

Colección Estudios
Fundación SEPI

Los Estudios que integran esta obra han sido
financiados íntegramente por la Fundación SEPI



FUNDACIÓN SEPI

Primera edición: marzo 2004

La responsabilidad de las opiniones expresadas en esta publicación incumbe exclusivamente a sus autores y su publicación no significa que la Fundación SEPI y Ediciones Cinca se identifiquen con las mismas.

© Fundación SEPI

© Para esta edición:
Fundación SEPI

EDICIONES CINCA, S. A.
Carrera de San Jerónimo, 44
28014 Madrid. Tel. 91 553 22 72
Grupoeditorial@edicionescinca.com

Reservados todos los derechos.

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros medios, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

Diseño cubierta: Juan Vidaurre

Producción editorial
y coordinación técnica:
Grupo Editorial Cinca

Imprime: Gráficas Alvani

Depósito legal: M. 4.233-2004
ISBN: 84-87287-19-0 - 84-932576-8-0

Teoría y política de privatizaciones: su contribución a la modernización económica Análisis del caso español

Introducción: William L. Megginson
Epílogo: Alfred Steinherr

Relación de autores:

Capítulo I

Alfonso Carbajo
Pedro Durá
Luis Gámir
José Luis Martín Simón
Monica Melle-Hernández
Juan Manuel Menéndez Blanco
José Luis Montes
Antonio Pulido
Dennis A. Rondinelli
Antonio Sánchez Andrés

Capítulo II

Fernando Barreiro Pereira
Antoni Espasa
Manuel Díaz Corral
Fernando F. Méndez de Andés
Zulima Fernández
Clara Eugenia García
José Manuel González-Páramo
Pablo Hernández de Cos
William L. Megginson
Francisco Mochón
Jorge Onrubia
Marta Risueño Gómez
Ana María Romero Martínez
Juan José Rubio Guerrero
Elena Vázquez Inchausti

Capítulo III

Francisco Esteo Sánchez
Ana Isabel Fernández Álvarez
M.ª Nieves García Santos
Victor M. González Méndez
José Manuel González-Páramo
Pablo Hernández de Cos
José Martí Pellón
Diego Prior
Susana Menéndez Requejo
Jordi Surroca

Capítulo IV

Juan José Durán Herrera
Ana Fernández-Ardavin Martínez
María Jesús Fernández Sánchez
María Gómez Agustín
Antonio García Zaballos
Juan E. Iranzo Martín
Gregorio Izquierdo Llanes
Alberto Matellán Pinilla



FUNDACIÓN SEPI


Ediciones
Cinca

Privatizaciones y mercados de capitales *

ANA ISABEL FERNÁNDEZ ÁLVAREZ
VÍCTOR M. GONZÁLEZ MÉNDEZ
SUSANA MENÉNDEZ REQUEJO
Universidad de Oviedo

RESUMEN

Este trabajo analiza el impacto del proceso de privatización sobre el desarrollo del mercado de capitales español en el periodo 1985-2003. Las privatizaciones han influido tanto sobre el aumento de actividad como sobre la liquidez del mercado de valores y han propiciado una mayor presencia de inversores individuales e institucionales en el accionariado de las empresas. El análisis de la valoración de las privatizaciones realizadas a través del mercado de capitales muestra menores niveles de infravaloración inicial con respecto a las empresas privadas, acorde con su mayor tamaño, reputación y confianza para los inversores, así como una mayor rentabilidad a largo plazo en el mercado.

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de privatizaciones alcanzó en los últimos veinte años un volumen aproximado a nivel mundial de 1,15 billones de euros. En España sólo en el periodo de 1992 a 2002 los ingresos obtenidos por el Estado fueron superiores a 39.000 millones de euros, de acuerdo con los datos de la memoria de 2002 del Consejo Consultivo de Privatizaciones. La importancia de los procesos de cambio de propiedad pública a privada no radica tanto en la magnitud de ingresos que representa sino en los objetivos que orientan tales procesos. Estos objetivos vienen asociados a la mejora de los niveles de eficiencia de estas empresas incentivados por la disciplina de la propiedad privada, que favorece el cambio en el siste-

* Agradecemos la financiación concedida por la Fundación SEPI para la realización de este trabajo, así como los datos proporcionados por la SEPI y el Consejo Consultivo de Privatizaciones.

ma de incentivos, en las áreas estratégicas y organizativas de la empresa. También, es de esperar que los procesos privatizadores impulsen cambios regulatorios, legales, de apertura de los mercados e incentiven la competencia así como el desarrollo de los mercados de capitales, propiciando el desarrollo económico y la mejora del bienestar.

En este sentido, como señala Álvaro Cuervo (1997), la privatización comprende un conjunto de decisiones que van más allá de la transferencia de propiedad o del control de actividades públicas al sector privado de la economía y que incluye la desregulación o eliminación de las trabas legales que impiden la entrada en el mercado de nuevas empresas, la no discriminación y la supresión de mercados protegidos.

Los primeros trabajos que valoran los procesos de privatización desarrollados al inicio de los años ochenta, se caracterizaron por un limitado análisis teórico y que centran su análisis en los costes y beneficios asociados a la privatización, estudiando la influencia de la propiedad pública sobre la eficiencia empresarial, a partir del análisis de la eficiencia y la productividad. Elizabeth Bailey (1986), Matthew R. Bishop y John A. Kay (1989) y Richard Prike (1982) presentan argumentos y evidencia a favor del papel de las privatizaciones en la promoción de la eficiencia económica, sin embargo otros trabajos como los de John A. Kay y David J. Thompson (1986) y Heidi Vernon-Wortzel y Lawrence H. Wortzel (1989) argumentan en la dirección contraria. La mayoría de estos estudios examinan un número pequeño de empresas de un único país y en consecuencia adolecen, en general, de falta de significación tanto estadística como económica.

Estudios más recientes, teóricos y empíricos, ofrecen soporte adicional para la doble proposición de que las empresas privadas mejoran en rentabilidad a las públicas y que la privatización en sí misma incrementa la eficiencia operativa de las empresas privatizadas. En este sentido, el trabajo teórico de Maxim Boycko, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1996) muestra que la privatización conduce a una reestructuración eficiente de las empresas propiedad del Estado, que normalmente operan con altos niveles de ineficiencia, maximizando el empleo y que la mejora en la eficiencia sólo se produce si tanto los flujos de caja como los derechos de control pasan del gobierno a manos privadas. En este mismo sentido, el trabajo empírico realizado para el Banco Mundial por Ahmed Galal; Leroy Jones; Pankaj Tandon y Ingo Vogelsang (1992) analiza la eficiencia postprivatización de 12 empresas (aerolíneas y servicios regulados) en Reino Unido, Chile, Malasia y Méjico, para determinar si la transferencia de propiedad incrementa la eficiencia y, si esto es así, la forma en que se asignan los costes y beneficios del ajuste. Los autores encuentran ganancias en el bienestar en once de los doce casos.

Posteriormente y ya en la década de los noventa, los trabajos de

Narjess Boubakri y Jean-Claude Cosset (1998) constatan mejoras en la eficiencia sin sacrificar empleo después de un proceso de privatización, para una muestra de 61 empresas pertenecientes a 18 países y 32 sectores. En William Megginson y Jeffrey Netter (2001) se revisan un amplio conjunto de trabajos empíricos a lo largo de los últimos años para diferentes países tanto desarrollados como en vías de desarrollo.

La evidencia disponible hasta el momento para el proceso de privatizaciones español es, sin embargo, escasa e incompleta, como referencias podemos citar los trabajos de Alfonso Novales, Carlos Sebastián y Jose A. Trujillo (1987), Sanchís, Juan Alberto (1996), Isabel Argimón, Concha Artula y José Manuel González-Páramo (1997), Luis A. Mañas (1998), Álvaro Cuervo y Belén Villalonga (2000) y Pablo Hernández de Cos; Isabel Argimón y José Manuel González-Páramo (2004). Estos últimos encuentran evidencia a favor de la existencia de un efecto negativo sobre la eficiencia asociado a la propiedad pública, mientras que el grado de competencia presenta un efecto significativo y positivo sobre la rentabilidad de la empresa.

A finales de la década de los 90, la investigación se ha centrado en la influencia de los procesos de privatización sobre el desarrollo del mercado de capitales en diferentes países (Bernardo Bortolotti, Marcella Fantini y Carlo Scarpa, 2000; Steven L. Jones, William L. Megginson; Robert Nash y Jeffrey Netter, 1999). Al mismo tiempo, se observa una relación directa entre el desarrollo de los mercados de capitales y el crecimiento económico, mejorando la liquidez del mercado y permitiendo una mejor asignación de riesgos (Ross Levine, 1997; Asli Demirgüç-Kunt y Vojislav Maksimovic, 1998; Ross Levine y Sara Zervos, 1998; Raghuram G. Rajan y Luigi Zingales, 1998; Avanidhar Subrahmanayam y Sheridan Titman 1999; Peter Henry 2000 a y b), poniéndose de manifiesto que los procesos privatizadores, a través del desarrollo de los mercados financieros, pueden contribuir al crecimiento económico. Así, Jeffrey Wurgler (2000) muestra que un mayor desarrollo de los mercados de capitales está asociado con una mejor asignación de capital y ésta a su vez mantiene una relación inversa con la participación de la propiedad del estado en la economía.

En este trabajo examinamos el impacto que los programas de privatización han tenido sobre el desarrollo del mercado de capitales español y su efecto sobre la amplitud y profundidad de los mercados, como mecanismo para reducir el coste de oportunidad del capital al reducir el riesgo e incentivar el desarrollo del marco institucional, regulatorio, legal y económico de nuestro país. El trabajo se estructura en tres partes, en primer lugar estudiamos las características de las privatizaciones llevadas a cabo en España desde mediados de la década de los ochenta, para en la segunda parte presentar algunas medidas e indicios de la aportación y

contribución de las privatizaciones españolas mediante OPV al desarrollo de los mercados financieros. En tercer lugar, analizamos la valoración que los inversores realizan de las empresas privatizadas a partir del examen de la rentabilidad que obtienen tanto inicial como a largo plazo y ello con el objeto de documentar la existencia, como en el caso de salidas iniciales a Bolsa de empresas privadas, de infravaloración en la salida y de analizar su comportamiento a largo plazo.

2. CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LAS PRIVATIZACIONES ESPAÑOLAS

La mayoría de los procesos desinversores en empresas de propiedad estatal, que se han llevado a cabo en España en las pasadas dos décadas, han tenido lugar a partir del sistema de ventas directas a otras empresas, sin embargo, las privatizaciones de las empresas de mayor tamaño han sido realizadas, fundamentalmente, a través de los mercados de capitales mediante ofertas públicas de acciones (OPVs). De un total de 138 empresas privatizadas, trece empresas han sido privatizadas mediante oferta pública de venta, si bien han supuesto el 90 por ciento de los ingresos totales obtenidos por el Estado. Además, estas empresas se encuentran entre las quince mayores privatizaciones españolas por volumen de ingresos, como se observa en el Cuadro 1.

CUADRO 1. Empresas privatizadas en España. Periodo 1985-2003

Ranking	EMPRESA PRIVATIZADA	Sector	Ingresos (millones euros)	Año inicio privatización	Fases posteriores
1	ENDESA	Ener. Eléctrica	13.713,27	1988	1994, 1997, 1998
2	REPSOL	Petróleo	5.337,56	1989	90, 92, 93, 94, 95, 96, 97
3	TELEFÓNICA	Telecomunicaciones	4.847,91	1995	1997, 1998
4	ARGENTARIA	Banca	4.773,76	1993	1996, 1998
5	ACERALIA	Siderurgia	1.872,56	1997	
6	TABACALERA	Alimentación	1.751,79	1998	
7	GRUPO ENA	Autopistas	1.586,33	2003	
8	IBERIA	Transporte Aéreo	1.431,49	1999	2000, 2001
9	TELEFÓNICA INTERNAC.	Comunicaciones	763,29	1997	
10	INDRA	Electrónica	436,61	1995	1999
11	ENCE	Pasta Celulosa	381,49	1988	1995, 2001
12	RED ELECTR.	Energía	340,88	1999	
13	ALDEASA	Distribución	273,71	1997	
14	TRASMEDITERRÁNEA	Transporte Marítimo	272,00	2002	
15	SEAT	Automoción	235,50	1986	1990
16	GAS NATURAL	Gas	222,44	1996	
17	INESPAL	Aluminio	194,64	1998	

CUADRO 1. Empresas privatizadas en España. Periodo 1985-2003 (Continuación)

Ranking	EMPRESA PRIVATIZADA	Sector	Ingresos (millones euros)	Año inicio privatización	Fases posteriores
18	CASA	Aerospacial	184,89	2000	
19	ENATCAR	Transporte viaj. carretera	157,47	1999	
20	BANCO EXTERIOR	Financiero	118,72	1995	
21	GRUPO POTASAS	Minería de Potasa	103,37	1998	
22	ENAGAS	Gas	84,14	1994	1998
23	EXPASA	Agricultura	76,90	2001	2002
24	ENFERSA	Fertilizantes	58,55	1989	1991
25	AUXINI	Construcción	53,97	1997	
26	BABCOCK WILCOX	Bienes de Equipo	45,00	2001	
27	ACESA	Autopistas	38,43	1987	1993
28	ELCANO	Transporte Marítimo	34,70	1997	
29	SAGANE	Gas	33,46	1996	
30	INITEC	Ingeniería	30,05	2000	
31	ENTURSA	Turismo	24,84	1986	
32	MTM	Bienes Equipo	19,64	1989	1992
33	INFOLEASING	Financiero	18,63	1998	
34	SECOINSA	Electrónica	13,43	1985	
35	SODIGA	Prom.Industrial	11,10	1994	
36	COMEE	Eléctrico	8,95	1998	
37	SODICAN	Prom.Industrial	8,12	1996	
38	MERCEDES BENZ ESP.	Automoción	7,23	1989	
39	ENASA	Automoción	7,21	1991	1993
40	ATEINSA	Bienes Equipo	7,17	1989	1992
41	COOSUR/OLCESA	Aceites	7,00	2002	
42	SKF ESPAÑOLA	Rodamientos	5,83	1985	
43	LM COMPOSITES				
44	TOLEDO	Materiales Compuestos	5,26	1999	
45	E.N. STA. BÁRBARA	Defensa	5,00	2001	
46	BARRERAS	Construcción Naval	4,51	1997	
47	SODICAL	Capital Desarrollo	4,32	1997	
48	ASTICAN	Const.Naval	3,97	1989	
49	COPE	Comunicaciones	3,77	2000	
50	INIMA	Medio Ambiente	3,756	1998	
51	VIAJES MARSANS	Turismo	3,684	1985	
52	SEFANITRO	Fertilizantes	3,462	1996	
53	ALMAGRERA	Minería	2,662	1997	
54	C. TRASATLÁN-TICA	Trans. Marítimo	2,344	1994	
55	ASTANDER	Construcción Naval	1,80	1999	
56	INISEL	Electrónica	1,70	1991	
57	SURGICLINIC PLUS	Productos Médicos	1,69	1997	
58	VICTORIO LUZURIAGA	Automoción	1,56	1987	

CUADRO 1. Empresas privatizadas en España. Periodo 1985-2003 (Continuación)

Ranking	EMPRESA PRIVATIZADA	Sector	Ingresos (millones euros)	Año inicio privatización	Fases posteriores
57	VICTORIO				
	LUZURIAGA	Automoción	1,56	1987	
58	F. SAN CARLOS	Bienes de Equipo	1,20	1993	
59	IONGRAF	Aluminio	0,99	1997	
60	CONVERSIÓN				
	ALUMINIO	Impresión	0,72	2001	
61	ICSA / AYA	Materiales Compuestos	0,61	1999	
62	GR. EMP. ÁLVAREZ (GEA)	Artesanía Ind.	0,60	1991	1992
63	QUÍMICA del ESTRONCIO	Química Básica	0,41	2002	
64	ARTESPAÑA	Decoración	0,30	1994	
65	AUTOMOCIÓN 2000	Comercial	0,30	1993	
66	FERROPERFIL	Aluminio	0,13	1997	
67	PUROLATOR IBÉRICA	Automoción	0,01	1987	
68	GRUPO MUSINI	Seguros	en curso	2003	
69	ITP	Aeronautica	en curso	2003	
70	ARSA/AUSTRAL	Transporte Aéreo	—	2001	
71	GRUPO BBE	Bienes de Equipo	—	2001	
72	COMESA	Energía	—	1998	
73	PRODUCTOS TUBULARES	Siderurgia	—	1998	
74	SERAUSA	Áreas de servicio	—	1998	
75	RETEVISIÓN	Telecomunicaciones	—	1997	
76	REFINALSA	Aluminio	—	1995	
77	SIDENOR	Siderurgia	—	1995	
78	ASDL	Aeronáutica	—	1994	
79	CAIVSA	Gas	—	1994	
80	GYCONSA	Electrónica	—	1994	
81	RJR ALIMEN-TACIÓN	Alimentación	—	1994	
82	ROYAL BRANDS	Alimentación	—	1994	
83	IBERMÁTICA	Informática	—	1993	
84	INECO	Ingeniería	—	1993	
85	PALCO	Envases Alumin.	—	1993	1994
86	I-CUATRO	Comercial	—	1992	1994
87	ENOSA	Electrónica	—	1991	1993
88	JOBAC	Distribución	—	1991	
89	SIDMED	Siderurgia	—	1991	
90	T.S.D.	Electrónica	—	1991	
91	ADARO INDONESIA	Ingeniería	—	1990	1994
92	COIFER	Alimentación	—	1990	
93	DIRSA	Distribución	—	1990	
94	EXBANK	Banca	—	1990	
95	IMEPIEL	Calzado	—	1990	
96	SALDOSA	Minería	—	1990	
97	SALINAS TORREVIEJA	Sal	—	1990	
98	SEB. DE LA FUENTE	Distribución	—	1990	

