en una línea más o menos constante el peso de los «otros gastos» respecto a la recaudación total de las OPV.

Costes directos totales de la OPV de Iberia

Llegados a este punto del trabajo, conviene realizar un inventario del volumen total de costes directos en la OPV para la privatización de Iberia. Para ello se deben tener en cuenta todos los análisis efectuados hasta el momento sobre los distintos componentes de los costes de transacción.

En el Cuadro 7 se muestra el inventario completo de los costes directos que ha tenido que afrontar el Estado para completar la privatización de la empresa pública de transporte aéreo mediante OPV.

A modo de resumen, puede observarse en el Cuadro 7 la cuantía que alcanzan los costes directos en la privatización a través de OPV, del 53,9 por 100 del capital social de Iberia, así como la composición de estos gastos, y el porcentaje respecto a los ingresos brutos recaudados.

En términos generales, los costes de transacción derivados de la oferta pública le han supuesto al Estado un 3,36 por 100 de los ingresos brutos recaudados. Este porcentaje está compuesto en un 43,14 por 100 por el coste en comisiones de colocación, dirección y aseguramiento, en un 50,92 por 100 por los gastos en publicidad comercial y legal, y en un 5,94 por 100 por los gastos derivados del cumplimiento de los requisitos formales.

Es destacable el hecho de que el peso relativo del pago de comisiones sea inferior al gasto en publicidad; una posible justi-

CUADRO 5

COSTES DIRECTOS TOTALES DE LA OPV DE IBERIA, 2001

Coste en comisiones (€)	Coste en publicidad (€)	Otros gastos (€)	Total costes directos (€)	% sobre ingresos totales
7.642.460	9.020.000	1.050.000	17.712.460	3,36

FUENTE: Elaboración propia a partir de la estimación del folleto de emisión publicado por la CNMV.

ficación es la unión entre las reducidas comisiones abonadas a las entidades colaboradoras, que el sector ha calificado de ridículas², y la gran campaña publicitaria necesaria para dar una imagen de empresa competitiva, ya que Iberia se ha visto muy perjudicada, en primer lugar por las continuas convocatorias de huelga de los pilotos en fechas cercanas a la OPV, en segundo lugar por la falta de estabilidad del núcleo institucional, y en tercer lugar por la histórica quiebra técnica en la que se encontraba en 1994, hechos que sin una buena publicidad podrían perjudicar la confianza de los inversores.

3. Costes indirectos

Los costes indirectos, según la clasificación de Ritter (1987), se componen de aquellos gastos que suponen unos ingresos cesantes para el Estado, no son un desembolso monetario que deba realizar el oferente de acciones, sino unos ingresos que deja de percibir como consecuencia de determinadas actuaciones que influyen en la ejecución de la operación bursátil de venta.

Principalmente, existen dos costes indirectos que debe afrontar el Estado a la hora de privatizar una empresa a través del mercado de capitales. El primero es el premio bursátil, resultante de la posible infravaloración del precio de venta de la empresa pública, y el segundo son los incentivos minoristas, es decir, descuentos y bonificaciones en la venta de acciones como consecuencia de incluir en el diseño de la operación bursátil un

tramo de la oferta dirigido a la captación del ahorro de pequeños inversores.

Bel (1997:14) compara la utilización del sistema de incentivos minoristas con el premio bursátil, significando una posible semejanza. Asimismo, los efectos serían los mismos que un menor precio de venta causado por la infravaloración de la empresa privatizada, traduciéndose en un coste indirecto para el Estado, en la medida en que constituye un ingreso cesante de la operación de venta. La semejanza entre los incentivos minoristas y la existencia de premio bursátil, por ser ambos costes indirectos, presenta dos diferencias fundamentales:

- La primera, los incentivos sólo afectan al precio de las acciones que componen el tramo minorista de la oferta. Sin embargo, la existencia de premio bursátil se traduce en un menor precio de venta de todas las acciones que constituyen la OPV.
- La segunda, los descuentos y bonificaciones aplicados a las acciones dirigidas a la captación del ahorro minorista, se conocen de forma explícita cuando se formula la oferta de acciones, ya que están incluidos en el diseño de la operación bursátil, y pueden cuantificarse para su provisión. Pero, el premio bursátil se desconoce, ya que depende de la evolución de la cotización de las acciones una vez ejecutada la OPV.

Incentivos minoristas

En las OPV para la privatización, se ha logrado incentivar la demanda de los pequeños inversores a través de determinados descuentos explícitos respecto al precio de venta institucional de las acciones, y de bonificaciones especiales dirigidas a los inversores minoristas generales y especiales.

² «La privatización más gris», publicado en Suplemento del periódico *El País* (abril 2001).

A la hora de abordar la elección de los incentivos minoristas incluidos en el diseño de una determinada operación, hay que tener en cuenta los objetivos perseguidos con la utilización de un estímulo concreto, bajo la premisa de que el fin deseado es maximizar el impacto en la demanda de acciones minoristas, al menor coste posible para el Estado.

Mañas (1998:168) distingue cuatro tipos de objetivos que pueden alcanzarse, dependiendo del tipo de incentivos minoristas que se incluyan en el diseño de una operación concreta.

1) Objetivo de petición de información. Se pretende motivar el interés por la operación de venta, ofreciendo al inversor un determinado estímulo por la solicitud de información.

2) Objetivo de adelanto de la demanda minorista. Se pretende que la presentación de las órdenes de compra de las acciones del tramo de oferta minorista se realice lo antes posible para facilitar la colocación de los valores a la venta.

3) Objetivo de compra. El fin es conseguir la venta del mayor número de acciones disponibles para el tramo destinado al pequeño inversor, es decir, la total colocación de la oferta minorista.

4) Objetivo de mantenimiento. Aparte de la participación del inversor en las operaciones de privatización, es positivo convertir al pequeño ahorrador en un accionista a largo plazo y estable. La utilización de los incentivos adecuados evita la venta de los valores dirigidos a los minoristas inmediatamente después de la ejecución de la OPV, con el fin de conseguir beneficios derivados de los descuentos ofrecidos a este tramo. Con la consecución de dicho objetivo se elude el temido efecto *after market*, que consiste en un exceso de oferta de títulos después de la asignación, ejerciendo una presión negativa sobre el precio de las acciones de las empresas privatizadas.

Una vez definidos los objetivos, se estructuran en el diseño de la oferta de acciones los incentivos minoristas más adecuados para su consecución. Para fijar un determinado estímulo, hay que entender las necesidades, motivaciones y preocupaciones del inversor, así como tener presente las posibles variaciones que éstas puedan sufrir dentro del ciclo bursátil. Por tanto, la decisión de qué incentivo minorista se debe utilizar en una

determinada operación, depende de la estrategia para atacar el problema al mínimo coste para el emisor.

Para impulsar el acceso del inversor minorista al capital de las empresas públicas, se han utilizado durante todo el proceso privatizador español una serie de incentivos, como los descuentos explícitos sobre el precio de venta de las acciones, otros estímulos destinados a estabilizar o garantizar los beneficios de las inversiones minoristas, e, incluso, premios basados en bonos gratuitos como recompensa a la fidelidad de los accionistas.

En la operación concreta que nos ocupa, la OPV de Iberia, el esquema de incentivos dirigidos a estimular la participación minorista, abarca únicamente la demanda del subtramo de empleados, es decir, sólo obtendrán condiciones especiales en la compra de acciones los trabajadores de Iberia, a los que se ha reservado el 5,56 por 100 de la oferta pública.

El incentivo minorista incluido en el diseño de la operación es el descuento diferido, que se basa en otorgar al inversor una bonificación, consistente en un tanto por cien sobre el precio de adquisición de las acciones, siempre que mantenga los valores suscritos durante la OPV un período de tiempo determinado, así como el cumplimiento de otras condiciones marcadas en el diseño de la operación.

Por tanto, el estímulo a los empleados es un descuento sobre el precio de venta de las acciones, sólo que diferido en el tiempo para fomentar el objetivo de un accionariado amplio y estable para la empresa privatizada. El descuento diferido ha sido diseñado de formas distintas según cada OPV, y con diferentes condiciones de cumplimiento para acceder al descuento: varían los plazos de mantenimiento de acciones y fluctúan los porcentajes de compensación.

En la operación de Iberia el descuento diferido cumple con el objetivo basado en la estabilidad del accionariado, por ello el descuento está condicionado al mantenimiento de las acciones en cartera durante un año tras la ejecución de la privatización. Concretamente, el incentivo consiste en que los empleados que hayan presentado solicitudes de compra de acciones en el subtramo minorista de empleados gozarán de un descuento diferido a los 12 meses de la fecha de la operación del 10 por 100, en

CUADRO 6

COSTES INDIRECTOS POR INCENTIVOS MINORISTAS DE LA OPV DE IBERIA, 2001

Importe de la OPV (€)	Descuento diferido	Coste por incentivos minoristas	% sobre ingresos totales
527.066.156	10% 12 meses	2.852.427	0,54

FUENTE: Elaboración propia a partir de la información publicada por SEPI el 03-06-2002.

metálico, aplicado sobre el precio de venta minorista, siempre que acrediten haber mantenido ininterrumpidamente un saldo mínimo diario de acciones, desde la fecha de la operación, 2 de abril 2001, hasta la de devengo del descuento, 2 de abril de 2002, ambas incluidas, por lo menos igual al número de acciones adjudicadas en la Oferta.

En el caso de que el saldo diario de acciones fuera en algún momento inferior al número de acciones adquiridas en la OPV, el empleado no tendrá derecho, total ni parcialmente, al descuento diferido.

En la privatización de Iberia, no existe otro incentivo minorista, por tanto el precio de venta de las acciones minoristas es igual al precio de venta institucional, determinado en 1,19 euros, valor sobre el que se calcula el descuento. Asimismo, la compañía, para facilitar la adquisición de acciones por parte de los empleados, negoció con varias entidades financieras la condición de préstamos subvencionados, pero este acuerdo de condiciones especiales no supone ningún coste indirecto al Estado, sino a las entidades financieras, concretamente el BBVA y Caja Madrid, haciendo constar expresamente que no existe responsabilidad o compromiso alguno de SEPI respecto a las operaciones de financiación mencionadas, por tanto, no se considera incentivo minorista.