CUADRO 1. Empresas privatizadas en España. Periodo 1985-2003 (Continuación)

Ranking	EMPRESA PRIVATIZADA	Sector	Ingresos (millones euros)	Año inicio privatización	Fases posteriores
99	ANCOAL	Minería	—	1989	
100	HYTASA	Textil	—	1989	
101	INTELHORCE	Textil	—	1989	
102	OESA	Alimentación	—	1989	
103	PESA	Electrónica	—	1989	
104	CARCESA	Alimentación	—	1988	
105	COISA	Alimentación	—	1988	
106	FRIDARAGO	Alimentación	—	1988	
107	LESA	Alimentación	—	1988	
108	ALUMALSA	Aluminio	—	1987	
109	DESSA	Cont. Naval	—	1987	
110	DIASA	Alimentación	—	1987	
111	EVATSA	Aluminio	—	1987	
112	LITOFAN	Aluminio	—	1987	
113	MIEL ESPAÑOLA	Alimentación	—	1987	
114	ALUFLET	Aluminio	—	1986	
115	AMPER	Electrónica	—	1986	
116	CÍA. MOTORES MBD	Const. Naval	—	1986	1989
117	FOVISA	Siderurgia	—	1986	
118	FRIGSA	Alimentación	—	1986	
119	GESA	Ener.Eléctrica	—	1986	
120	GYPISA	Alimentación	—	1986	
121	INDUGASA	Automoción	—	1986	
122	INISA	Bienes de Equipo	—	1986	
123	INSISA	Bienes Equipo	—	1986	
124	ISSA	Aluminio	—	1986	
125	LA LUZ	Alimentación	—	1986	
126	MIRAFLORES	Alimentación	—	1986	
127	OLCESA	Alimentación	—	1986	2001
128	PAMESA	Papel	—	1986	
129	REMETAL	Aluminio	—	1986	1990
130	TELESINCRO	Electrónica	—	1986	1988, 1993, 1994
131	TOVISA	Bienes de Equipo	—	1986	
132	CESQUISA	Química	—	1985	
133	GOSSYPIUM	Textil	—	1985	
134	IGFISA	Alimentación	—	1985	
135	INGENASA	Inmun./Genética	—	1985	1986, 1989
136	TEXTIL TARAZONA	Textil	—	1985	
137	SOLER ALMIRALL	Rodamientos	—	1984	1998
138	MAHSA	Comercial	—	1982	

Fuente: SEPI, Dirección General del Patrimonio y elaboración propia.

Las privatizaciones de empresas públicas comienzan a plantearse en España desde principios de los años ochenta y siendo en 1985 y coincidiendo con la incorporación de España a la Comunidad Europea, cuando

se inicia el proceso. De acuerdo con la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, SEPI, se pueden diferenciar tres subperiodos en las privatizaciones de empresas públicas en España:

1) 1985-1990. Periodo en que se inician las primeras privatizaciones, orientadas básicamente por las oportunidades de venta que van surgiendo.

En este periodo se inician 64 privatizaciones de empresas y además en los últimos años se realizan fases posteriores de privatización de seis empresas. Destaca en esta primera etapa el inicio de la privatización a través del mercado de capitales de Ence (45 por ciento), Endesa (20 por ciento) y Repsol (26 por ciento).

2) 1991 a 1996. En este periodo se divide el INI en dos subholdings, agrupando en TENEO las empresas rentables, mientras que las deficitarias quedan directamente dependientes del Holding. Posteriormente el RD 5/1995 hace desaparecer el INI creando dos entidades: la Agencia Industrial del Estado (que integra al sector naval, minería, CSI y Santa Bárbara) y la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) con dos subholdings: Repsol y TENEO. En este periodo se mantiene el objetivo de privatización dirigido a la captación de recursos para el Estado, pero sin perder el control de las empresas.

En este periodo se inicia la privatización de 32 empresas y se continúa la de 15, destacando entre ellas el inicio de la privatización de Argentaria y Telefónica, a través de bolsa, que también sirve de cauce para continuar con la privatización de Ence, Endesa y Repsol.

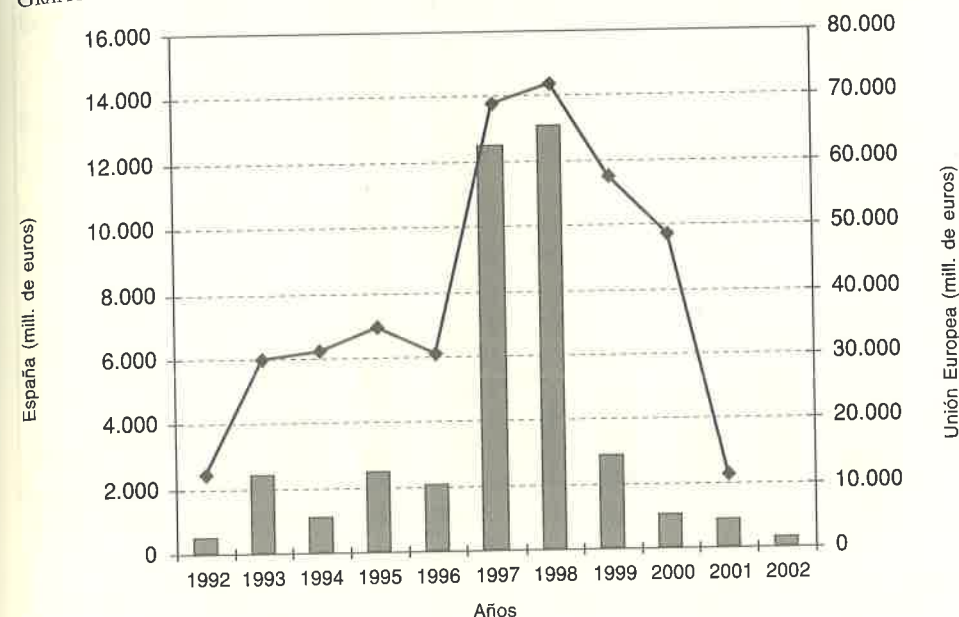
3) 1996-2003 (septiembre). En este periodo se plantea la privatización de empresas con objetivos de consolidación de cada empresa individualmente, dentro del Programa de Modernización del Sector Público. Se crean dos entidades, reforma de 28 de junio de 1996, que integran todas las empresas públicas: la Agencia Industrial del Estado, SEPI, y la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales, SEPPA. Finalmente la reforma de 5 de septiembre de 1997 centraliza en la SEPI todas las empresas públicas, centralización que culmina en el 2001 con la integración en la SEPPA.

En este periodo se inicia la privatización de 42 empresas y se continúa la de 11, destacando sobre todo la privatización a través del mercado de valores de Gas Natural, Aceralía, Aldeasa, Tabacalera, Indra, Red Eléctrica e Iberia, al tiempo que se culmina la total desinversión del Estado en Argentaria, Ence, Endesa, Repsol y Telefónica.

De acuerdo con los datos recogidos en el Gráfico 1 se observa que los años de mayor actividad privatizadora por volumen de ingresos corresponden con los ejercicios 1997 y 1998, posteriormente los ingresos se

reducen, entre otros factores, debido a la evolución negativa de los mercados de valores, que ha afectado no sólo al volumen de OPVs públicas sino también a las realizadas por empresas privadas. Asimismo, se manifiesta una gran correlación entre la actividad privatizadora en España y en la Unión europea en el periodo 1992-2002.

GRÁFICO 1. Volumen de ingresos por privatizaciones en España y en la Unión Europea



Fuente: Consejo Consultivo de Privatizaciones. Informe de Actividades 2002.

Los ingresos obtenidos en los procesos de privatización representan el 0,14 por ciento del PIB español en 1992, alcanzan el 2,6 por ciento del PIB tanto en 1997 como 1998 y equivalen tan solo a un 0,05 por ciento en 2002, como se observa en el Gráfico 2, lo que supone una media próxima al 0,75 por ciento anual del PIB durante el periodo.

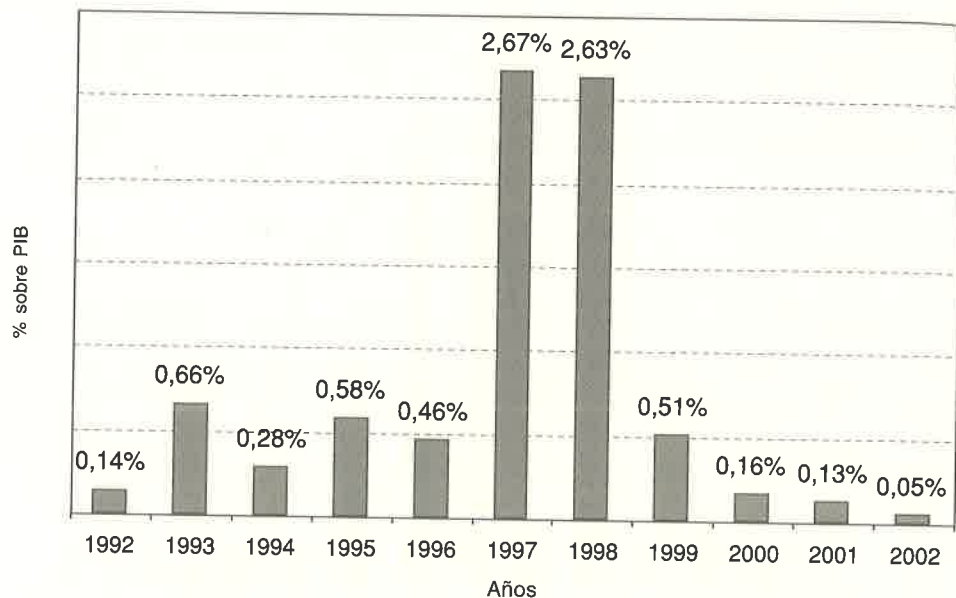
A lo largo del periodo 1985-2003 se privatizan en España un total de 138 empresas pertenecientes a diferentes sectores de actividad, procesos que se realizan utilizando diversos métodos de colocación, que a su vez pueden combinarse entre sí:

a) Ventas Directas, realizando una oferta privada de la empresa a otras empresas o grupos, así como a inversores institucionales.

b) Venta en Bolsa u Oferta Pública de Venta (OPV). Las OPV ofrecen al público en general, o bien por tramos de accionariado, acciones de la empresa. Este es el mecanismo seguido para privatizar las

empresas cuyas acciones se pretende pasen a cotizar en el mercado de valores, si bien también puede combinarse con la venta directa (colocación mixta) de una parte de las mismas.

GRÁFICO 2. Volumen de ingresos por privatizaciones con relación al PIB



Fuente: Consejo Consultivo de Privatizaciones. Informe de Actividades 2002.

Nuestro objetivo es examinar la contribución de los procesos de privatización al desarrollo del mercado de capitales y por lo tanto nos centraremos en este último tipo de operaciones, las OPV. Las empresas que serán objeto de análisis representan en torno al 10 por ciento de las empresas privatizadas pero, sin embargo, suponen más del 90 por ciento de los ingresos obtenidos por el Estado en este proceso, que de forma acumulada en el periodo 1992-2002 alcanza los 39.000 millones de euros.

La mayor parte de las trece operaciones que se han privatizado a través de la Bolsa se concentra en el periodo 1993 y 1998, tanto en número de empresas como en cifra de ingresos, implicando a diversos sectores de la economía, desde la energía al sector industrial y financiero, comunicaciones y transporte (véase Cuadro 2). Se trata de empresas de gran tamaño, en algunos casos con presencia previa en los mercados y siempre con alta reputación, confianza y conocimiento previos por parte de los inversores.

CUADRO 2. Privatizaciones a través del mercado de valores en España. Periodo 1985-2003

Empresa	Año privatización	% previo Participación Estado	% vendido a través OPV	% mantiene Estado ***	Importe mill. euros	Sector
GESA	1986	93,7	38		—	Energía eléctrica
Ence	1988*	93,4	45,04		105,80	Pasta celulosa
	1995		3,38		45,82	
	2001		**25		130,53	
Endesa	2001	95,9	26	0,58	99,34	Energía eléctrica
	1988		20,4		445,95	
	1994		8,7		828,63	
Repsol	1997	100	25,44	0	4.205,92	Petróleo
	1998		38,19		8.232,77	
	1989*		26,4		810,31	
	1989		**4,2		128,64	
	1990		**2,9		113,36	
	1992		**9,9		383,51	
	1992		**2,1		104,50	
	1993		13,33		639,90	
	1994		0,44		28,96	
	1995		19		1.202,58	
Argentaria	1996	100	11	0	839,07	Banca
	1997		10		1.049,08	
	1993*		24,99		663,94	
	1993		23,35		1.049,10	
Telefónica	1996	32	22,46	0	792,84	Comunicaciones
	1998		29,2		2.267,87	
	1995		10,81		940,79	
Gas Natural	1997	100	20,9		3.782,71	Gas Siderurgia
	1998		**0,28	0	124,42	
	1996		3,81	0	222,44	
Aceralia	1997*	100	52,8		824,44	Distribución Alimentación
	1997		**47,2	0	048,12	
Aldeasa	1997*	77,79	72,73	5,06	273,71	Tecnolog. Inform.
	1998		49,16	1,93	1.751,79	
Tabacalera	1999*	66,09	66,09	0	418,50	Energía
	1999*		31,5	25	340,88	
Iberia	2001	100	**40		904,40	Transporte aéreo
	2001*		54	5,81	527,09	

* Privatizaciones que suponen una Oferta Pública Inicial al mercado de valores.

** Venta Directa.

*** green shoes no ejercitados.

Fuente: SEPI y elaboración propia.

En la mayoría de estas empresas el Estado ha dejado de participar totalmente en su capital, exceptuando el caso de Red Eléctrica que por ley ha de mantener el 25 por ciento hasta finales del 2003 y posteriormente al menos el 10 por ciento, y los casos de Ence, Aldeasa, Tabacalera e Iberia, en que el Estado aún tiene un reducido porcentaje, debido a que no han sido ejercitado el *green-shoe* en manos de los participantes en la

colocación. Además cabe mencionar la acción de oro que el Estado mantiene en Endesa, Repsol, Telefónica e Indra.

El Cuadro 3 recoge la evolución del número de salidas a Bolsa en el periodo 1985-2003 y en ella se observa que se han producido ocho salidas iniciales, OPIs, y 19 colocaciones subsiguientes (OPV subsiguientes) al referirse a empresas que ya estaban negociándose en el mercado de valores, aunque en la mayoría de los casos en una parte relativamente pequeña de su capital y con un reducido free float.

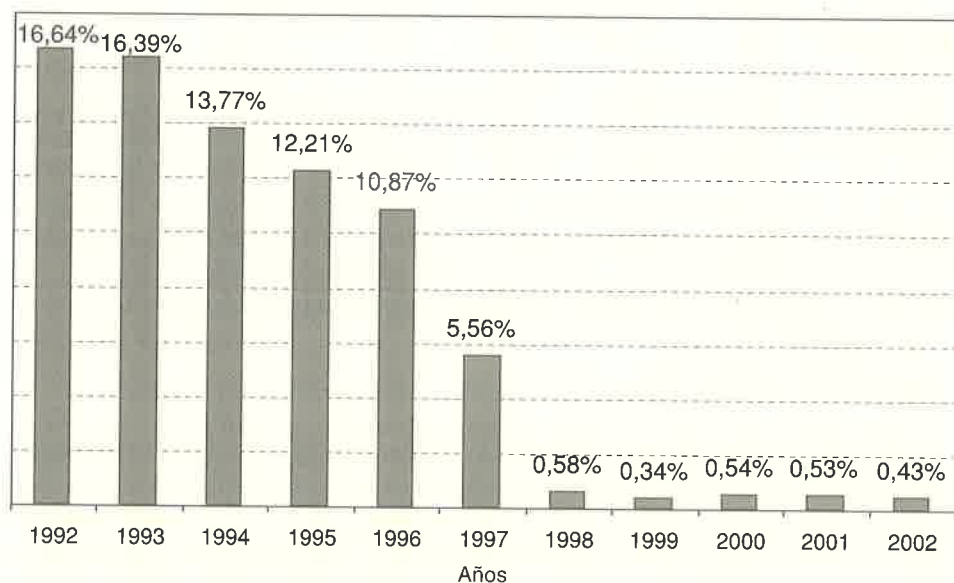
CUADRO 3. Privatizaciones a través de Bolsa en España. Periodo 1985-2003

Año	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	Total
Salidas iniciales			1	1			1					2		2		1			8
Colocaciones subsiguientes	1		1					2	2	3	3	3	3				1		19

Fuente: elaboración propia.