Costes indirectos por la aplicación de incentivos minoristas

Al pretender cuantificar el coste indirecto asumido por el Estado español derivado de la aplicación de estímulos para incrementar la demanda de inversores minoristas, con el fin de motivar su participación en la OPV de Iberia, hay que tener pre-

sente que el descuento se devenga un año después de la ejecución de la privatización y está sujeto a la condición de mantenimiento de las acciones, por ello, un elevado coste por incentivo minorista significará una mayor estabilidad del accionariado, al menos del subtramo empleados.

En el Cuadro 6 se calculan los costes indirectos derivados del descuento diferido, en términos de ingresos cesantes, y dicho montante se compara con el ingreso bruto recaudado por el Estado en la operación. La cifra resultante significa, en términos de porcentaje, el precio que ha debido pagar el Estado para la consecución de los objetivos marcados por el programa de privatización, es decir, la sobredemanda de inversores minoristas y una base accionarial amplia y estable de las empresas públicas privatizadas.

La única partida de los costes indirectos por incentivos minoristas es la aplicación del descuento diferido como estímulo de la demanda de pequeños inversores y merece una especial atención, ya que ha supuesto un esfuerzo en las arcas estatales de cerca de tres millones de euros, lo que significa que el peso específico del coste indirecto representa el 0,54 por 100 sobre los ingresos totales recaudados en la privatización de Iberia, siendo unos costes financieros significativos si se tiene presente que sólo afecta al subtramo de empleados.

Partiendo de la premisa de que del descuento diferido sólo se benefician los inversores minoristas que cumplan las condiciones de permanencia indicadas en los diseños de las OPV, es destacable que de las 24.606.263 acciones dirigidas a los empleados de Iberia, 23.969.974 acciones han sido beneficiarias del descuento diferido, lo que significa el 98,9 por 100 de la oferta a trabajadores, por tanto, puede afirmarse que se ha logrado el obje-

tivo de estabilidad en el accionariado de la empresa privatizada, deduciéndose que el tramo minorista de trabajadores ha sido realmente estable.

Premio bursátil

La valoración de una empresa pública es un aspecto esencial a la hora de diseñar una operación; en este sentido Blanco y Mallol (1991) señalan que una de las decisiones más polémicas en una privatización consiste en la fijación del precio de venta de las acciones ofertadas. Si la empresa se infravalora, estableciendo un precio bajo, Babecki e Isasi (1991) consideran que se dañan los intereses de los contribuyentes, derivándose un coste financiero: el premio bursátil. Por el contrario, si la empresa se sobrevalora, por la fijación de un precio elevado, se puede ver afectada negativamente la imagen del proceso privatizador, produciéndose un alto coste político.

En las privatizaciones a través de OPV, el Estado asume un coste indirecto derivado de la posible infravaloración en el precio de venta de las empresas estatales. Estudios sobre diferentes mercados Aggarwal, Leal y Hernández (1993), Dewenter y Malatesta (1997), Jenkinson y Mayer (1988), Vickers (1993) y Vickers y Yarrow (1991), analizan las OPV para la privatización de empresas públicas, evaluando la existencia de infravaloración que se reflejará en el mercado de valores a través de los premios bursátiles.

El premio bursátil se define como el porcentaje de apreciación/depreciación de las acciones ofertadas en una OPV, acotando un período de referencia, y ponderando este porcentaje por la apreciación/depreciación de un índice bursátil. Por tanto, para que el premio bursátil suponga un coste, a modo de ingresos cesantes para el Estado, debe entenderse como una infravaloración en el precio de venta de la empresa, es decir, una apreciación en la cotización de las acciones tras la ejecución de la operación.

Es lógico cuestionarse los motivos por los cuales se origina un premio bursátil positivo, es decir, qué razones pueden derivar en un precio de venta de la participación estatal en una empresa inferior al valor presente de la propiedad pública que marca el

mercado. Puede resumirse que los argumentos cruciales para comprender la fijación de precios de venta menores a los del mercado en las acciones de empresas públicas son dos, la escasa aversión al riesgo financiero y la elevada aversión al riesgo político del gobierno que ejecuta la privatización.

Modelos de cálculo del premio bursátil

Partiendo de la definición del premio bursátil, citada anteriormente, siempre ponderado por la evolución del mercado de valores, se encuentran diferentes modelos de análisis dependiendo del plazo temporal que se determine para el cálculo de la prima.

Los primeros análisis para el cálculo del premio bursátil fueron los realizados por Kay y Thomson (1986), y Vickers y Yarrow (1988) para Gran Bretaña. Ambos trabajos seguían un modelo de cálculo basado en el estudio del premio bursátil obtenido a partir de la cotización de las acciones al cierre del primer día de negociación después de la ejecución de la OPV. El resultado se conoce como el premio bursátil diario. Siguiendo la misma metodología, Delorme (1992) realiza un estudio de los costes indirectos en el proceso de privatización en Francia, cuantificados a través de los premios bursátiles diarios resultantes de las OPV para la venta de las empresas públicas francesas.

Asimismo, para el caso español destaca el trabajo de Arcas y Ruiz (2000), donde se examinan las OPV españolas para la privatización calculando el premio bursátil como la comparación entre el precio de venta institucional y la cotización de las acciones en la primera sesión de negociación tras la ejecución de la operación.