Como puede observarse en el Cuadro 2, en los casos de Argentina, Ence, Endesa, Repsol y Telefónica, la privatización se realiza en varias fases. Y en Ence, Repsol, Telefónica, Aceralia e Iberia en algún momento se realizan ventas directas de parte de la empresa a otro u otros grupos de inversores institucionales. Todo ello ha contribuido a la modificación

GRÁFICO 3. Porcentaje de participación del Estado en el mercado bursátil español



Fuente: Consejo Consultivo de Privatizaciones. Informe de Actividades, 2002.

de la estructura de propiedad de las empresas que el Estado ha privatizado a través del mercado de valores.

La intensa actividad privatizadora desarrollada ha reducido, de forma significativa, la participación del Estado en acciones de empresas cotizadas en el mercado de valores español. A finales de 1992 el Estado poseía un 16,6 por ciento de la capitalización total del mercado bursátil español, participación que se ha ido reduciendo progresivamente desde esa fecha hasta situarse en torno al 0,43 por ciento de la capitalización de la Bolsa en el año 2002, como puede observarse en el Gráfico 3, gracias al efecto combinado de la salida del Estado de las principales empresas que en estos momentos cotizan en la Bolsa española y del progresivo aumento en el periodo de la capitalización bursátil.

3. CONTRIBUCIÓN DE LAS PRIVATIZACIONES AL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los procesos privatizadores desarrollados en las diferentes economías han perseguido una triple finalidad: a) impulsar la eficiencia económica de las empresas de propiedad estatal a través del cambio de propiedad y la apertura de los mercados b) favorecer la desregulación y cambios legales en los sectores de las empresas involucradas en procesos de privatización, y c) impulsar el desarrollo de los mercados de capitales a través de su utilización en los procesos de desinversión en las empresas de propiedad estatal.

Por lo que se refiere a este último objetivo los estudios internacionales muestran que estos procesos han contribuido de forma importante al desarrollo de los mercados financieros, aportando mayor eficiencia en la asignación de los recursos e incidiendo positivamente sobre el crecimiento económico. Maria K. Boutchokova y William L. Megginson (2000) ponen de manifiesto que en media la capitalización bursátil mundial ha pasado de suponer un 52 por ciento del PIB en 1990 a un 82 por ciento en 1998¹.

Es un hecho el importante desarrollo que han vivido los mercados de capitales en las dos últimas décadas y también los procesos de privatización que han tenido lugar en gran número de países, pero aún así no es fácil establecer una relación directa entre ambos fenómenos. No obstante se constata en la mayoría de los países que las empresas privatizadas son las de mayor capitalización, volumen negociado y liquidez en sus respectivos mercados de valores (Boutchkova y Megginson, 2000 y Megginson y Netter, 2001).

¹ El crecimiento ha sido mucho más acusado cuando se analiza el volumen negociado.

El grado de desarrollo del mercado de capitales se suele analizar a partir de tres indicadores: el número de empresas con cotización en los mercados y su nivel de capitalización bursátil, la liquidez y profundidad del mercado, así como la capacidad del mercado para financiar la economía, en un doble sentido, el aumento del número de inversores que participan en el mismo y la posibilidad de obtener fondos.

Los beneficios para los inversores derivados del aumento de la participación y presencia en el mercado de nuevas empresas es, además, más importante cuanto mayor es el número y la variedad de activos que pueden ser negociados. Dado que la participación en el mercado tiene costes, el inversor sólo decidirá participar si los beneficios esperados superan a los costes y por lo tanto cuanto mayor es la variedad de activos que pueden ser negociados y mayor es el número de participantes, más elevados los precios de equilibrio de los activos financieros en ese mercado y más bajo el coste de capital para las empresas.

La relevancia del tamaño del mercado está unida a su profundidad y a la liquidez puesto que ésta tiene un impacto directo sobre los beneficios obtenidos en la negociación de valores. Un mercado estrecho disminuye el precio de los activos y los ingresos de los inversores. Como consecuencia las empresas se preocupan también por la liquidez puesto que afecta a sus posibilidades de colocar nuevas ampliaciones de capital, dado que los inversores estarían dispuestos a pagar un mayor precio en una emisión si esperan un mercado más líquido. Una razón añadida es que el bienestar y el crecimiento económico están relacionadas con la capacidad informativa de los precios del mercado (Wurgler, 2000).

A continuación describimos el comportamiento de nuestro mercado de valores a lo largo de la década de los noventa a través del examen de la evolución de la capitalización y volúmenes negociados, de la liquidez, y de las posibilidades de obtener nueva financiación por las empresas. Asimismo analizamos los cambios registrados en la estructura de propiedad de las empresas que se han privatizado a partir de su salida a Bolsa.

3.1. Tamaño del mercado: Capitalización y volumen de negociación

El análisis de la contribución de los procesos de privatización de empresas sobre el mercado de valores se realiza a partir del examen de su evolución y tamaño en el periodo considerado para determinar el peso y la importancia de los mercados en la financiación de la economía y así observamos dos indicadores: a) el porcentaje que representa la capitalización bursátil respecto al Producto Interior Bruto y b) el volumen de negociación registrado en los mercados financieros. Ambos indicadores muestran la capacidad del mercado de capitales para proveer de

CUADRO 4. Crecimiento de la capitalización y el volumen negociado (millones de dólares)

	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2002	Incremento 2002/1990
Capitalización bursátil^a								
España	111.449,0	98.846,7	123.616,5	241.028,1	399.847,6	504.221,9	461.559,6	314,14%
% sobre PIB	—	—	—	33,0%	72,3%	90,3%	80,49%*	
EE.UU.	3.146.278,3	4.505.808,9	5.027.641,9	8.451.722,8	12.648.238,4	15.214.599,9	11.055.577,5	251,39%
% sobre PIB	—	—	—	111,6%	148,6%	152,7%	137,1%*	
Japón	2.928.533,7	2.318.928,6	3.592.193,9	3.011.161,4	2.439.548,8	3.157.221,8	2.069.299,1	-29,34%
% sobre PIB	—	—	—	67,5%	65,7%	67,3%	55,4%*	
Gran Bretaña	850.011,8	928.392,6	1.145.290,4	1.642.582,4	2.372.738,1	2.612.230,2	1.800.658,0	111,84%
% sobre PIB	—	—	—	142,7%	171,0%	184,3%	152,2%*	
Alemania	355.310,8	346.891,0	499.278,4	664.913,2	1.086.748,5	1.270.243,2	686.013,5	93,07%
% sobre PIB	—	—	—	28,3%	50,9%	67,8%	58,1%*	
Volumen negociado^b								
España	11.720,2	18.032,1	43.551,8	60.375,9	219.980,9	544.803,4	432.053,7	3.586,40%
EE.UU.	1.886.781,8	2.763.113,4	4.053.251,3	7.581.718,7	13.423.735,8	32.994.323,0	18.739.971,0	893,22%
Japón	1.287.694,2	476.976,7	859.896,4	938.822,1	750.825,2	2.315.501,8	1.564.243,9	21,48%
Gran Bretaña	543.392,5	662.990,9	1.029.278,3	1.413.236,3	2.887.989,7	4.558.662,9	4.001.339,9	636,36%
Alemania	508.706,7	454.205,5	592.103,9	811.626,0	1.491.795,7	2.119.784,7	1.423.370,8	179,80%

Fuente: Elaboración propia a partir de International Federation of Stock Exchange (<http://www.ifbv.com/>) y Bolsa de Madrid.
* El porcentaje de la capitalización bursátil sobre el producto interior bruto (PIB) se ha medido en 2001.

recursos financieros a la economía así como sus posibilidades de contribuir a una más eficaz asignación de recursos.

Los datos internacionales aportados por Megginson y Netter (2001) evidencian que la capitalización mundial se incrementó más de diez veces entre 1983 y 1999. Además, ese crecimiento de la capitalización es mayor si se excluye el mercado estadounidense, en el cual únicamente se han registrado en el periodo dos privatizaciones mediante una oferta pública². Si el incremento en la capitalización ha sido muy importante, aún lo ha sido más el incremento en los volúmenes de negociación alcanzados, que al igual que ocurre con la capitalización, han sido mayores si se excluye EE.UU. (Megginson y Netter, 2001 y Boutchkova y Megginson, 2000).

En el mercado de capitales español (ver Cuadro 4) los datos son también reveladores del desarrollo de los mercados financieros, porque la capitalización bursátil en términos absolutos se ha multiplicado por cuatro en la década de los noventa y si analizamos este dato en relación al PIB se observa que este indicador ha pasado de representar el 33 por ciento en 1996 al 80,5 por ciento en 2002 tras la reciente crisis bursátil, pero que le llevó a suponer más del 90 por ciento del PIB en el año 2000. Asimismo, el volumen negociado en los mercados de capitales españoles ha registrado un crecimiento que le ha llevado a situarse en torno a los 430.000 millones de dólares frente a los 11.000 del inicio de la década.

Los hechos más significativos registrados en la economía española en ese periodo para explicar este fenómeno tienen que ver con el proceso de transformación y modernización vivido por los mercados españoles, avanzando en su regulación y transparencia, de forma que el mercado de acciones se convierte en una importante fuente de financiación empresarial y de valoración de las decisiones empresariales, propiciado por la estabilidad y el nivel de los tipos de interés que implica la Unión Monetaria.

CUADRO 5. Capitalización, volumen y liquidez del Mercado Bursátil Español

Empresa	Capitalización 30/12/02	Contratación Enero/Diciembre	Liquidez*
TELEFÓNICA	41.461,44	102.261,19	246,64%
SCH	31.185,35	73.306,41	235,07%
BBVA	29.146,17	68.055,68	233,50%
TELEFÓNICA MÓVILES	26.849,41	2.131,93	7,94%
REPSOL YPF	15.382,87	29.155,21	189,53%
INDITEX	14.031,16	7.417,81	52,87%
IBERDROLA	12.035,68	16.872,47	140,19%
ENDESA	11.805,08	27.310,66	231,35%
BANCO POPULAR ESPAÑOL	8.462,49	13.044,18	154,14%
GAS NATURAL SDG	8.091,31	9.148,03	113,06%

CUADRO 5. Capitalización, volumen y liquidez del Mercado Bursátil Español (Contin.)

Empresa	Capitalización 30/12/02	Contratación Enero/Diciembre	Liquidez*
EUROPEAN AER. DEFENCE	7.949,74	75,19	0,95%
ALTADIS	6.640,94	12.124,15	182,57%
ARCELOR	6.119,46	3.550,61	58,02%
BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO	4.908,91	951,10	19,37%
CEPSA	4.653,12	883,73	18,99%
UNIÓN FENOSA	3.823,72	5.842,46	152,80%
CENTROS COMERCIALES CARREFOUR	3.773,89	1.883,74	49,92%
FERROVIAL	3.387,39	2.359,48	69,65%
ACESA	3.155,05	2.433,11	77,12%
BANCO SABADELL	2.815,23	220,15	7,82%
FCC	2.794,14	2.066,96	73,97%
GRUPO DRAGADOS	2.791,12	6.386,65	228,82%
ACCIONA	2.494,33	1.868,68	74,92%
TERRA NETWORKS	2.438,72	3.840,02	157,46%
AMADEUS	2.318,70	3.650,34	157,43%
ACERINOX	2.302,34	3.154,67	137,02%
ZARDOYA OTIS	2.245,24	223,27	9,94%
ACS	1.963,49	2.256,84	114,94%
BANKINTER	1.788,93	1.910,87	106,82%
AÚREA CONCESIONES DE INFO.	1.700,33	836,91	49,22%
VALLEHERMOSO	1.532,16	2.469,59	161,18%
CORPORACIÓN MAPFRE	1.403,49	1.148,75	81,85%
ENEGÁS	1.384,65	1.903,49	137,47%
PROMOTORA DE INFOR. (PRISA)	1.358,82	948,36	69,79%
AGUAS DE BARCELONA	1.355,56	576,12	42,50%
METROVACESA	1.324,18	1.752,00	132,31%
CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA	1.314,72	746,87	56,81%
RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA	1.304,00	662,56	50,81%
IBERIA	1.278,14	1.586,17	124,10%
GAMESA CORP. TECNOLÓGICA	1.265,97	1.261,24	99,63%
EBRO PULEVA	1.193,99	450,95	37,77%
BANCO DE ANDALUCÍA	1.145,13	23,33	2,04%
TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INF.	1.115,75	1.068,98	95,81%
BANCO DE VALENCIA	1.065,50	10,53	0,99%
CEMENTOS PORTLAND	999,37	101,43	10,15%
NH HOTELES	978,97	1.941,70	198,34%
BANCO PASTOR	968,23	72,54	7,49%
LOGISTA	965,55	393,36	40,74%
INDRA	958,39	1.587,85	165,68%
IBERPISTAS	949,13	150,78	15,89%
SOGECABLE	829,55	2.627,14	316,69%
INMOBILIARIA COLONIAL	827,34	530,96	64,18%
BANCO ZARAGOZANO	744,30	118,99	15,99%
INMOBILIARIA URBIS	727,24	264,89	36,42%
SOL MELIÁ	696,60	633,07	90,88%
PROSEGUR	598,61	327,02	54,63%
EUROPISTAS CONC. ESPAÑOLAS	558,22	60,42	10,82%
RECOLETOS	535,92	83,10	15,51%
BANCO GUIPUZCOANO	513,47	25,20	4,91%
ABENGOA	506,63	224,08	44,23%
GRUPO CATALANA OCCIDENTE	478,80	40,33	8,42%
CAMPOFRÍO ALIMENTACIÓN	431,67	46,38	10,74%
FAES FARMA	420,70	79,45	18,89%
UNILAND CEMENTERA	402,84	12,29	3,05%

² Conrail en 1987 y U.S. Enrichment Corporation en 1999 (Megginson y Netter, 2001).

CUADRO 5. Capitalización, volumen y liquidez del Mercado Bursátil Español (Contin.)

Empresa	Capitalización 30/12/02	Contratación Enero/Diciembre	Liquidez*
URALITA	366,56	155,70	42,48%
OBRASCÓN HUARTE LAIN	360,86	165,15	45,77%
GRUPO EMPRESARIAL ENCE	354,28	1.743,00	491,98%
CORTEFIEL	340,21	346,68	101,90%
VISCOFAN	315,96	243,21	76,97%
INMOBILIARIA BAMI	307,29	171,37	55,77%
ALDEASA	294,63	264,48	89,77%
JAZZTEL	274,20	681,76	248,64%
SOS CUÉTARA	255,83	88,19	34,47%
TRANSPORTES AZKAR	218,70	60,37	27,60%
BARÓN DE LEY	211,80	111,82	52,80%
ELEC NOR	198,45	6,39	3,22%
BANCO DE CRÉDITO BALEAR	197,49	10,44	5,29%
ENERGÍA	194,25	12,40	6,38%
CVNE	179,55	13,08	7,28%
VIDRALA	175,56	60,15	34,26%
PULEVA BIOTECH	174,25	169,15	97,07%
TELE PIZZA	167,69	228,25	136,11%
TUBACEX	166,22	96,63	58,13%
IBERPAPEL GESTIÓN	165,30	16,80	10,16%
MIQUEL Y COSTAS	147,54	37,11	25,15%
PESCANOVA	128,05	77,58	60,59%
CONS. Y AUX. FF.CC.	127,69	23,93	18,74%
UNIPAPEL	109,60	38,29	34,94%
DINAMIA CAPITAL PRIVADO	97,89	36,34	37,12%
PAPELES Y CART. DE EUROPA	91,42	40,71	44,53%
TAVEX ALGODONERA	87,04	51,97	59,71%
AZKOYEN	84,70	124,60	147,11%
DURO FELGUERA	83,31	16,75	20,11%
ERCROS	79,52	50,06	62,95%
SERVICE POINT SOLUTIONS	76,40	147,03	192,45%
ADOLFO DOMÍNGUEZ	69,68	21,66	31,08%
PARQUES REUNIDOS	65,37	41,63	63,68%
LA SEDA DE BARCELONA	57,90	28,57	49,34%
MECALUX	56,21	51,11	90,93%
TECNOCOM. TELEC. Y ENERGÍA	52,04	26,69	51,29%
AMPER	50,23	50,45	100,44%
GLOBAL STEEL WIRE	48,42	11,72	24,20%
NATRA	46,58	72,76	156,20%
FUNESPAÑA	45,15	11,36	25,16%
BODEGAS RIOJANAS	36,61	2,00	5,46%
AVANZIT	34,70	172,90	498,27%
DOGI INTERNATIONAL FABRICS	31,23	21,23	67,98%
ESPAÑOLA DE ZINC	22,23	5,13	23,08%
SNIACE	20,98	14,34	68,35%
URBANIZACIONES Y TRANSP.	5,22	4,37	83,72%

Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

* Contratación anual en SIBE dividida entre capitalización de las compañías domésticas al cierre del periodo.