Cuando la privatización significa la salida a negociación en bolsa de las acciones ofertadas, OPV iniciales, como en la operación de Iberia, la cotización de los valores se encuentra sujeta a una gran volatilidad, primero porque significa la aceptación en el mercado de estas acciones, y segundo, por la falta de información sobre el precio real de los valores. Por ello, el cálculo del premio bursátil tomando como referencia plazos temporales muy reducidos, puede conducir a que los resultados se vean

CUADRO 7

VARIABLES QUE INTERVIENEN EN EL CÁLCULO DEL PREMIO BURSÁTIL

Día de ejecución de la OPV	Precio venta institucional $P_{\text{institucional}}$	Día de referencia primera semana	Precio primera semana. P_{semanal}	IBEX. Día de ejecución. $Ibex_{35\text{institucional}}$	IBEX Primera semana $Ibex_{35\text{semanal}}$	Peso en el IBEX
03/04/2001	1,19	10/04/2001	1,2	54,16	57,78	(a)

NOTA: (a) es una OPV inicial, la operación representa la salida a bolsa y, por tanto, no puede tener peso en el IBEX.

alterados por la incertidumbre y la volatilidad en la cotización de las acciones.

Teniendo en cuenta las limitaciones de la prima diaria, la preferencia por la ampliación del plazo temporal para el cálculo del premio bursátil se ha ido extendiendo al apreciarse la existencia de volatilidad en la cotización de las acciones en los primeros días de negociación, situación que tiende a estabilizarse tras un tiempo de fluctuación de los valores ofertados en la operación bursátil. De este modo adquiere una mayor relevancia el premio bursátil semanal.

La metodología del plazo semanal para el cálculo del descuento bursátil es defendida por un doble argumento: la adopción de un período temporal a corto plazo evita que las novedades informativas sobre la economía en general, el sector empresarial o los cambios de la propia empresa privatizada, puedan afectar a la evolución de la cotización de las acciones en la bolsa y, en segundo lugar, la estabilidad a la que tienden los valores tras una semana de negociación en el mercado.

Jenkinson y Mayer (1994) utilizan la metodología de cálculo del premio bursátil que compara la desviación del precio de venta institucional con la cotización de las acciones tras la primera semana de negociación desde la ejecución de la OPV. En el trabajo de estos autores se analizan los procesos de privatización de los dos países pioneros en dicha materia, Gran Bretaña y Francia, destacando el estudio de los costes indirectos derivados del premio bursátil semanal.

Para el análisis del coste indirecto por infravaloración en el precio de venta dentro del proceso privatizador en España, Bel

(1997) recoge la nueva tendencia y utiliza el mismo método para el cálculo del premio bursátil, determinando como plazo de referencia la primera semana de cotización de las acciones tras la ejecución de la operación.

Cálculo del premio bursátil de Iberia

La metodología para el cálculo del premio bursátil semanal consiste en analizar la apreciación/depreciación en la cotización de las acciones de Iberia, como la diferencia entre el precio de venta institucional y el valor de las acciones tras la primera semana de negociación desde la ejecución de la OPV.

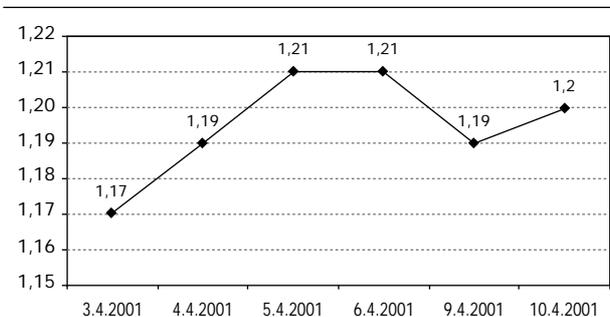
El porcentaje de desviación obtenido entre el precio de venta fijado por el Estado y la cotización de las acciones en la fecha de referencia será ponderado por el movimiento de un índice general bursátil, con el objetivo de eliminar las distorsiones introducidas por la evolución general del mercado de valores, y que son ajenas a la tendencia propia del valor privatizado. Para el caso español, se considera oportuno tomar como referencia del índice general el IBEX-35, ya que reúne los 35 valores bursátiles con mayor volumen de negociación.

A continuación, a partir de la información descrita en el Cuadro 7, se procederá al cálculo del premio bursátil de la OPV de Iberia.

Comenzamos calculando la variación en el precio de la acción, como el cambio entre el precio de venta institucional y el precio de la acción el día de referencia tras la primera semana de cotización.

GRÁFICO 2

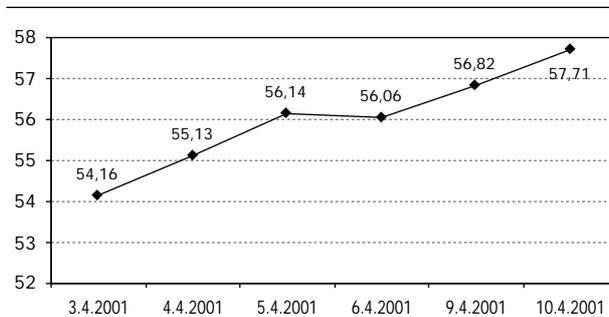
TENDENCIA DURANTE LA PRIMERA SEMANA DE LA COTIZACIÓN DE IBERIA



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información obtenida en los boletines de cotización de la Bolsa de Madrid.

GRÁFICO 3

TENDENCIA DURANTE LA PRIMERA SEMANA DEL IBEX-35



FUENTE: Elaboración propia a partir de la información obtenida en los boletines de cotización de la Bolsa de Madrid.

$$\Delta P = (P_{\text{semanal}} - P_{\text{institucional}}) / P_{\text{institucional}}$$

$$\Delta P = 0,0084 = 0,84 \text{ por } 100$$

Ahora calculamos la variación en el IBEX-35, como indicador de la evolución del mercado en las mismas fechas.

$$\Delta IBEX_{35} = (IBEX_{35 \text{ semanal}} - IBEX_{35 \text{ institucional}}) / IBEX_{35 \text{ institucional}}$$

$$\Delta IBEX_{35} = 0,0668 = 6,68 \text{ por } 100$$

Como la operación de Iberia es inicial, y significa su salida a cotización en el mercado de valores, no tiene peso singular dentro del índice bursátil, por tanto no existe distorsión en el resultados de la variación del IBEX-35.

$$P_b = [P_{\text{semanal}} - P_{\text{institucional}} (1 + \Delta IBEX_{35})] / [P_{\text{institucional}} (1 + \Delta IBEX_{35})]$$

$$P_b = -0,0551 = -5,51 \text{ por } 100$$

La expresión $P_{\text{INST}} (1 + \Delta IBEX_{35})$, hace referencia al valor que hubiesen tenido las acciones en el día de referencia, si únicamente hubiese influido en la fluctuación de las cotizaciones la evolución del mercado, es decir, el precio de venta institucional ajustado y aislado, de cualquier variación que no sea inherente

al propio mercado de valores, de acuerdo con el cambio calculado del índice bursátil IBEX-35.

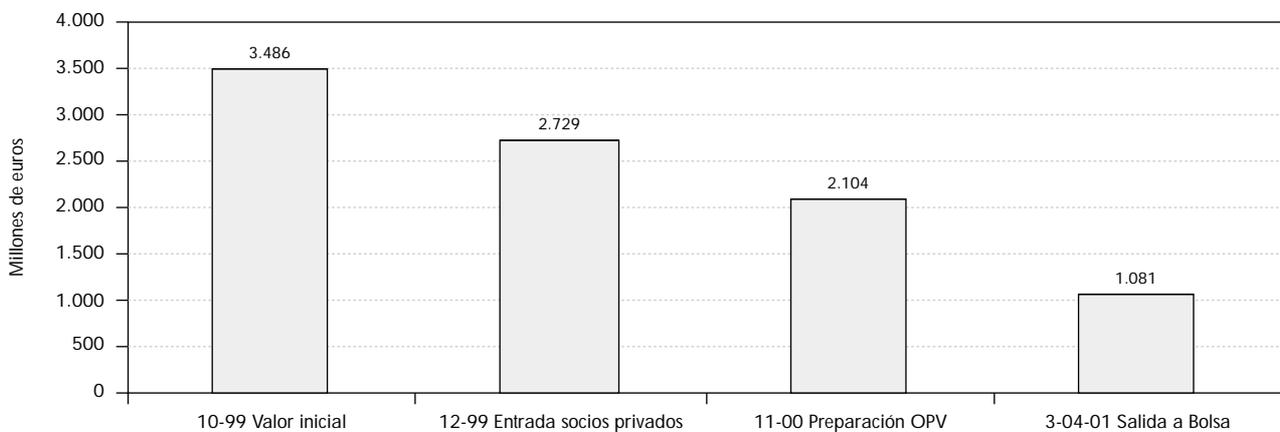
Consideramos interesante conocer la evolución del precio de cierre de las acciones durante la semana de referencia, así como la trayectoria del mercado, representada por el IBEX-35, durante el mismo período de tiempo, tendencias que vienen comparadas en los Gráficos 2 y 3.

Del Gráfico 2 se desprende el descenso con el que aterrizó Iberia en su estreno en la negociación en bolsa tras la OPV para la privatización. Las acciones de la compañía cerraron la sesión a 1,17 euros, lo que supuso una caída del 1,68 por 100 si lo comparamos con el precio que pagaron los inversores en la oferta pública, 1,19 euros. Si bien es cierto que el día de la colocación no pareció ser el más adecuado, debido al negativo contexto de los mercados, derivado de las fuertes caídas de los valores tecnológicos, de telecomunicaciones y el sector bancario, prueba de ello fue que el IBEX -35 bajó el mismo día el 3,35 por 100, (véase Gráfico 3), cifra que significó el tercer peor registro del año hasta ese momento.

Al mismo tiempo, el día de ejecución de la operación, el tres de abril de 2001, fue un día de generalizados descensos para las compañías europeas del sector aeronáutico; la empresa gala Air

GRÁFICO 4

VALORACIONES DE IBERIA
(En millones de euros)



FUENTE: CEBRIÁN, B. (2001): «La privatización más gris», *El País*, Suplemento Negocios, 8 de abril 2001.

France dejó un 6,41 por 100, Alitalia perdió un 3,77 por 100, British Airways retrocedió un 5,54 por 100, la alemana Lufthansa descendió un 3,49 por 100, así como la suiza SAirgroup que cayó en picado cerca de un 21 por 100.

Por ello, a pesar de que Iberia no pudo ni siquiera mantener el precio de colocación en su debut bursátil, la caída podría haber sido peor de no haber contado con la colaboración del Banco Santander Central Hispano, entidad colaboradora en la OPV, que firmó el 35 por 100 de las compras y tan sólo el 1,9 por 100 de las ventas.