Las privatizaciones de empresas públicas han jugado un papel relevante en la dinamización del mercado. Este hecho queda patente al observar el peso que las empresas privatizadas tienen en el mercado bursátil

español. En el Cuadro 5 se constata que tanto por lo que se refiere a la capitalización bursátil como al volumen negociado Telefónica ocupa el primer lugar del ranking. Otras empresas privatizadas ocupan un lugar destacado entre las quince primeras por capitalización como BBVA (Argentaria), Repsol, Endesa, Gas Natural, Altadis (Tabacalera) o Arcelor (Aceralia). En el Cuadro 6 se refleja el ranking por capitalización bursátil y por volumen negociado a finales del año 2002 de las empresas privatizadas³. Se puede observar que la capitalización de las empresas privatizadas en España supone aproximadamente un 30 por ciento de la capitalización del mercado bursátil español, situándose cinco de las empresas privatizadas en los diez primeros puestos por capitalización. Por lo que respecta al volumen negociado a lo largo de 2002 se constata que más de un 58 por ciento del mismo corresponde a las empresas privatizadas, figurando seis de ellas entre las diez mayores por volumen negociado.

CUADRO 6. Capitalización y volumen negociado de las empresas españolas privatizadas mediante oferta pública de venta

Año	Empresas privatizadas	Capitalización 2002 (miles de euros)	Ranking capitalización 2002	Volumen 2002 (miles de euros)	Ranking volumen 2002	Liquidez 2002 (%)	Ranking liquidez 2002
1986	Gesa	11.805.086,10	8	27.310.664,88	5	231,35	8
1988	Endesa	354.287,70	67	1.743.000,00	30	491,98	2
1988	Ence	15.382.879,63	5	29.155.210,68	4	189,53	12
1989	Repsol						
1993	Argentaria (BBVA)*	29.146.170,63	3	68.055.680,00	3	233,50	7
1996	Gas Natural	8.091.312,83	10	9.148.037,74	9	113,06	29
1997	Telefónica	41.461.440,77	1	102.261.193,76	1	246,64	5
1997	Aceralia	6.119.463,10	13	3.550.618,21	15	58,02	55
1997	Aldeasa	294.630,00	71	264.480.000	51	89,77	38
1998	Tabacalera (Altadis)	6.640.948,80	12	12.124.153,45	8	182,57	13
1999	Indra						
	Sistemas	958.398,77	49	1.587.854,21	31	165,68	14
1999	Red Eléctrica	1.304.002,80	38	662.560	42	50,81	62
2001	Iberia	1.278.146,85	39	1.586.174,02	32	124,10	27
	Empresas privatizadas	122.836.767,98		257.449.626,95		209,59	
	Mercado bursátil	419.450.920		439.943.000		138,36	
	Porcentaje	29,29%		58,52%			

* En el momento de la fusión el peso de Argentaria era aproximadamente un 38% de la operación.
Fuente: Elaboración propia.

Este fenómeno no es exclusivo de España sino que en la mayoría de países analizados en los estudios comparados internacionales se evidencia

³ Hemos considerado los datos de Argentaria, Tabacalera y Aceralia, incluyendo las empresas resultantes de los procesos de fusión.

que las empresas privatizadas ocupan los primeros puestos por capitalización bursátil y volumen negociado (Megginson y Netter, 2001).

3.2. La liquidez

El desarrollo de un mercado de capitales no sólo está asociado al aumento de su capacidad para aportar financiación a la economía sino que este peso se verá reforzado en la medida que la liquidez del sistema incentive la participación de un mayor número de inversores. Las medidas de liquidez del mercado más ampliamente utilizadas tienen que ver con la profundidad del mercado y con el diferencial *bid-ask* entre los precios de oferta y demanda.

Los determinantes de la liquidez del mercado están asociados a los costes de procesar las ordenes ligados a los mecanismos de negociación y por tanto a la tecnología disponible, al riesgo de la cartera de mercado, a la competencia existente entre los intermediarios en el mercado y a la disponibilidad y probabilidad de negociar con la información. Mercados de capitales más líquidos mejoran los incentivos de los analistas financieros para conseguir información, lo cual se reflejará en las cotizaciones y favorecerá el crecimiento empresarial, pues la emisión de nuevos títulos podrá realizarse en mejores condiciones de precio al disminuir la prima de liquidez. Al mismo tiempo la participación en el mercado de empresas en sectores (telecomunicaciones y en general *las utilities*) que estaban infrarepresentados en los países con procesos de privatización en curso permite diversificar mejor la cartera de mercado y en consecuencia los cambios en su composición se trasladan en mejores oportunidades de diversificación para los participantes e incrementan la profundidad del mercado.

En los mercados españoles el incremento en el volumen negociado está provocado enteramente por la negociación de acciones, ya que el volumen negociado de títulos de renta fija nunca ha sido especialmente significativo, incluso ha decrecido durante el periodo de estudio como consecuencia de las caídas en los tipos de interés que les restan atractivo tanto para inversores como a los agentes con necesidades de financiación. Los datos recogidos en el Cuadro 7 muestran que en el mercado de renta variable español se ha pasado de contratar un volumen de 16.000 millones de euros en 1990 a contratar por encima de los 439.000 millones, pero más allá de la importancia de estas cifras se percibe un importante aumento en el número de inversores y de operaciones realizadas:

— el número de títulos negociados pasa en esta década de 1.841 millones a casi 46.000 millones;

— el número de operaciones registradas presenta un notable incremento en el periodo pasando de menos de 2 millones a casi 16 millones de operaciones;

— el número de órdenes se multiplica por 7, y de los 4 millones iniciales se alcanza al final del periodo 27,5 millones.

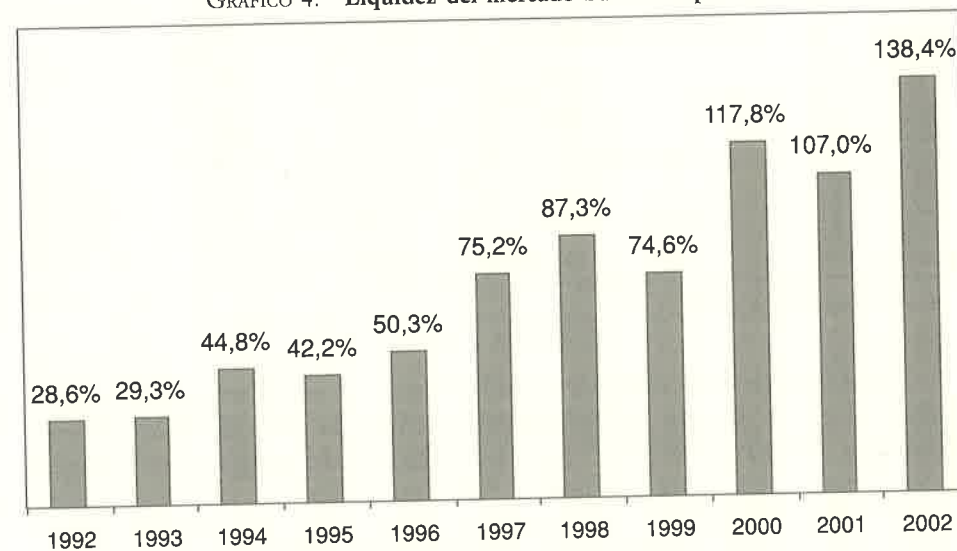
CUADRO 7. Volumen contratado en el mercado electrónico (SIBE)

Periodo	N.º Sesiones	Efectivo (Mill. euros)	N.º Títulos	N.º Operaciones	N.º Órdenes	Efectivo medio por sesión (Mill. euros)	Efectivo medio por operación (Euros)
1990	247	16.024	1.841.475.955	1.936.437	4.004.213	64,88	8.275,19
1991	252	21.778	2.575.354.728	2.189.951	4.892.444	86,42	9.944,46
1992	250	22.341	2.561.545.946	1.748.380	4.142.111	89,36	12.778,14
1993	252	35.557	3.847.585.238	2.455.924	5.420.387	141,1	14.478,20
1994	251	52.952	4.742.835.125	2.687.234	5.663.587	210,96	19.704,88
1995	250	46.430	4.139.074.203	2.274.698	4.441.066	185,72	20.411,64
1996	250	75.935	5.760.830.343	3.219.784	5.643.545	303,74	23.583,77
1997	252	160.937	9.278.611.761	6.557.048	10.640.248	638,64	24.544,13
1998	248	257.844	15.049.060.134	11.520.843	17.397.452	1.039,69	22.380,67
1999	250	286.046	20.428.691.463	11.001.824	17.710.504	1.144,18	25.999,89
2000	250	488.863	29.077.933.866	16.719.502	26.461.592	1.955,45	29.239,09
2001	250	440.199	36.607.133.831	14.461.488	23.427.763	1.760,80	30.439,40
2002	250	439.943	45.977.510.367	15.698.503	27.566.712	1.756,70	27.975,58

Fuente: Bolsa de Madrid.

Un análisis adicional de la liquidez del mercado de valores español, medida como el cociente entre la contratación anual en el sistema electrónico, SIBE, y la capitalización bursátil del mercado español, pone de manifiesto un importante incremento, que ha pasado de un escaso 30 por ciento en 1992 a un 138 por ciento en 2002 (Gráfico 4).

GRÁFICO 4. Liquidez del mercado bursátil español *



Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

* Contratación anual en SIBE dividida entre capitalización de las compañías domésticas al cierre del periodo.

Además, tal como se reflejó en las tablas 5 y 6, las empresas privatizadas ocupan los primeros puestos en cuanto a liquidez del mercado bursátil español en comparación con el resto de títulos negociados. De hecho, cuatro empresas privatizadas figuran entre las 10 primeras por liquidez a finales del 2002 y mientras el índice de rotación medio del mercado es del 138 por ciento, en las empresas privatizadas es muy superior, alcanzando una cifra por encima del 200 por ciento⁴.

3.3. Financiación de las empresas en los mercados: nuevas emisiones

Un indicador adicional que nos permite analizar el grado en el cual la privatización de empresas de propiedad estatal ha colaborado al desarrollo de los mercados financieros es determinar qué papel han desempeñado las empresas privatizadas en la emisión de títulos y por lo tanto en la financiación de la economía.

CUADRO 8. Emisiones de acciones en la Bolsa de Madrid, 1990-2002

Año	Número de emisiones	N.º emisiones realizadas por empresas privatizadas	Volumen total fondos obtenidos	Volumen medio fondos obtenidos	Porcentaje emitido por empresas privatizadas	Porcentaje emitido por empresas privatizadas y filiales
1990	77	0	1.006.156.269	13.066.965	0,00%	
1991	109	0	297.079.252	2.725.498	0,00%	
1992	61	0	662.929.797	10.867.702	0,00%	
1993	89	0	2.052.911.913	23.066.426	0,00%	
1994	81	0	4.227.475.152	52.191.051	0,00%	
1995	80	0	724.737.252	9.059.216	0,00%	
1996	59	0	504.738.931	8.554.897	0,00%	
1997	62	4	902.506.202	14.556.552	12,18%	
1998	91	15	9.384.230.682	103.123.414	30,64%	
1999	111	13	14.503.735.959	130.664.288	58,04%	
2000	149	32/37	29.647.683.500	198.977.742	54,23%	73,02%
2001	140	7/11	6.699.743.427	47.855.310	13,12%	35,18%
2002	114	6/9	2.830.041.090	24.824.922	2,22%	10,86%
Total	1.223	77/89	73.443.969.427	60.052.305		

Fuente: Elaboración propia.

En el Cuadro 8 se observa que el número de ampliaciones de capital realizadas en la década de los noventa alcanza la cifra de 1.223 nuevas emisiones. De éstas, un 58,55 por ciento han dado origen a una entrada de fondos en la empresa. El Cuadro 8 recoge la distribución de emisiones

⁴ Ese valor se ha obtenido como la media ponderada de los ratios de liquidez de cada uno de los valores que fueron objeto de privatización, siendo las ponderaciones la capitalización bursátil de cada empresa.

de acciones por año, tanto el conjunto como las realizadas por empresas privatizadas, indicando el volumen total, medio, de fondos obtenidos por las empresas, así como el porcentaje sobre los fondos totales obtenidos que ha sido emitido por las empresas privatizadas que cotizan en el mercado de valores. Se pone de manifiesto que a partir del año 1997 las empresas privatizadas obtienen un importante porcentaje de los fondos canalizados a través del mercado mediante la emisiones de acciones, llegando a significar en 1999 un 58 por ciento del total de fondos obtenidos por las empresas. Si se añaden las emisiones realizadas por empresas filiales de las empresas privatizadas, es el caso de Telefónica, y las emisiones realizadas por TPI, Telefónica Móviles y Terra Networks los porcentajes suponen un 73 por ciento de los fondos obtenidos mediante emisión de acciones en el año 2000.

Las empresas privatizadas han llevado a cabo entre los años 1997 y 2002 las ampliaciones de capital de mayor importe del mercado bursátil

CUADRO 9. Treinta mayores ampliaciones de capital realizadas en el mercado bursátil español entre 1990 y 2002

Fecha inicio	Fecha fin	Emisora	Efectivo desembolsado
07/07/1999	07/07/1999	Repsol Ypf, S.A.	4.646.400.000
12/07/2000	12/07/2000	Telefónica, S.A.	4.422.787.468
21/04/1998	21/04/1998	Banco Santander Central Hispano, S.A.	3.592.592.614
31/10/2000	31/10/2000	Terra Networks, S.A.	3.322.351.714
17/04/1999	17/04/1999	Banco Santander Central Hispano, S.A.	3.290.819.850
24/05/2000	24/05/2000	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	2.736.000.000
12/07/2000	12/07/2000	Banco Santander Central Hispano, S.A.	2.640.000.000
07/04/1998	07/05/1998	Telefónica, S.A.	2.566.463.462
31/01/2000	31/01/2000	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	2.427.320.332
29/08/2000	12/09/2000	Terra Networks, S.A.	2.200.000.002
15/04/1994	15/04/1994	Banco Español de Crédito, S.A.	2.061.000.000
17/07/1999	17/07/1999	Endesa, Sociedad Anónima	1.500.958.493
06/07/2000	06/07/2000	Telefónica, S.A.	1.440.517.188
17/05/2002	17/05/2002	Banco Santander Central Hispano, S.A.	1.100.218.080
20/12/2000	20/12/2000	Telefónica, S.A.	998.848.352
18/03/1998	17/04/1998	Banco Central Hispano Americano	984.559.306
29/11/2001	13/12/2001	Natra, S.A.	972.000.000
20/07/1999	20/07/1999	Repsol Ypf, S.A.	957.600.000
10/08/1999	10/08/1999	Cia. de Distribución Integral Logista, S.A.	911.942.312
21/12/2001	21/12/2001	Banco Santander Central Hispano, S.A.	899.999.991
19/06/1998	19/06/1998	Morinvest, S.A. SIMCAV	854.100.000
09/08/2000	09/08/2000	Telefónica, S.A.	825.893.205
14/07/2000	14/07/2000	Telefónica, S.A.	734.260.045
20/07/2001	20/07/2001	Telefónica Móviles, S.A.	685.324.366
12/07/2000	12/07/2000	Banco Santander Central Hispano, S.A.	675.000.000
25/06/2001	25/06/2001	Telefónica, S.A.	674.083.163
13/12/1999	13/12/1999	Altadis, S.A.	644.106.433
02/10/2000	02/10/2000	Centros Comerciales Carrefour, S.A.	595.980.000
18/12/2000	18/12/2000	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	568.541.350
01/06/1994	30/06/1994	Banco Santander Central Hispano, S.A.	539.939.168

Fuente: Elaboración propia.

español. De hecho, si consideramos las treinta mayores ampliaciones de capital llevadas a cabo entre el año 1990 y 2002, 14 han sido realizadas por empresas privatizadas. Este número asciende hasta 17 si se consideran las emisiones realizadas por Telefónica Móviles y Terra Networks.

Estos datos también se corresponden con la evidencia aportada en los análisis internacionales. Megginson y Netter (2001) muestran que las mayores emisiones de acciones que han tenido lugar entre 1987 y 1999 han sido de empresas privatizadas. Hasta mediados del año 2000 treinta de las treinta y cinco mayores emisiones mundiales habían sido realizadas por empresas privatizadas en diferentes países.

3.4. La estructura de propiedad de las empresas privatizadas: aumento del número de inversores

La evidencia de la contribución al desarrollo del mercado de capitales asociado a los procesos de privatización de empresas estatales se completa analizando los cambios registrados en la estructura de propiedad de estas empresas, al permitir la ampliación de la base de inversores que participan en el mismo.

La estructura de propiedad es un factor relevante en el análisis del diseño y eficacia de los mecanismos de gobierno de la empresa, condicionantes a su vez de la capacidad de creación de valor ante problemas de información y conflictos entre los múltiples grupos de interés en la empresa. Diferentes factores afectan al diseño y eficiencia de estos mecanismos. En particular su utilización viene condicionada por los niveles de concentración de la propiedad y de protección de los accionistas minoritarios que caractericen a los diferentes países o sistemas legales. Estas diferencias institucionales en los sistemas de gobierno afectarán a las relaciones entre los accionistas, a la eficiencia del Consejo de Administración y a la utilización del mercado de control para supervisar e incentivar las actuaciones de los directivos.

La privatización introduce cambios en la estructura de gobierno de la empresa afectada, que a su vez están condicionados por las características del sistema legal y los mercados financieros en que tienen lugar. De hecho, la forma en que el sistema legal proteja los derechos de los inversores es un determinante del éxito de la privatización para mejorar la eficiencia de la empresa, como así muestran Jeffrey Sachs, Clifford Zinnes y Yair Eilat (2000) y Simeon Djankov y Peter Murrell (2000a y b) para las economías en desarrollo. Rafael La Porta, Florencio López de Silanes; Andrei Shleifer y Robert Vishny (2000) presentan, por su parte, evidencia de que el gobierno de la empresa entendido en un sentido amplio y el sistema legal influyen significativamente sobre el tamaño y desarrollo del mercado de capitales y sobre la estructura de propiedad de las empresas.

De otro lado, también hay que considerar que las privatizaciones habitualmente son acompañadas de cambios en el sistema legal del país. Particularmente Jones, Megginson, Nash y Netter (1999) encuentran que los gobiernos tienden a retener una parte de los derechos de voto, incluso después de que una parte mayoritaria de los derechos de renta han sido transferidos. En muchos casos el gobierno retiene la acción de oro (*golden share*) que posibilita vetar determinadas fusiones, liquidaciones, venta de activos y otras situaciones especiales en la empresa.

Algunos estudios, Boutchokva y Megginson (2000), que han analizado la participación individual de inversores en empresas privatizadas ponen de relieve que el número de accionistas en las empresas privatizadas es significativamente mayor que el número de accionistas en empresas comparables no sometidas a procesos de privatización, aunque no observan estructuras estables de accionistas ya que el número de accionistas declina significativamente el primer año después de la emisión.

El papel de la estructura de propiedad y la protección del inversor en las empresas estatales después de su privatización ha sido analizado por Narjess Boubakri, Jean-Claude Cosset y Omrane Guedhami, (2003), documentando que el gobierno renuncia a su participación en beneficio de inversores individuales e institucionales tanto domésticos como extranjeros. También muestran, a partir del análisis de una muestra de 170 empresas privatizadas en un conjunto de 26 mercados emergentes, que la propiedad tiende a concentrarse y que las diferencias en los niveles de concentración entre países pueden explicarse por los niveles de protección del inversor y la estabilidad política y social. En el estudio citado se examinan cómo evoluciona el grado de concentración de la propiedad y la identidad de los propietarios.

De acuerdo con la información facilitada en los folletos de salida a Bolsa la participación por tipos de inversores se distribuye entre el tramo minorista general (un 47,5 por ciento de media) el tramo reservado a empleados (un 4,1 por ciento de media), el tramo institucional doméstico (un 17,8 por ciento de media) y el institucional internacional (un 30,5 por ciento de media). Se observa una clara intención de ampliar la base de inversores de estas empresas a favor tanto de inversores individuales como institucionales (véase Cuadro 10).

El Cuadro 10 muestra como transcurridos algunos años desde el inicio de las privatizaciones se ha producido un traspaso de la participación estatal, mayoritaria antes de la privatización, hacia inversores tanto domésticos como extranjeros y la situación en 2003 refleja, en consonancia con lo que ocurre con las empresas en el mercado español, un nivel de concentración de la propiedad elevado y una estructura accionarial caracterizado por la presencia de varios accionistas de referencia con capacidad de control de la empresa. Rafel Crespí y Miguel A. García-

Cestona (2002) señalan que la media de participación accionarial directa del mayor accionista para las empresas no financieras españolas es del 32,13 por ciento y si se incluyen las agrupaciones o bloques de voto estas cifras se elevan al 39,93 por ciento y si además se consideran las participaciones de otros grandes accionistas, vemos que en el caso español se supera rápidamente la línea del 50 por ciento.

CUADRO 10. Estructura de propiedad de las empresas privatizadas mediante OPV

ANTES PRIVATIZ.		DESPUÉS PRIVATIZACION (31/8/2003)	
ENCE			
SEPI	93,98%	Caixa Galicia	17,69%
Otros	6,02%	Zaragozano	9,57%
		Cajasturias	6,97%
		Bankinter	6,50%
		Portucel	5,20%
		Atalaya inversiones	5,01%
		Otros	49,07%
ENDESA			
SEPI	95,90%	Chase Nominees LTD	5,73%
Otros	4,10%	Caja Madrid	5,01%
		Caixa	5,00%
		SEPI*	0,58%
		Otros	83,67%
REPSOL			
SEPI	100%	La Caixa	10,03%
		Brandes Invt. Partners	9,37%
		Repinves, S.A.	6,10%
		Chase Nominees LTD	5,82%
		BBVA	5,14%
		Petroleos Mexican	5,00%
		Fidelity Intern. LTD	1,12%
		Otros	57,42%
BBVA (ARGENTARIA)			
SEPI	100,00%	Chase Nominees LTD	5,74%
		Otros	94,26%
TELEFÓNICA			
SEPI	30,71%	Chase Nominees LTD	6,80%
Otros	69,29%	BBVA	5,52%
		Otros	87,68%
GAS NATURAL			
SEPI	3,81%	La Caixa	26,37%
Otros	96,19%	Repsol YPF	25,02%
		Chase Nominees LTD	5,04%
		Holdering de Infraestruct.	5%
		Otros	38,57%
ACERALIA			
SEPI	52,80%	ARCELOR	95%

CUADRO 10. Estructura de propiedad de las empresas privatizadas mediante OPV (Cont.)

ANTES PRIVATIZACION		DESPUÉS PRIVATIZACION (31/8/2003)	
ALDEASA			
SEPI	72,73%	ALTADIS	30%
Otros	27,27%	Bestinver, sgiivc	5,22%
		Cajastur	5,00%
		Fidelity Intern. LTD	3,57%
		SEPI*	5,06%
		Otros	51,16%
ALTADIS (TABACALERA)			
SEPI minoritarios	51,09%	Chase Nominees LTD	15,69%
Otros	47,64%	Fidelity Intern. Limited	5,93%
	1,27%	Franklin Resources Inc	5,00%
		SEPI*	1,93%
		Otros	71,45%
INDRA			
SEPI	66,09%	Caja Madrid	10,50%
Otros	33,91%	Chase Nominees, LTD	5,01%
		Fidelity Intern. LTD	2,06%
		Otros	82,43%
RED ELÉCTRICA			
SEPI	31,50%	SEPI	28,50%
Otros	68,50%	Otros	71,50%
IBERIA			
SEPI	59,29%	British Airways& AA Holding	10%
Otros	40,71%	Caja Madrid	9,99%
		BBVA	7,30%
		Cia Distrib Integral Logista	6,70%
		Fidelity Intern. LTD	2,12%
		SEPI*	5,81%
		Otros	58,08%

* Green shoe no ejercitado.

En el Cuadro 10 y en los Gráficos 5, 6 y 7 que la representan se observa cómo las empresas privatizadas a través del mercado de capitales en España estaban participadas al inicio del proceso de forma mayoritaria por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, SEPI Los datos registrados, a finales de agosto de 2003, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores muestran que el proceso de desinversión pública a través de los mercados de capitales ha conducido a una situación en que dichas participaciones están ahora controladas por accionistas de referencia con participaciones distribuidas entre varios grupos de inversores de carácter institucional, con varios fondos de inversión nacionales e internacionales, así como participaciones cruzadas de empresas, al tiempo que existen unos niveles de *free-float* importantes en la mayoría de las empresas privatizadas. Asimismo después del proceso de privatización se han producido tres procesos de fusión como es el caso de Altadis (Tabacalera), BBVA (Argentaria) y Arcelor (Aceralia).

GRÁFICO 5. Estructura de propiedad empresas privatizadas (1985-2003)

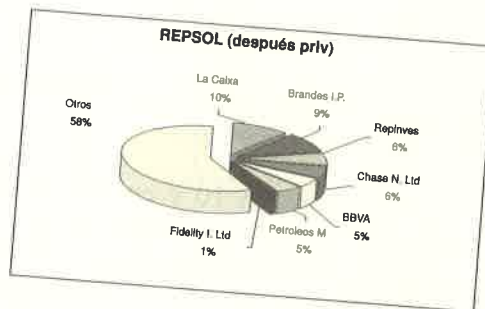
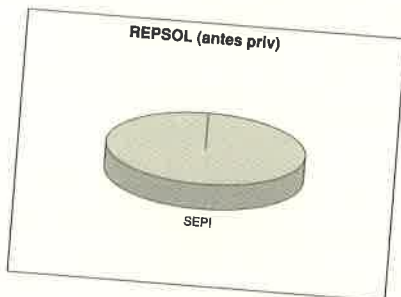
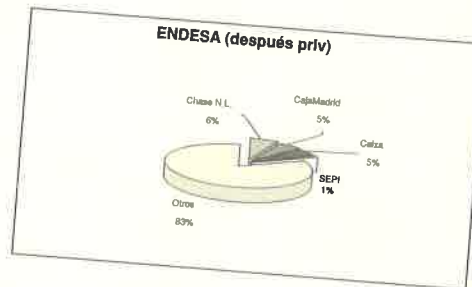
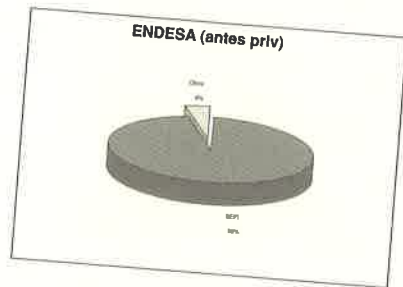
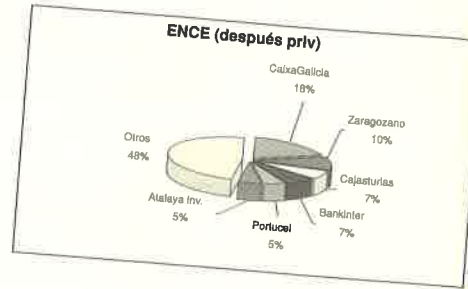
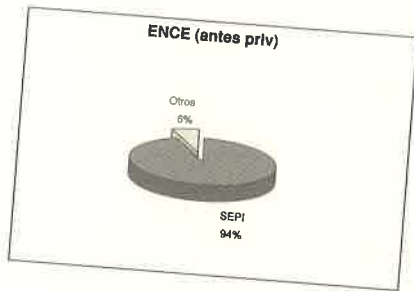
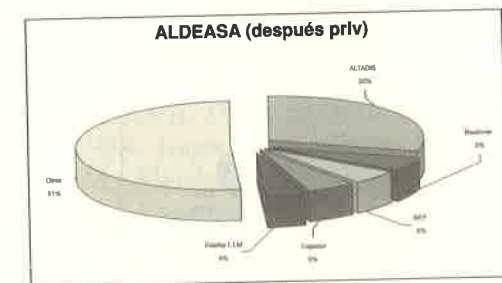
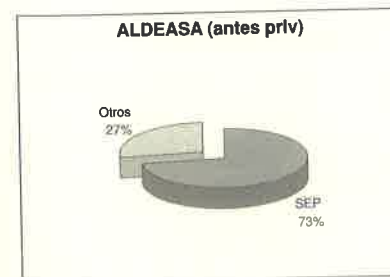
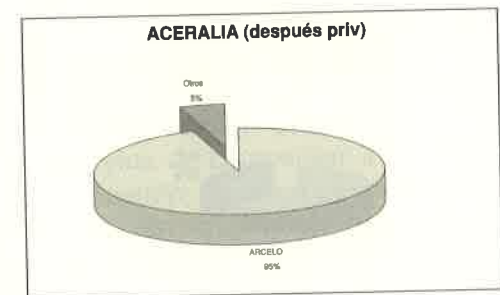
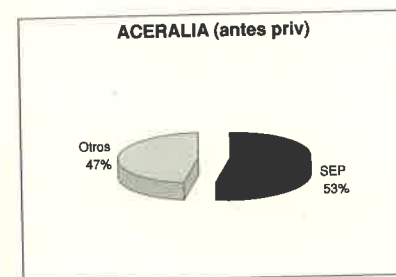
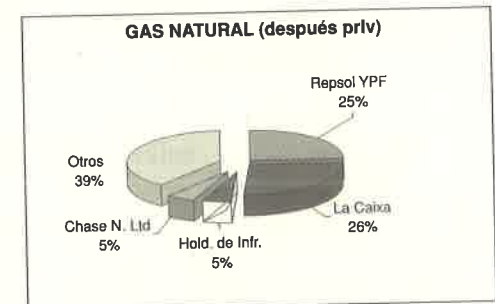
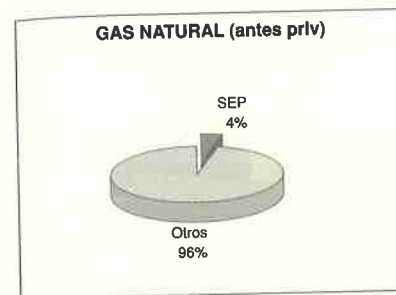
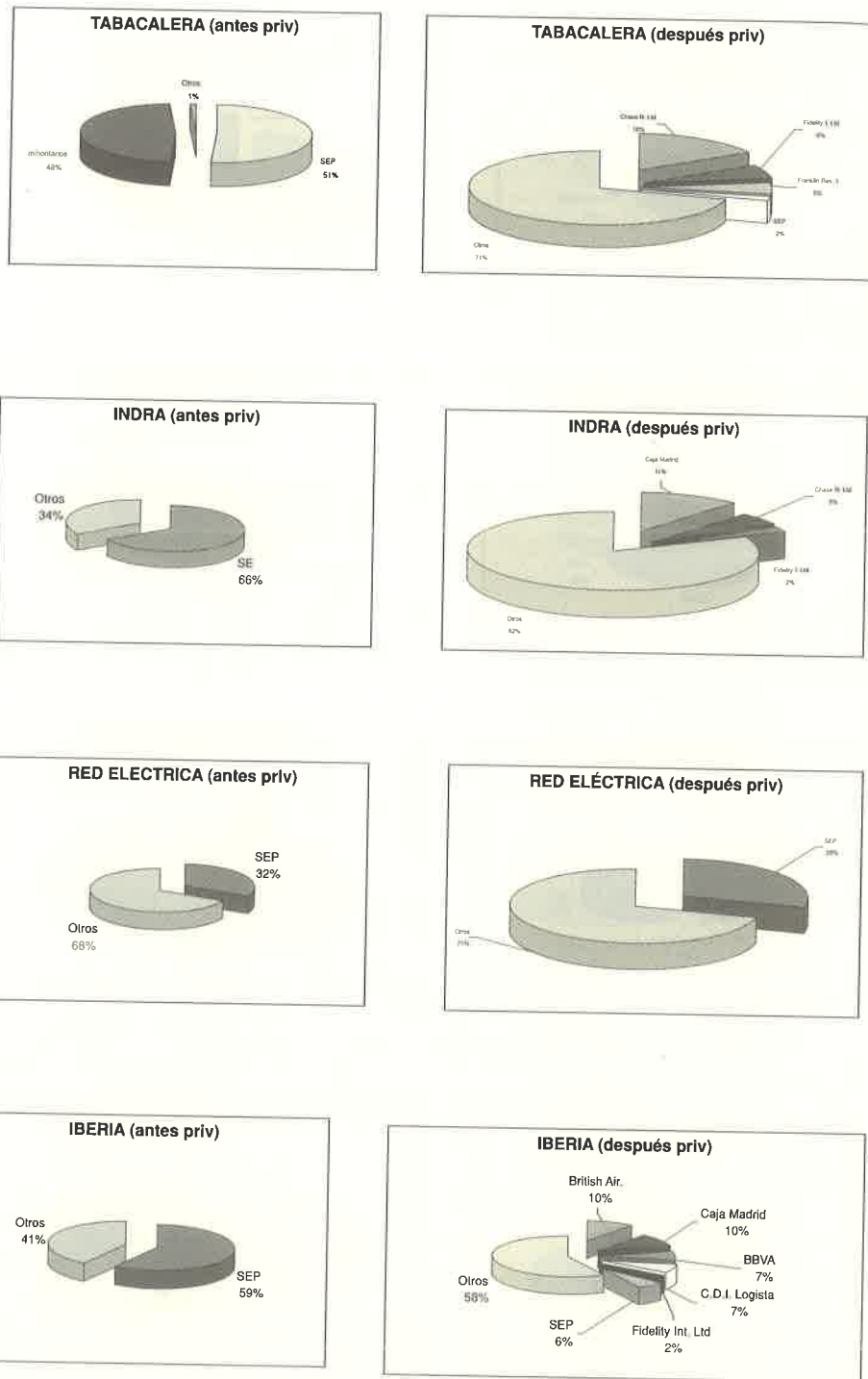


GRÁFICO 6. Estructura de propiedad empresas privatizadas (1985-2003)



PRIV
Ces
del
32,
cifra
pac
sufr

GRÁFICO 7. Estructura de propiedad empresas privatizadas (1985-2003)



4. VALORACIÓN POR EL MERCADO DE CAPITALES DE LAS SALIDAS INICIALES DE EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL

El análisis realizado sobre el impacto que en términos cuantitativos y cualitativos han tenido las privatizaciones mediante OPV sobre los mercados de capitales puede completarse analizando la valoración que el mercado lleva a cabo de las mismas y observando si se producen diferencias con respecto a la salida al mercado de empresas privadas.