Otra variable a tener en cuenta es que la privatización de Iberia significó la salida a negociación de la compañía en bolsa, y la mayor dificultad a la hora de determinar el precio de venta de las acciones en una OPV inicial se debe a la falta de referencias históricas en la cotización de los títulos; por tanto la empresa no posee antecedentes sobre la valoración del mercado³.

Es evidente que un cúmulo de circunstancias y mala suerte rodeó la salida a bolsa de Iberia, dado el momento de alta volatilidad que sufría el mercado, pero aún así, en nuestra opinión, no hubiese sido mejor aplazarla, ya que la ejecución de la OPV de Iberia ya se había retrasado demasiado y la compañía se resentía de todo tipo de problemas como el malestar del núcleo estable, las sucesivas huelgas de pilotos, la amenaza de paralizar la operación cuando ya estaba en marcha, etcétera.

Asimismo, los títulos lograron alcanzar el precio institucional de la OPV tras la segunda sesión, y se mantuvieron oscilantes en torno al mismo, o ligeramente superiores, durante la primera semana, aunque la recuperación de la cotización fue inferior a la evolución positiva del mercado en la misma semana, representada por la tendencia del IBEX -35; de esta situación, por tanto, se deriva la consecución de un premio bursátil negativo.

Del cálculo de un premio bursátil negativo se deduce que el mercado tiene la percepción de que en el diseño de la OPV la decisión sobre valoración de la empresa ha sido superior a su propia estimación, es decir, la oferta no está dispuesta a pagar tanto para la adquisición de acciones de Iberia.

³ Véase el trabajo de ARCAS y RUIZ (2000: 334) donde se demuestran empíricamente las diferencias en los resultados de premios bursátiles entre OPV iniciales y subsiguientes.

El resultado no deja de ser curioso, ya que la SEPI rebajó el precio de venta institucional por debajo de la horquilla no vinculante incluida en el folleto de emisión, que oscilaba entre 1,71 y 2,14 euros, así como un 40 por 100 inferior al precio máximo para el tramo minorista, fijando el precio definitivo en 1,19 euros. El precio final supuso valorar a Iberia en 1.085 millones de euros, 2,52 veces menos que el precio pagado por los accionistas estables de la compañía en marzo de 1999, BBVA, Caja Madrid, El Corte Inglés, Logista y Ahorro Corporación que adquirieron las acciones con una valoración del capital social de Iberia de 2.729 millones de euros. Podría decirse que la compañía de líneas aéreas española fue vendida casi a un precio de saldo.

En el Gráfico 4, se muestra el sucesivo descenso en la valoración de la empresa española de transporte aéreo.

Por tanto, según la información aportada en el Gráfico 4 la infravaloración de Iberia para lograr la total colocación de la OPV, y el éxito de la operación, es notable; en menos de dos años la empresa valía un 69 por 100 menos, y aún así, no fue suficiente reducción para la evaluación en el estreno de su negociación bursátil, si tenemos en cuenta la opinión del mercado, que con la consecución de un premio bursátil negativo, representa una percepción general de supervaloración de la empresa privatizada.

Coste indirecto derivado del premio bursátil

La ejecución de la oferta pública de Iberia, aunque parezca contradictorio, no ha soportado un coste financiero derivado del ingreso cesante por la colocación de las acciones a un menor precio al que la oferta estaría dispuesta a pagar, sino todo lo contrario, la sociedad emisora ha logrado la total colocación a un valor superior al que el mercado otorga tras la salida a negociación.

Esta ausencia de coste indirecto derivado del premio bursátil no justifica las continuas reducciones que el valor de la compañía ha soportado para su salida a bolsa, lo que se pretende juzgar con el premio bursátil es la infravaloración en el precio de venta de las acciones respecto a la cotización resultante del binomio oferta-demanda, y es obvio, que el mercado, tras la ejecución de la OPV, no ha considerado reducido el precio fijado,

CUADRO 8

COSTES INDIRECTOS POR EL PREMIO BURSÁTIL DE LA OPV DE IBERIA, 2001

Importe de la OPV (€)	Premio bursátil	Coste por premio bursátil*
527.066.156	-5,51%	-29.041.345

NOTA: * Cifra que representa el ingreso extra por la fijación de un precio mayor al de mercado.

es más, en los primeros días de negociación los inversores lo consideraron elevado.

Por ello, el premio bursátil en la operación de Iberia no se puede considerar un coste indirecto, sino todo lo contrario, tras la primera semana de cotización los inversores opinaban que la total colocación de la oferta se logró a un precio mayor al que en ese momento estarían dispuestos a afrontar, lo que se traduce en un coste cesante o en una mayor recaudación por parte del Estado, cuantificada en el Cuadro 8.

Si analizamos la ganancia de SEPI obtenida por lograr la colocación de la OPV al precio de venta institucional y no al que asigna el mercado, se podría decir que es aproximadamente de 29 millones de euros. Ahora bien, resulta imposible aislar dicha cifra sin compararla con las infravaloraciones sucesivas que se han realizado de Iberia para facilitar su salida a bolsa, que se sitúan en una pérdida de valor de la compañía de cerca de 2.405 millones de euros.

De la evolución en la valoración del patrimonio de la empresa, se podría decir que resulta imposible que al Estado le haya salido rentable la venta de Iberia, es más, el coste afrontado por SEPI se situaría en torno a los 2.376 millones de euros, cantidad que invita a reflexionar acerca de cuál fue el objetivo perseguido en el diseño de la privatización de Iberia, evidentemente la mejora de las arcas públicas no, tal vez el fin de la operación fue la propia privatización en sí misma.

Por último, quedaría una cuestión que abordar, y es la participación actual del Estado en la compañía de líneas aéreas española; como hemos comentado anteriormente la opción de compra *greenshoe*, que otorgó la entidad emisora, SEPI, a los

coordinadores globales de la operación venció a los 30 días sin ejecutarse, decisión que parece lógica al ver la evolución en la cotización de los títulos, ya que la opción de compra se acuerda por el precio institucional de venta, y a las entidades colaboradoras les resultó más barato adquirirlas en el mercado que ejercer su opción tras los primeros días de negociación bursátil. La consecuencia de esta decisión se traduce en que el volumen de acciones que formaban la opción *greenshoe*, un total de 49.212.526, o sea un 5,39 por 100 del capital, continúan bajo propiedad estatal y que, como ha anunciado el presidente de SEPI, se trasladará la titularidad a manos privadas a través de una nueva privatización antes del año 2004, cuando el mercado lo aconseje, esperemos que con unos costes menores.

4. Conclusiones

La plena convicción de que la economía de mercado es una realidad generalizada en todo el mundo ha obligado al sector público a plantearse una reducción en su participación como agente productor y, por tanto, a trasladar la propiedad de las empresas estatales al sector privado. La última gran privatización realizada en España a través de OPV ha sido la de Iberia, operación rodeada de una gran polémica social y económica, que se ha intentado analizar en el presente artículo, en cierto modo, con el fin de facilitar la comprensión del proceso privatizador.

El objetivo de este trabajo ha sido realizar un detenido estudio de los costes afrontados por el Estado en la privatización de Iberia, la que nos ha permitido plantear una serie de argumentos que permiten la evaluación del diseño de la operación de venta que, aparte de significar el traslado de la titularidad de la compañía aérea del sector público al privado, también representa el estreno de la negociación bursátil en el mercado de capitales de las acciones de la sociedad.

Los resultados obtenidos permiten concluir que, en primer lugar, las comisiones abonadas a las entidades financieras colaboradoras por la dirección, el aseguramiento y la colocación de la oferta han sido las más bajas de todas las privatiza-

ciones ejecutadas en España a través de OPV y, por tanto, los costes directos en los que se traducen han sido relativamente reducidos.

Sin embargo, en segundo lugar, hemos podido constatar que los costes directos invertidos para financiar la publicidad comercial y legal han sido significativos, motivados tanto por la existencia de un tramo minorista, que supone un esfuerzo publicitario mayor para lograr el interés por la operación de los pequeños inversores, como por la necesidad de la compañía aérea de divulgar una imagen de empresa competitiva, ya que la confianza de los inversores se había visto perjudicada por la histórica quiebra técnica de Iberia en 1994, las prolongadas tensiones del núcleo estable de accionistas y las continuas huelgas de los pilotos en fechas próximas a la operación.

Asimismo, el tercer y último componente de los costes directos viene determinado por los gastos necesarios para el cumplimiento de los requisitos formales de la oferta pública, tasas legales, pólizas de seguros, corretajes, asesoramiento jurídico y financiero, costes que se mantienen más o menos constantes en la mayoría de OPV, y en el caso particular de Iberia no ha sido una excepción.

Por otra parte, en las operaciones con tramo minorista el Estado suele realizar un esfuerzo a la hora de incentivar la demanda de inversores particulares. En la operación de Iberia únicamente se ha estimulado a los trabajadores de la sociedad a través de un descuento diferido, el coste indirecto derivado del incentivo minorista ha sido considerable, siendo por tanto concluyente que el accionariado de empleados ha sido realmente estable, ya que el 98,9 por 100 de las acciones ofertadas a dicho tramo se han mantenido ininterrumpidamente durante un año en la cartera de los accionistas minoristas, viéndose, por tanto, beneficiadas del descuento diferido.

Finalmente, se ha comprobado la existencia de sucesivas infravaloraciones de la compañía para su salida a bolsa, reducciones de valor que suponen un alto coste indirecto para el Estado como entidad emisora, pero aún así, un premio bursátil negativo revela que la percepción de los inversores es la contraria; en las primeras jornadas de negociación se consideró que las

acciones de Iberia fueron colocadas en la OPV a un precio de venta mayor al que les asignaba el mercado.

En definitiva, a pesar del esfuerzo estatal, en términos de costes indirectos, que ha supuesto vender Iberia por menos de un tercio de su valor, con el objetivo de conseguir que la OPV y el debut de la empresa aérea en el mercado de capitales fuera un éxito, podemos concluir al obtener un premio bursátil negativo, que tras la ejecución de la operación, el mercado valoraba las acciones por debajo del precio institucional fijado en la OPV, es decir, los inversores no estaban dispuestos a pagar este precio para adquirir acciones de la compañía.