La valoración que los mercados de capitales llevan a cabo de las salidas a cotización de las empresas se realiza a partir del examen de dos momentos. Por una parte, la valoración en el momento inicial, esto es, la rentabilidad que obtiene un inversor que compra las acciones privatizadas en la oferta pública al precio ofertado y las vende al final de primer día de negociación de las acciones. Por otra parte, se plantea el análisis de las rentabilidades a largo plazo.

4.1. Infravaloración inicial de las salidas a Bolsa

La evidencia empírica sustentada en numerosos estudios que han analizado la rentabilidad inicial de las salidas a bolsa (Ofertas Públicas Iniciales, OPIs) ha constatado que, por término medio, las acciones de las empresas han sido ofrecidas a los inversores a un precio considerablemente inferior al precio al que se han negociado posteriormente en el mercado de valores, calificando a esta situación de infravaloración inicial. A partir de los trabajos de Roger Ibbotson (1975) y Jay Ritter (1984) numerosos investigadores han puesto de manifiesto que en diferentes países y momentos el fenómeno de la infravaloración de las OPIs es un fenómeno generalizado asociado a una forma de compensar a los inversores ante la falta de información, para asegurar el mejor esfuerzo de los participantes en la operación, facilitar la distribución de los títulos y posibilitar una determinada estructura de propiedad, entre los principales argumentos que se observan en la literatura.

La infravaloración de las salidas iniciales también ha sido analizado en el caso de las privatizaciones de empresas estatales, examinando si las privatizaciones mediante oferta pública están infravaloradas y si las rentabilidades obtenidas por los inversores el día de inicio de cotización difieren de las encontradas para el sector privado (Kojo Menyal y Krishna Paudyal, 1996; Qi Huang y Richard M. Levich, 1998; Krishna Paudyal, Brahim Saadouni y Richard Briston, 1998; Jones, Megginson, Nash y Netter, 1999; Dongwei Su y Belton M. Fleisher, 1999; Ranko Jelic y Richard Briston 1999, 2003; Wolfgang Ausenegg, 2000; Seung-Doo Choi y Sang-Koo Nam, 1998; Alexander P. Ljungqvist, Tim Jenkinson y William J. Wilhelm, Jr., 2000).

Los resultados obtenidos van en la misma línea que para las empresas privadas, al constatar que la colocación de acciones en el mercado se realiza a un precio inferior al que se negocian posteriormente. Kathryn Dewenter y Paul H. Malatesta (1997) ponen de manifiesto las infravaloraciones iniciales para diferentes países, concluyendo que la infravaloración es mayor en las privatizaciones realizadas en mercados de capitales menos desarrollados, de acuerdo tanto con la mayor asimetría de información que les caracteriza como con el interés de los gobiernos por aumentar la participación de los inversores en el mercado. Así, como puede observarse en el Cuadro 11, la infravaloración inicial ajustada por el comportamiento del mercado varía entre un 0,3 por ciento en el caso de Canadá a un 53,7 por ciento en el caso de Malasia.

CUADRO 11. Evidencia internacional de la rentabilidad inicial de OPIs de privatizaciones

Países	N.º privatizaciones	Rentabilidad inicial sin ajustar de OPIs de privatizadas %	Rentabilidad inicial ajustada por el mercado de OPIs de privatizaciones %
Canadá	13	2,5	0,3
Francia	10	11,4	15
Hungría	10	14,9	14,1
Japón	3	16	14,8
Malasia	12	52,2	53,7
Polonia	19	50	44,4
Tailandia	4	46,6	51,9
Reino Unido	38	18	14,3

Fuente: Dewenter y Malatesta (1997).

La mayoría de los trabajos muestran por lo general menores niveles de infravaloración para las empresas públicas objeto de privatización en su salida a bolsa, aunque la evidencia internacional no es unánime en este sentido. Los argumentos propuestos para explicar estas diferencias en la valoración del mercado de las salidas a bolsa de empresas públicas y privadas se relacionan en gran medida con explicaciones basadas en la existencia de menores niveles de asimetría informativa para las empresas públicas, debido a su mayor tamaño y conocimiento por parte de los inversores. Los niveles varían en gran medida según los países que se consideren.

La comparación internacional muestra también evidencia mixta en cuanto a la mayor o menor infravaloración para empresas públicas o privadas ante el inicio de su cotización en el mercado de valores. Mientras Dewenter y Malatesta (1997), Huang y Levich (1998) y Choi y Nam (1998) no encuentran evidencia favorable a la existencia de una mayor infravaloración de las empresas privatizadas frente a las empresas privadas, sino que sugieren que los resultados difieren según los países. Sin

embargo, Ljungqvist, Jenkinson y Wilhelm (2000) documentan que las privatizaciones están más infravaloradas (en torno a 9 puntos porcentuales) que las empresas privadas para una muestra de 2.051 ofertas públicas iniciales de las cuales 185 correspondían a privatizaciones de 61 países (excluido EE.UU.).

Los estudios empíricos sobre las salidas a bolsa de empresas en el mercado español de capitales, a través de OPI y OPV, muestran la existencia de una infravaloración en el precio con el que se ofrecen las acciones en línea con los estudios internacionales, ya que se constatan, por término medio, subidas significativas de la cotización al terminar el día en que las acciones se contratan por primera vez en el mercado de valores. Entre los trabajos que han analizado la infravaloración inicial de las salidas a bolsa de empresas privadas en nuestro país podemos citar los trabajos de Xavier Freixas y Alejandro Inurrieta (1991), Pablo Fernández, Eduardo Martínez-Abascal y Ahmad Rahnema (1993), María J. Arcas y Francisco J. Ruiz (1999) y Susana Álvarez (2001). El primero de los trabajos pone de manifiesto que la infravaloración de las acciones de las empresas que salen a bolsa entre 1986 y 1990 es de un 22,4 por ciento. Por su parte, Arcas y Ruiz (1999) para una muestra de 17 empresas privadas en el periodo 1992-1997 constata que la infravaloración es de un 33,18 por ciento. El trabajo de Álvarez (2001) utiliza una muestra más amplia para el periodo 1986-1997 y documenta infravaloraciones iniciales en torno a un 11 por ciento. En definitiva, se pone de manifiesto la existencia de infravaloración en las salidas a bolsa de empresas privadas españolas, aunque los resultados varían según el momento temporal analizado ya que las salidas más alejadas en el tiempo ponen de manifiesto la necesidad de mayores infravaloraciones para asegurar el éxito de la salida.

— *La infravaloración inicial en las salidas a bolsa de empresas públicas españolas*

El análisis de la infravaloración en las salidas a bolsa de las empresas públicas privatizadas utiliza los mismos argumentos que en el caso de empresas privadas es decir, la existencia de asimetrías informativas por parte de los inversores que aconseja una reducción en el precio, asegurar el mejor esfuerzo por parte de los participantes en el proceso de colocación y un argumento adicional para explicar la existencia de infravaloración en el caso de empresas de propiedad estatal es la posibilidad de que los gobiernos utilicen el precio como un medio de fomentar la participación de los inversores en los mercados de capitales, tratando de lograr una reputación y una confianza en el proceso privatizador que facilite la colocación de acciones en momentos futuros.

El periodo que abarca nuestro estudio es de 1985 a septiembre de 2003. En este periodo se privatizan 13 empresas a través del mercado de valores español, en una o varias fases, mediante 8 ofertas públicas iniciales y 19 ofertas de acciones subsiguientes. Diferenciamos en nuestro análisis las OPIs y las OPVs, dado que una de las razones para la existencia de infravaloración de las ofertas públicas se relaciona con la asimetría de información entre quien fija el precio de la oferta y los inversores, por lo que cabe esperar que la valoración del proceso sea distinto en cada caso, ya que mientras en las OPV existe la referencia de las acciones de la empresa que ya cotizan, para las OPIs la asimetría de información en el mercado cabe esperar que sea mayor, ya que aún no existen referencias de cotización previa del título en el mercado de valores, pues supone su salida inicial al mercado.

La legislación española no impone una fórmula concreta para la asignación de los títulos que empiezan a cotizar en Bolsa y no plantea exigencias tampoco en cuanto a la forma de adjudicación a utilizar, únicamente requiere la incorporación en el folleto de emisión de información sobre la misma. Los folletos de emisión y posteriores comunicaciones sobre la emisión permiten identificar el precio fijado en la oferta así como la fecha de fijación del mismo y el día que los títulos comienzan a cotizar en el mercado. La rentabilidad del día de inicio de cotización se corrige por la propia evolución del mercado para evitar incluir en el análisis la reacción que observan todos los títulos del mercado ese día y que no está asociado con la evolución de la empresa.

$$R_{ia} = R_i - R_m$$

$$R_i = (P_{ic} - P_{io}) / P_{io}$$

donde, R_{ia} es la rentabilidad inicial ajustada por la rentabilidad del mercado, R_i es la rentabilidad inicial, esto es, la rentabilidad de las acciones de la empresa privatizada i en su primera sesión de contratación, P_{ic} es el precio de cierre del título i en su primera sesión de contratación, P_{io} es el precio de oferta de la acción para el tramo minorista y R_m es la rentabilidad del IGBM entre el día de fijación del precio de la oferta y el cierre de la primera sesión de contratación.

Para las OPV subsiguientes, el ajuste por la rentabilidad del mercado en su primera sesión de contratación tras la privatización se realiza eliminando del índice el título objeto de privatización⁵. En concreto estimamos:

$$R_{ia} = R_i - R_{ma}$$

$$R_{ma} = (R_m - x_i \cdot R_n) / (1 - x_i)$$

⁵ La finalidad es evitar el sesgo en las estimaciones que puede tener lugar por la elevada ponderación que el título pueda tener en el índice.

donde, R_{ia} es la rentabilidad inicial ajustada, R_i es la rentabilidad inicial de la OPV, R_{ma} es la rentabilidad del mercado ajustada, R_m es la rentabilidad del IGBM entre el día de fijación del precio de la oferta y el cierre de la primera sesión de contratación, x_i es la ponderación del título objeto de la OPV en el IGBM en ese momento y R_n es la rentabilidad entre el día de fijación del precio de la oferta y el cierre de la primera sesión de contratación de las acciones de la empresa objeto de privatización que ya están negociándose en el mercado (acciones no ofertadas).

En el Cuadro 12 se muestra la rentabilidad inicial de las privatizaciones a través de OPI, así como la rentabilidad corregida por la evolución del mercado en el periodo entre la fijación del precio de la oferta y el inicio de su cotización. Por lo que se refiere a la rentabilidad inicial corregida por el mercado, la media se sitúa en el 5 por ciento pero la mediana es del 2,31 por ciento. Se observan claras diferencias entre empresas y asociadas también al momento en que tiene lugar la salida. Así las más alejadas en el tiempo, Ence, Repsol y Argentaria los porcentajes de infravaloración son mucho más elevados del 3,7 por ciento, 17,7 por ciento y 13,4 por ciento respectivamente que en otros casos más recientes como Aldeasa, Indra o Iberia. En el caso de las tres primeras señaladas también se produce un rasgo diferenciador y es que existirán colocaciones subsiguientes en momentos posteriores por tanto el aumento en la infravaloración puede venir asociado a la necesidad de transmitir información a los inversores para garantizar el éxito en futuras colocaciones⁶.

Las rentabilidades iniciales de las privatizaciones mediante OPIs son inferiores a la rentabilidad media inicial puesta de manifiesto para las empresas privadas españolas de alrededor del 11 por ciento de media, aunque se observa el mismo comportamiento en las salidas más cercanas en el tiempo, donde este hecho unido al mayor desarrollo de los mercados refleja menores infravaloraciones iniciales.

La menor infravaloración obtenida para las salidas iniciales de empresas públicas concuerda con la menor asimetría de información que cabe esperar en la privatización de estas empresas frente a las salidas de empresas privadas, asociada al mayor tamaño y mejor conocimiento previo por parte de los inversores de las empresas públicas. Como documenta Álvarez (2000) la edad media en la historia operativa de las empresas privatizadas a través de Bolsa es de 21 años. La diferencia en el nivel de infravaloración según el periodo considerado es consecuente con argumentos basados en el interés de fomentar la participación de los inversores en el mercado de capitales facilitando con ello posteriores operaciones,

⁶ Estos resultados son coincidentes con los obtenidos por Arcas y Ruiz (1999 y 2000) y Álvarez (2000), que constatan rentabilidades iniciales del 5,40 por ciento, del 12,54 por ciento y del 15,74 por ciento para unas muestras correspondientes, respectivamente, a empresas públicas que fueron privatizadas en los periodos 1992-1997, 1986-1997 y 1985-1997.

CUADRO 12. Infravaloración de las OPIs de empresas privatizadas en España. Periodo 1985-2003

Empresa	Relación esperada con el % de infravaloración inicial		N.º días entre fijación precio oferta e inicio de cotización	Antigüedad de la privatización (OPI)	Sector	Regulación	Tamaño de la oferta (millones euros)		% ofrecido a empleados	% ofrecido a inversores extranjeros
	+	-					% propiedad el Estado mantiene	% ofrecido		
	% Rentabilidad del título el día inicio cotización	% Rentabilidad inicial corregida por la rentabilidad del mercado								
Ence	14,02	3,71	43	1988	Papel		106	48	0,7	0
Repsol	20,00	17,69	21	1989	Petróleo	Sí	640	74	9,7	34,7
Argentaria	11,32	13,41	19	1993	Banca	Sí	664	75	9,8	39,3
Aceralia	1,22	-0,24	2	1997	Siderurgia		825	0	1,7	20,4
Aldeasa	0,48	1,79	1	1997	Distribuc.		274	5	0,7	50
Indra	0,77	2,83	1	1999	Tecnol. Inform.		419	0	3,9	35
Red Eléctrica	-1,63	-1,01	1	1999	Eléctricidad	Sí	341	25	0,7	40
Iberia	-1,68	1,31	2	2001	Transp. Aereo		527	5	5,6	25
Media	5,56	4,94								
Mediana	1,00	2,31								

Fuente: elaboración propia.

así como también con la mayor asimetría de información y el menor desarrollo de los mercados de capitales que caracteriza las primeras etapas del proceso privatizador.

La variabilidad observada en las rentabilidades iniciales a lo largo del periodo plantea la necesidad de profundizar en las características que pueden motivar estas diferencias. Las explicaciones o determinantes de la rentabilidad inicial de las privatizaciones podemos agruparlas básicamente en torno a variables relacionadas con la asimetría de información y a la búsqueda de otros objetivos como la contribución al desarrollo de los mercados de capitales y la ampliación de la base de inversores. El hecho de que el Estado, propietario de los títulos, y los agentes asesores que fijan el precio de la oferta estén mejor informados que los inversores hace suponer que la infravaloración sea mayor cuanto mayor sea la asimetría de información y que la elección de la fórmula idónea de salida recoja el tipo de accionista al que se desea acceder. Por ello cabe esperar distintos niveles de infravaloración inicial en función de:

a) Mayor infravaloración para las OPIs de propiedad estatal más alejadas en el tiempo, pues la incertidumbre en el mercado de valores acerca de las características de los procesos de privatización será mayor en los años en que se comienzan estos procesos y mayor la necesidad del Estado de atraer el interés y la participación de los inversores para asegurar la colocación de posteriores operaciones. En el Cuadro 12 se observa que las salidas más alejadas en el tiempo muestran infravaloraciones superiores, es el caso de Ence, Repsol y Argentaria.

b) Cuanto mayor sea el tiempo entre la fijación del precio y el inicio de la contratación mayor sea la rentabilidad inicial de la OPI, pues la incertidumbre es mayor (Randolph Beatty y Jay Ritter, 1986, David C. Mauer y Lemma W. Senbet, 1992) y por lo tanto el precio debe ser lo suficientemente bajo para asegurar que en el tiempo que media entre la oferta y la salida no se produzcan situaciones que pongan en peligro el éxito de la operación. Igualmente en el Cuadro 12 se refleja que el número de días entre la fijación del precio y el inicio de la cotización ha ido descendiendo a lo largo del periodo pasando de 43 días en el caso de la primera oferta de Ence en 1988 a 2 días en el caso de Iberia en el 2001. Este no es un rasgo diferenciador únicamente de las empresas de propiedad estatal privatizadas pues se observa idéntica evolución en las salidas de empresas privadas.

c) Mayor rentabilidad inicial para privatizaciones de empresas en sectores regulados, pues es mayor la incertidumbre respecto a la implementación futura de la regulación y a la influencia del gobierno en dichas empresas (Dewenter y Malatesta, 1997). Repsol y Argentaria, en sectores regulados, presentan mayores rentabilidades iniciales que otras empresas privatizadas.

d) Relación negativa entre la rentabilidad inicial y el tamaño de la oferta (Beatty y Ritter, 1986) así como mayor infravaloración de la privatización cuanto mayor sea la parte de la empresa que el estado mantenga como propiedad. Relación que se observa en los casos de salida inicial de Ence, Repsol y Argentaria.