No obstante, es cierto que el contexto bursátil en el que Iberia comenzó a cotizar en bolsa no pareció ser el más adecuado, debido a la negativa tendencia de los mercados y a las fuertes caídas de los valores de las compañías europeas del sector aeronáutico. Pero, en nuestra opinión, la mejor decisión fue la ejecución de la OPV y la culminación de la privatización, a pesar de la volatilidad del mercado, peor solución hubiera sido retrasar la operación de nuevo, y cuestionar la ya resentida confianza de los inversores.

Referencias bibliográficas

- [1] AGGARWAL, R.; LEAL, R., Y HERNÁNDEZ, L. (1993): «The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America», *Financial Management*, número 22, páginas 43-53.
- [2] ARCAS, M. J. y RUÍZ, J., (2000): «Las privatizaciones en el Mercado Bursátil Español: Reacciones de precios y volúmenes de contratación», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Volumen 29, número 104 abril-junio, páginas 321-344.
- [3] BABECKI, J. e ISASI, L., (1991): «Los procesos privatizadores, sus factores principales y su impacto en los mercados de capitales», *Economistas*, número 49, páginas 18-27.
- [4] BARRY, C. B.; MUSCARELLA, C. J. y VETSUYPENS, M. R. (1991): «Underwriter Warrants, Underwriter Compensation, and the Costs of Going Public», *Journal of Financial Economics*, volumen 29 (1), págs. 113-135.
- [5] BEATTY, R. y RITTER (1986): «Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings», *Journal of Financial Economics*, volumen 15 (1/2), páginas 213-232.
- [6] BEL, G. (1997): «Privatización y ofertas públicas de venta en España: costes indirectos y directos de la privatización», *Documents de treball de la Divisió de Ciències Jurídiques, Econòmiques i Socials. Col·lecció d'economia 1997/0022*.
- [7] BEL, G. (1998): «Los costes financieros de la privatización en España», *Información Comercial Española*, número 772, julio-agosto.
- [8] BLANCO, F. y MALLOL, J.R., (1991): «Métodos de valoración: en busca del precio justo», *Economistas*, número 49, páginas 52-59.
- [9] CARTER, R. y MANASTER, S. (1990): «Initial Public Offerings and Underwriter Reputation», *Journal of Finance*, volumen 45 (4), páginas 1.045-1.067.
- [10] CEBRIÁN, B. (2001): «La privatización más gris», *El País. Suplemento Negocios*, 8 abril 2001.
- [11] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, (2001): «Folleto de emisión OPV Iberia, Líneas Aéreas de España».
- [12] CONSEJO CONSULTIVO DE PRIVATIZACIONES (1999): Informe de actividades-1999, Madrid
- [13] DELORME, R. (1992): «El fenómeno de la privatización en Francia», *Información Comercial Española*, número 707, páginas 35-53.
- [14] DEWENTER, K. y MALATESTA, P. H., (1997): «Public Offerings of State-owned and Privately-owned Enterprises: An International Comparison», *Journal of Finance*, número 52, páginas 1.659-1.679.
- [15] FERRÁNDEZ, V. (2001): *Los costes de las privatizaciones por OPV en España: el premio bursátil y la opción de compra Greenshoe*. (Tesis Doctoral, Universidad Miguel Hernández).
- [16] GÁMIR, L. (1999): «El precio de venta de las empresas privatizadas», *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, número 4, 1999.
- [17] GÁMIR, L. (2000): «Análisis de las OPV de empresas públicas», *Revista de Economía*.
- [18] GONZALO, J. A.; PINA, V. y TORRES, L. (1998): «La valoración de empresas en los procesos de privatización», en TORRES, L. y PINA, V. (Coord.), *Privatización de Empresas y Descentralización de Servicios Públicos*, AECA, Madrid.
- [19] 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 & Economic Performance*, Oxford, Oxford University Press, páginas 290-298.
- [20] KAY, J. A. y THOMPSON, D. J. (1986): «Privatization: A Policy in Search of a Rationale», *Economic Journal*, volumen 96, páginas 18-32.
- [21] MAÑAS, L. (1998): «La experiencia de una década de privatizaciones» *Información Comercial Española*, número 772, julio-agosto, páginas 145-175.
- [22] RIBAS, E. (1999): «Análisis del valor de las empresas privatizadas», *Revista de Economía Industrial*, número 328, páginas 63-69.

- [23] RITTER, J. A. (1987): «The Costs of Going Public», *Journal of Financial Economics*, número 19, páginas 269-281.
- [24] SEPI (2001): «Información adicional al folleto informativo de la OPV de Iberia», SEPI, 1 de abril.
- [25] SEPI (2002): «Ficha de noticias. Sala de prensa», <http://www.sepionline.com/>, 3 de junio.
- [26] STIGLITZ, J. (1994): *Whither Socialism?* Mas, MIT Press. Cambridge.
- [27] THOMAS, P. (1987): «Las consideraciones legales e impositivas de la privatización», *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, número 1/1989, páginas 57-72.
- [28] VICKERS, J. (1993): «El programa de privatizaciones británico: una evaluación económica», *Moneda y Crédito*, número 196.
- [29] VICKERS, J. y YARROW, G. (1988): *Privatization: An Economic Analysis*, ed. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- [30] VICKERS, J. y YARROW, G. (1991): «Economic Perspectives on Privatization», *The Journal of Economic Perspectives*, volumen 5, número 2, primavera, páginas 111-132.