Si se analiza la distribución de la colocación de las privatizaciones mediante OPI según el tipo de inversor se observa que la colocación media entre inversores institucionales es del 48,3 por ciento mientras que el tramo minorista alcanza el 51,6 por ciento. Como señala Álvarez (2000) son los inversores minoristas quienes recogen la mayor parte de los beneficios de las privatizaciones con mayor infravaloración en consonancia también con los incentivos específicos establecidos entorno a la existencia de descuentos explícitos respecto al precio de venta institucional para los inversores minoristas o para grupos específicos como empleados.

Las ocho salidas a bolsa iniciales comentadas hasta el momento constituyeron el inicio del proceso de privatización que fue posteriormente completado con ventas sucesivas en subsiguientes OPVs, registrándose 19 colocaciones subsiguientes a lo largo del periodo. La evidencia empírica

CUADRO 13. Infravaloración de las OPV subsiguientes de empresas privatizadas en España. Período 1985-2003

Empresa	Año privatización	Rentabilidad de las acciones ofertadas el día inicio cotización %	Rentabilidad inicial corregida por la rentabilidad del mercado %
Gesa	1986	nd	nd
Endesa	1988	nd	nd
	1994	-0,78	0,874
	1997	5,30	2,62
	1998	-2,88	-1,07
Repsol	1993	1,83	2,08
	1994	nd	nd
	1995	5,57	5,88
	1996	5,98	5,77
	1997	4,08	2,71
Argentaria	1993	7,78	6,49
	1996	4,53	4,98
	1998	3,20	1,66
Telefónica	1995	1,55	2,15
	1997	3,89	4,06
Ence	1995	3,23	2,79
	2001	0,67	1,24
Gas Natural	1996	1,46	0,12
Altadis	1998	0,85	-2,28
Media		2,89	2,50
Mediana		3,22	3,39

nd: datos no disponibles.
Fuente: elaboración propia.

internacional encuentra para este tipo de operaciones niveles de infravaloración inferiores a los de las ofertas públicas iniciales (Huang y Levich, 1998; Jones, Megginson, Nash y Netter, 1999), explicables por las menores asimetrías de información. El Cuadro 13 muestra los resultados que hemos obtenido para las empresas privatizadas que se colocan en sucesivas operaciones el mercado español.

La rentabilidad media inicial de las OPV de empresas privatizadas está en torno al 2,5 por ciento de media, resultado similar al encontrado en otros trabajos españoles para una muestra de empresas privadas y públicas (Arcas y Ruiz, 1999). El análisis de estos resultados que muestran en media rentabilidades inferiores a las obtenidas en las salidas iniciales aunque con menores dispersiones en los datos, la mediana es de 3,39 por ciento, y nos conducen a explicaciones basadas en reputación e información asimétrica que predicen mayores rentabilidades iniciales en ofertas públicas iniciales frente a colocaciones subsiguientes. Por una parte, el emisor/Estado desea construir una reputación, para lo cual infravalora más las primeras colocaciones. Por otra parte, la asimetría de información también pronostica que la infravaloración esperada será mayor para ofertas de mayor riesgo y dado que en las colocaciones subsiguientes la incertidumbre es menor, pues el título ya se negocia en el mercado de capitales y existe una referencia de su valor en su cotización, cabe esperar menor infravaloración.

4.2. Rendimiento a largo plazo de las empresas privatizadas

El análisis de la valoración del mercado de las empresas públicas privatizadas debe abordarse teniendo en cuenta la evaluación que el mercado bursátil realiza de estos procesos en el largo plazo. Desde el artículo pionero de Jay Ritter (1991) la investigación ha puesto especial atención en la estimación de la evolución a largo plazo de las inversiones y en la mayoría de los casos se obtienen rentabilidades negativas para las acciones de empresas privadas que han llevado a cabo salidas a bolsa o emisiones subsiguientes.

Por lo que respecta a la privatización de empresas públicas, estudios internacionales comparados como los realizados por Boubakri y Cosset (2000) y Enrico Perotti y Pieter van Oijen (2000) documentan rentabilidades positivas y significativas a largo plazo en diferentes países que son consistentes con una valoración positiva de las privatizaciones de empresas públicas por parte del mercado bursátil⁷. Este resultado contrasta con

⁷ Véanse, también, Mario Levis (1993); Reena Agarwal, Ricardo Leal y Leonardo Hernández (1993); Kojo Menyal, Krishna Paudyal y Charles Inyangete (1995); Jelic y Briston (1999 y 2003); Stephen R. Foerster y G. Andrew Karolyi (2000); Paudyal, Saadouni y Briston (1998); Ausenegg (2000); Richard Davidson (1998); William Megginson, Robert Nash; Jeffrey Netter y Adam Schwartz (2000); Anthony E. Boardman y Claude Laurin (2000); y Dewenter y Malatesta (2001).

la evidencia relativa al estudio de largo plazo para las empresas privadas que han constatado internacionalmente la existencia de una rentabilidad negativa y significativa, como así muestran Ritter (1991), Mario Levis (1993), Tim Loughran y Jay R. Ritter (1995) y Ljungqvist (1997).

Procedemos a continuación a estimar la rentabilidad a largo plazo de las inversiones realizadas en empresas de propiedad estatal que salen al mercado de capitales. Dado el largo espacio temporal desde la realización de las primeras privatizaciones y el hecho de que varias de las mismas se hayan realizado no en una sola fase sino a través de sucesivas colocaciones, estimamos los rendimientos extraordinarios a largo considerando o bien la fecha inicial de salida cuando el proceso se llevaba a cabo en una sola fase (Aceralia, Aldeasa, Red Eléctrica e Iberia), o bien el último tramo privatizado cuando se realiza en varias fases (en el resto de los casos). Consideramos un horizonte de tres años y estimamos la rentabilidad a largo plazo, entendida como rentabilidades de comprar y mantener (*Buy and Holding Returns*, BHRs) (Brad M. Barber y John D. Lyon, 1997), a partir del cálculo de rentabilidades mensuales que son capitalizadas hasta el horizonte considerado, tres años, y ajustadas por la rentabilidad esperada que se obtendría con una inversión en un índice de referencia:

$$BHAR_{i,T} = \left[\prod_{t=t_i}^{T_i} (1 + R_{it}) - 1 - \prod_{t=t_i}^{T_i} (1 + E(R_{it})) - 1 \right]$$

donde R_{it} es la rentabilidad del título i en el mes t ajustado por dividendos y otras operaciones financieras, T es el plazo considerado en este caso 3 años, t_i es la fecha del primer precio de cierre después de la privatización y $E(R_{it})$ es la rentabilidad esperada. En este trabajo se han considerado dos alternativas para determinar la rentabilidad esperada: el Índice General (IGBM)⁸ y el Índice Sectorial correspondiente de la Bolsa de Madrid. Las rentabilidades a tres años de las empresas privatizadas y de ambas referencias se recogen en el Cuadro 14, junto con los diferenciales de rentabilidad.

Los resultados ponen de manifiesto que a largo plazo se evidencia un exceso de rentabilidad de las empresas privatizadas respecto al Índice General de la Bolsa y a los Índices sectoriales respectivos, exceso que muestra una mediana de un 19,93 por ciento para el IGBM y si se toma como referencia los índices sectoriales el diferencial es de un 12,72 por ciento. En los procesos de privatización analizados, Endesa, Aceralia y

⁸ Alternativamente, la rentabilidad anormal podría haberse estimado tomando como referencia carteras formadas en función de características generadoras de rentabilidad o empresas control.

CUADRO 14. Rentabilidad a largo plazo de las empresas privatizadas en España. Período 1985-2003

Empresa	Año finalización privatización	Años duración proceso privatización	Rentabilidad l.p. 3 años %	Diferencial de rentabilidad respecto IGBM %	Diferencial de rentabilidad respecto al Índice Sectorial %
Ence	2001	13	10,41	33,64	16,73
Endesa	1998	10	-24,16	-22,36	-37,73
Repsol	1997	8	97,98	-8,20	23,13
Argentaria	1998	5	76,43	59,25	36,04
Telefónica	1997	3	380,25	248,97	68,77
Gas Natural	1996	Fase única	78,44	-66,83	-16,67
Aceralia	1997	0,5	-19,49	-60,76	-10,42
Aldeasa	1997	Fase única	-18,60	-40,55	8,34
Tabacalera	1998	Fase única	-23,79	-32,61	2,9
Indra	1999	Fase única	132,27	136,62	103,97
Red Eléctrica	1999	Fase única	50,55	079,59	52,15
Iberia	2001	1	51,28	68,53	48,87
Mediana				19,93	12,72
Media				24,67	32,94

Fuente: elaboración propia.

Tabacalera, obtienen rentabilidades negativas en el horizonte temporal de tres años considerado; en los dos últimos casos se corresponde con una rentabilidad negativa también en el respectivo Índice Sectorial, de forma que solamente en tres casos, Endesa, Gas Natural y Aceralia, la rentabilidad a largo está por debajo de la obtenida por el respectivo índice sectorial en el mismo periodo. En el resto de empresas privatizadas se producen excesos de rentabilidad en relación a su sector de referencia, es decir un inversor que ha comprado en el momento inicial (en los casos de Aldeasa, Aceralia, Red Eléctrica e Iberia) o en la última de las salidas subsiguientes (en el resto de casos) y mantiene el valor en su cartera durante tres años habría obtenido un exceso de rentabilidad sobre una inversión en el Índice Sectorial.

Evidencia en este mismo sentido puede obtenerse a partir de los índices de privatizaciones elaborados por el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP). Estos índices se construyen a partir de una cartera de valores formada por las trece OPVs de empresas públicas entre diciembre de 1996 y julio de 2001, por lo tanto no recogen todas las salidas.

Los resultados se reflejan en el Cuadro 15, los índices contruidos muestran que las privatizaciones han registrado un comportamiento más favorable que el del mercado bursátil español. Así, mientras que un inversor minorista que hubiese acudido a todas las OPVs de empresas públicas desde 1996, habría obtenido una rentabilidad acumulada del 12,2 por ciento anual hasta el primer trimestre de 2003, si consideramos

CUADRO 15. Rentabilidad acumulada anualizada (%) de los índices de privatizaciones frente al Mercado Bursátil Español

Año	IBEX-35	Fondos Renta Variable	CCP1 (institucional)	CCP2 (minorista)	CCP1-pond (institucional)	CCP2-pond (minorista)
1997	54,3	42,5	37,7	43,0	53,3	62,1
1998	43,1	39,4	42,5	47,5	51,3	58,4
1999	34,5	35,4	31,2	35,7	36,8	41,1
2000	17,7	19,9	22,2	24,3	24,0	27,0
2001	12,1	13,8	18,1	19,8	19,0	21,5
2002	4,2	6,7	12,3	13,8	10,5	12,9
2003*	3,6	5,4	11,2	12,7	9,9	12,2

* Datos a marzo de 2003.

Fuente: Consejo Consultivo de Privatizaciones. Informe de Actividades 2002-Actualización primer trimestre 2003.

el índice ponderado y de un 12,7 por ciento en el caso del índice sin ponderar. Durante el mismo periodo la rentabilidad proporcionada por el IBEX-35 ha alcanzado únicamente un 3,6 por ciento y el índice de fondos de inversión un 5,4 por ciento. Por otra parte, un inversor institucional habría obtenido una rentabilidad acumulada ligeramente inferior a la obtenida por el inversor particular, ya que en su caso las rentabilidades acumuladas han sido del 9,9 por ciento y del 11,2 por ciento anual, respectivamente según se ponderen en función de los ingresos cada una de las privatizaciones o se equiponderen. Las diferencias en la rentabilidad de los índices de empresas privatizadas con respecto al mercado bursátil en su conjunto se han agrandado en épocas de descensos bursátiles, poniendo de manifiesto que las empresas privatizadas se han visto menos afectadas que la media del mercado por un entorno bursátil desfavorable⁹.

Es preciso señalar que la determinación de los rendimientos a largo plazo es muy sensible a la metodología y a las hipótesis de trabajo utilizadas en su elaboración, ello no obstante, tanto los índices obtenidos por el Consejo Consultivo de Privatizaciones como las estimaciones realizadas en este trabajo muestran un comportamiento diferenciado respecto a los resultados obtenidos para empresas privadas evidenciando un mejor comportamiento a largo plazo de las inversiones realizadas en empresas de propiedad estatal que salen al mercado de valores. Este hecho completa la información proporcionada sobre los menores descuentos iniciales para las privatizaciones y constituyen características diferenciadores de estos procesos de salida a Bolsa.

⁹ El hecho que el índice de privatizaciones ponderado presente un mejor comportamiento que el equiponderado se explica por la mayor rentabilidad que han mostrado las empresas privatizadas de mayor tamaño hasta el año 2001. Sin embargo, esta tendencia se ha invertido en el año 2002, en línea con un mejor comportamiento de las empresas de menor tamaño.

5. CONCLUSIONES

El volumen de ingresos que representa el proceso de privatización de empresas de propiedad estatal y los cambios rápidos e importantes que el proceso ha introducido en las economías y en particular su contribución al desarrollo de los mercados de capitales son una llamada de atención para el análisis en profundidad de estos procesos y su efecto sobre la amplitud y profundidad de los mercados, como mecanismo que posibilita la reducción del riesgo e incentiva el desarrollo del marco institucional y regulatorio.

El análisis de las privatizaciones se asienta sobre dos bases de datos: cuantitativos y cualitativos. Los cuantitativos tienen que ver con el número de empresas privatizadas, con el volumen de desinversiones del estado o los ingresos obtenidos en ese proceso. En cambio, los aspectos cualitativos se miden preferentemente en términos de los factores que pueden impulsar que unos países hayan privatizado más que otros, poniendo el acento en la búsqueda de posibles explicaciones a la persistencia de privatizaciones parciales, en los determinantes de la elección del procedimiento de venta, así como su contribución al impulso de los mercados de capitales y a su capacidad para incentivar el desarrollo del marco institucional, legal y económico de un país.

En este trabajo hemos presentado la contribución de los procesos de privatización en las dos últimas décadas, y particularmente en los últimos diez años, al desarrollo y crecimiento de los mercados de capitales españoles. Las privatizaciones influyen tanto sobre los indicadores de mercado asociados al aumento de la actividad, medida en términos de la parte del PIB que representa la capitalización bursátil, magnitud que en España se ha triplicado en la última década, como también influyen sobre la liquidez y el aumento del volumen de negociación y contratación bursátiles. Al mismo tiempo los procesos de privatización han propiciado una mayor presencia de inversores individuales e institucionales en el accionariado de las empresas que han canalizado su ahorro a través de los mercados de valores.

Los datos ponen de manifiesto que la capitalización bursátil se ha multiplicado por cuatro en la última década hasta alcanzar un 80,5 por ciento del PIB en el 2002, mientras que la participación del Estado se redujo desde un 16,6 por ciento de dicha capitalización en 1992 hasta el 0,43 por ciento en 2002. Las empresas privatizadas en España suponen aproximadamente un 30 por ciento de la capitalización bursátil y más del 58 por ciento del volumen negociado en 2002 corresponde a empresas privatizadas, que ocupan los primeros puestos de liquidez del mercado y han protagonizado las ampliaciones de capital de mayor importe del mercado bursátil español. La base de inversores también se ha ampliado

notablemente tras la privatización produciéndose el traspaso de la participación estatal hacia inversores institucionales tanto domésticos como extranjeros, la entrada de otras empresas privadas en el capital y unos niveles de free-float elevados en la mayoría de las empresas privatizadas.

Entre 1985 y 2003 se han privatizado trece empresas a través del mercado de capitales, mediante oferta pública de venta, que han supuesto el 90 por ciento del total de ingresos obtenidos por el Estado en ese periodo. El análisis de la valoración que realiza el mercado de esas operaciones evidencia que las empresas de propiedad estatal han registrado, en los procesos de salida a Bolsa, un comportamiento similar a las empresas privadas en su acceso al mercado de capitales, pero con menores, en términos generales, niveles de infravaloración inicial, que pueden asociarse al tamaño, reputación y confianza por parte de los inversores, así como al menor riesgo que las caracteriza. La infravaloración inicial, en todo caso, ha disminuido a lo largo del tiempo al consolidarse el desarrollo del propio mercado y avanzar en el proceso privatizador. Esta menor infravaloración propicia la obtención de mayores ingresos por el Estado en el proceso de desinversión conforme avanza el proceso y la necesidad de realizar menor descuento en el precio para facilitar la participación de los inversores. Se registra también mejor comportamiento en el mercado de las rentabilidades obtenidas a largo plazo para las empresas privatizadas, aunque la evidencia en este sentido no es concluyente debido a los importantes problemas metodológicos asociados.

BIBLIOGRAFÍA

- Aggarwal, Reena; Ricardo Leal y Leonardo Hernández (1993): "The aftermarket performance of Initial Public Offerings in Latin America". *Financial Management* 22, pp. 43-53.
- Álvarez, Susana (2000): "Las privatizaciones españolas mediante oferta pública inicial". *Actualidad Financiera*, abril, pp. 17-31.
- Álvarez, Susana (2001): "El efecto de las señales informativas en la valoración de salidas a bolsa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 108, pp. 409-454.
- Arcas, María José y Francisco J. Ruiz (1999): "Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones en el mercado español: privatizaciones frente a no privatizaciones". *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 4 julio-diciembre, pp. 325-347.
- Arcas, María José y Francisco J. Ruiz (2000): "Las privatizaciones en el mercado bursátil español: reacciones de precios y volúmenes de contratación". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 29, n.º 104, pp. 321-344.

- Argimon Isabel; Concha Artula y José Manuel González-Páramo (1997): "Empresa pública y empresa privada. Titularidad y eficiencia relativa", *Servicio de Estudios del Banco de España*.
- Aussenegg, Wolfgang (2000): "Privatization versus private sector initial public offerings in Poland". *Working paper, Vienna U. Technology*.
- Bailey, Elizabeth (1986): "Price and Productivity Change following deregulation: the US experience", *Economic Journal* 96, pp. 96-117.
- Barber, Brad M. y John D. Lyon (1997): "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics". *Journal of Financial Economics* 43, pp. 341-372.
- Beatty, Randolph y Jay Ritter (1986): "Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Economics* 15, pp. 213-232.
- Bel, Germa (1998): "Los costes financieros de la privatización en España". *Información Comercial Española*, 772, pp. 125-144.
- Biais, Bruno y Enrico Perotti (2002): "Machiavellian privatization". *American Economy Review* 92, 1, pp. 240-258.
- Bishop, Matthew R. y John A. Kay (1989): "Privatization in the United Kingdom: lessons from experience", *World Development*, 643-657.
- Boardman, Anthony E. y Claude Laurin (2000): "Factors affecting the stock price performance of share issue privatisations". *Applied Economics* 32, 11, pp. 1451-1464.
- Bortolotti, Bernardo; Marcella Fantini y Carlo Scarpa (2000): "Why do governments sell privatised companies abroad?, working paper, Fondazione ENI-Enrico Mattei, Milan.
- Bortolotti, Bernardo; Marcella Fantini y Domenico Siniscalco (1999): "Privatisation: politics, Institutions and financial markets," working paper, Fondazione ENI-Enrico Mattei, Milan.
- Boubakri, Narjess y Jean-Claude Cosset (1998): "The financial and operating performance of newly-privatized firms: Evidence from developing countries". *Journal of Finance* 53, pp. 1081-1110.
- Boubakri, Narjess y Jean-Claude Cosset (2000): "The aftermarket performance of privatisation offerings in developing countries". *Working paper, Ecole des HEC, Montreal*.
- Boubakri, Narjess; Jean-Claude Cosset y Omrame Guedhami (2003): "Postprivatization Corporate Governance: the role of ownership structure and investor protection", Working paper, Fondazione ENI-Enrico Mattei, Milan.
- Boutchkova, Maria K. y William L. Megginson (2000): "The impact of privatization on capital market development and individual share ownership". *Financial Management*, 29:1, pp. 67-77.
- Boycko, Maxim; Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1996): "A theory of privatization", *Economic Journal*, vol. 106, pp. 309-319.

- Choi, Seung-Doo y Sang-Koo Nam (1998): "The short-return performance of IPOs on privately and publicly owned firms: international evidence". *Multinational Finance Journal*, 2, 3, pp. 225-244.
- Consejo Consultivo de Privatizaciones (2001): Informe, Cinco años de Actividad.
- Consejo Consultivo de Privatizaciones (2002): Informe de Actividad.
- Crespí, Rafael y Miguel A. García-Cestona (2002): "Propiedad y control: una perspectiva europea". *Ekonomiaz*, n.º 50, pp. 110-135.
- Cuervo, Álvaro (1984): "El ajuste de la empresa pública: un tema pendiente". *Papeles de Economía Española*, 21, pp. 114-139.
- Cuervo, Álvaro. (1995): "Proceso de privatización en empresas públicas españolas". *Economistas*, 63, pp. 6-13.
- Cuervo, Álvaro (1997): La privatización de la empresa pública. *Encuentro Ediciones*.
- Cuervo, Álvaro (1998): "La privatización de las empresas públicas. Cambio de propiedad, libertad de entrada y eficiencia". *Información Comercial Española*, 772, pp. 45-57.
- Cuervo, Álvaro y Belén Villalonga (2000): "Explaining the variance in the performance effects of privatization", *Academy of Management Review*, 25, n.º 3, pp. 581-590.
- Davidson, Richard (1998): "Market analysis: Underperformance over?". *Privatisation International Yearbook*. London: IFR Publishing.
- De la Dehesa, Guillermo (1992): "Privatización europea: el caso de España". *Información Comercial Española*, Revista de Economía, 707, pp. 55-71.
- De la Dehesa, Guillermo (1993): "Las privatizaciones en España". *Moneda y Crédito*, 196, pp. 131-141.
- Demirgüç-Kunt, Asli y Vojislav Maksimovic (1998): "Law, finance and firm growth". *Journal of Finance*, 53, pp. 2107-39.
- Dewenter, Kathryn y Paul H. Malatesta (1997): "Public offering of state-owned and privately owned enterprises: an international comparison". *Journal of Finance*, 52, pp. 1659-79.
- Dewenter, Kathryn y Paul H. Malatesta (2001): "State-owned and privately-owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labour intensity". *American Economy Review* 91, pp. 320-334.
- Djankov, Simeon y Peter Murrell (2000a): "The determinants of enterprise restructuring in transition: An assessment of the evidence". *Working paper* University of Maryland.
- Djankov, Simeon y Peter Murrell (2000b): "Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey". *Working paper* University of Maryland.
- Fernández, Pablo; Eduardo Martínez-Abascal y Ahmad Rahnema (1993): "Initial Public Offerings (IPOs): The Spanish experience". *Documento de trabajo*, n.º 243. IESE.

- Fernández, Zulima (1995a): "Formas de privatización de empresas". *Economistas*, 63, pp. 21-30.
- Fernández, Zulima (1995b): "El papel actual de la empresa pública. Consideraciones previas a la privatización". *Información Comercial Española*, 101-1002, pp. 9-25.
- Foerster, Stephen R. y G. Andrew Karolyi (2000): "The long-run performance of Global Equity Offerings". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 4, pp. 499-528.
- Freixas, Xavier y Alejandro Inurrieta (1991): "Infravaloración en las salidas a bolsa". *Documento de trabajo*, n.º 91, 21 FEDEA.
- Galal, Ahmed; Leroy Jones; Pankaj Tandon y Ingo Vogelsang (1992): "Welfare Consequences of Selling Public Enterprises", *The World Bank*, Washington, DC.
- Gamir, Luis (1999): "Privatizaciones, eficiencia y transparencia". *Información Comercial Española*, 772, pp. 27-44.
- García Echeverría, Santiago (1999): "Contribución de las privatizaciones a una nueva dinámica económica y empresarial". *Economía Industrial*, 328, pp. 43-51.
- González-Páramo, José Manuel (1995): "Privatización y eficiencia. ¿Es irrelevante la titularidad?". *Economistas*, 63, pp. 32-43.
- Henry, Peter (2000a): "Do stock market liberalizations cause investment booms?". *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 301-34.
- Henry, Peter (2000b): "Stock market liberalization, economic reform and emerging market equity prices". *Journal of Finance*, 55, pp. 529-64.
- Hernández de Cos, Pablo; Isabel Argimón y José Manuel González-Páramo (2004): "Public ownership and business performance in the Spanish manufacturing sector 1983-1996", *Public Finance Review*, forthcoming.
- Huang, Qi y Richard M. Levich (1998): "Underpricing of new equity offerings by privatized firms: an international test". *Working paper*, NYU.
- Ibbotson, Roger (1975): "Price performance of common stock new issues". *Journal of Financial Economics* 2, pp. 235-272.
- Jelic, Ranko y Richard Briston (1999): "Hungarian privatization strategy and financial performance of privatized companies". *Journal of Business, Finance and Accounting* 26, 9-10, pp. 1319-1357.
- Jelic, Ranko y Richard Briston (2003): "Privatisation Initial Public Offerings: The Polish experience". *European Financial Management* 9, 4, pp. 457-484.
- Jones, Steven L.; William L. Megginson, Robert C. Nash y Jeffrey M. Netter (1999): "Share issue privatizations as financial means of political and economic ends". *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 217-53.
- Kay, John A. y David J. Thompson (1986): "Privatization: A policy in search of a rationale", *Economic Journal* 96, pp. 18-38.

- La Porta, Rafael; Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (1999): "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54, pp. 471-517.
- La Porta, Rafael; Florencio López de Silanes; Andrei Shleifer y Robert Vishny (1997): "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52, pp. 1131-1150.
- La Porta, Rafael; Florencio López de Silanes; Andrei Shleifer y Robert Vishny (2000): "Investor Protection and corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.
- Levine, Ross (1997): "Financial development and economic growth; views and agenda". *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 688-726.
- Levine, Ross y Sara Zervos (1998): "Stock market, banks and economic growth". *American Economic Review*, 88, pp. 537-558.
- Levis, Mario (1993): "The long-run performance of Initial Public Offerings: The U.K. experience 1980-88". *Financial Management* 22, pp. 28-41.
- Ljungqvist, Alexander P. (1997): "Pricing Initial Public Offerings: further evidence from Germany", *European Economic Review*, vol. 41, n.º 7, pp. 1309-1320.
- Ljungqvist, Alexander P.; Tim Jenkinson y William J. Wilhelm, Jr. (2000): "Has the introduction of book building increased the efficiency of international IPOs?", *Working paper, Stern School of Business, NYU*.
- Loughran, Tim y Jay R. Ritter (1995): "The new issues puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 50, n.º 1, pp. 23-51.
- Mahhoobi, Ladan (2000): "Recent privatization trends". *OECD Financial Market Trends*, n.º 76, pp. 43-64.
- Mañas, Luis A. (1998): "La experiencia de una década de privatizaciones". *Boletín Económico de ICE*, n.º 772, pp. 145-175.
- Mauer, David C. y Lemma W. Senbet (1992): "The effect of the secondary market on the pricing of Initial Public Offerings: Theory and evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, pp. 55-79.
- Meggison, William; Robert Nash; Jeffrey Netter y Annette Poulsen (2002): "The Choice of private versus public capital markets: evidence from privatization", Unpublished working paper, university of Oklahoma, Wake Forest University and University of Georgia.
- Meggison, William; Robert Nash; Jeffrey Netter y Adam Schwartz (2000): "The long-term return to investors in share issue privatizations". *Financial Management* 29, pp. 67-77.
- Meggison, William; Robert Nash y Matthias Van Randenborgh (1994): "The financial and operating performance of newly privatized firms. An international empirical analysis", *Journal of Finance*, 49, pp. 403-452.

- Meggison, William y Jeffrey Netter (2001): "From state to market: a survey of empirical studies on privatization", *Journal of Economic Literature*, 39, pp. 321-389.
- Melle, Mónica (1999): "Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: una primera aproximación". *Economía Industrial*, 330, pp. 141-158.
- Melle, Mónica (2000): "Las privatizaciones en España: objetivos y algunos resultados". *Sistema Financiero y Realidad Empresarial*, 158, pp. 77-87.
- Menyah, Kojo y Krishna Paudyal (1996): "Share issue privatizations: the UK experience". *Empirical Issues in Raising Equity Capital*. Mario Levis, ed. Amsterdam: Elsevier Science.
- Menyah, Kojo; Krishna Paudyal y Charles Inyangete (1995): "Subscriber return, underpricing, and long-term performance of U.K. privatization Initial Public Offers". *Journal of Economy and Business* 47, pp. 473-495.
- Novales, Alfonso; Carlos Sebastián y Jose A. Trujillo (1987): *La empresa pública industrial en España*. Colección Estudios FEDEA, n.º 14.
- Paudyal, Krihna; B. Saadouni y Richard Briston (1998): "Privatization initial public offerings in Malaysia: initial premium and long-term performance". *Pacific Basin Finance Journal*, 6, pp. 427-51.
- Perotti, Enrico (1995): "Credible privatization". *American Economic Review* 85, pp. 847-59.
- Perotti, Enrico y Pieter van Oijen (2001): "Privatization, market development and political risk in emerging economies", *Journal of International Money and Finance*, 20, pp. 43-69.
- Pryke, Richard (1982): "The comparative performance of public and private enterprises", *Fiscal Studies* 3, pp. 68-81.
- Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales (1998): "Financial dependence and growth". *American Economic Review*. 88, pp. 559-86.
- Ritter, Jay (1984): "Signalling and the valuation of unseasoned new issues: A comment". *Journal of Finance* 39, n.º 4, pp. 1231-1237.
- Ritter, Jay (1991): "The long-run performance of Initial Public Offerings". *Journal of Finance* 46, n.º 1, pp. 3-27.
- Sachs, Jeffrey; Clifford Zinnes y Yair Eilat (2000): "The gains from privatisation in transition economies: Is change of ownership enough?". *CAERII Discussion paper 63 HIID*, Harvard.
- Sanchís, Juan Alberto (1996): "Privatización y eficiencia en el sector público español". *Revista de Economía Aplicada*, 10, vol. 4, pp. 65-92.
- Su, Dongwei y Belton M. Fleisher (1999): "An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs". *Pacific Basin Finance Journal*, 7, pp. 173-202.
- Subrahmanyam, Avanidhar, y Sheridan Titman (1999): "The going public decision and the development of financial markets". *Journal of Finance*, 54, pp. 1045-82.

- Verges, Joaquín (1998): "Efectos de las privatizaciones españolas sobre los presupuestos generales del Estado". *Hacienda Pública Española*, 147, pp. 215-231.
- Verges, Joaquín (1999): "Balance de las políticas de privatización de empresas públicas en España (1985-1999)". *Economía Industrial*, 330, pp. 121-139.
- Verges, Joaquín (2000): "Privatizations in Spain: process, policies and goals". *European Journal of Law and Economics*, 9 (3), pp. 255-280.
- Vernon-Wortzel, Heidi y Lawrence H. Wortzel (1989): "Privatization: Not the only answer", *World Development*, pp. 633-641.
- Villalonga, Belén (2000): "Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational and dynamics effects". *Journal of Economic Behavior - Organization*, 42, pp. 43-74.
- Wurgler, Jeffrey (2000): "Financial markets and the allocation of capital", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 187-214.

Posibilidades de intervención de los inversores de capital riesgo en la privatización de empresas *

JOSÉ MARTÍ PELLÓN
Universidad Complutense de Madrid

RESUMEN

Este trabajo presenta las posibilidades de desarrollar el proceso privatizador con el concurso de inversores de capital riesgo, entendidos, en su versión amplia, como operadores que pretenden la participación temporal en el capital de empresas no cotizadas. Partiendo de las experiencias de países de nuestro entorno y de Europa Central y Oriental, realizadas fundamentalmente a través de adquisiciones con endeudamiento, se analiza la limitada experiencia registrada en España, explorando otras vías que pudieran ser válidas para un abanico más amplio de potenciales empresas a privatizar.

1. INTRODUCCIÓN

La reducción del peso del sector público en la actividad empresarial ha estado presente en los deseos de los gobiernos de muchos países europeos desde finales de los años setenta. En España, a pesar de iniciarse este proceso de forma tímida en los años ochenta, fue en los años noventa, principalmente en el período 1993-1998, cuando se consuma un rápido proceso que todavía continúa, aunque ya con una fuerza notablemente inferior, en los comienzos del siglo XXI.

* El autor desea agradecer la colaboración de Nina Zieling y Sonia Martín por las labores de documentación en Alemania y Holanda, respectivamente. De igual modo, se agradece la colaboración prestada por diversas empresas e instituciones, entre las que hay que destacar a *3i Europe plc*, *Caja Madrid*, *la Asociación Alemana de Capital Riesgo* y *Enterprise Investors*. Finalmente, también quiere dejar constancia de su agradecimiento por los comentarios manifestados por Marcos Salas de la Hera.