



ESPAÑOLA DE LEASING, S.A.F. (A)

El 15 de diciembre de 1989, Enrique Dávila, director de producción de una fábrica alemana de electrónica audiovisual instalada en España, se encontraba en su domicilio particular examinando, tal y como lo venía haciendo todos los años, las distintas alternativas para su cartera de valores y la repercusión en su declaración de la renta de las personas físicas.

Durante los últimos diez años había reunido lo que él llamaba un pequeño «capital en bolsa», destinado a financiar las futuras necesidades de sus hijos, que ya en la actualidad estaban terminando sus estudios universitarios.

Precisamente, su hija Diana se casaba el próximo verano y tenía ilusión en ayudarle en la compra de su vivienda.

Ahora mismo, después de un año de algunas operaciones no muy afortunadas, no sabía si vender para provocar minusvalías en su declaración e invertir de nuevo en valores que definía como «nuevos» y «refrescantes».

Dávila pensaba que, en los valores tradicionales, el recorrido de los mismos en el corto plazo no podía ser muy significativo.

Como decía su amigo Barbacho, los inversores habían descontado ya en el precio las expectativas de beneficio para el ejercicio que se iba a iniciar.

En cambio, las salidas a bolsa de nuevas empresas habían reportado en muchas ocasiones sustanciosas ganancias a los inversores que habían confiado en ellas.

Ante este mar de dudas, se decidió al final por consultar con Daniel Barbacho, la persona a través de la cual Dávila canalizaba sus inversiones en bolsa.

Caso de la División de Investigación del IESE.

Preparado por el profesor Jorge Soley y Tomás Navarro, bajo la supervisión del profesor Javier Santomá. Mayo de 1992.

Copyright © 1992, IESE.

Prohibida la reproducción, total o parcial, sin autorización escrita del IESE.

Ultima edición: 28/1/00

Daniel Barbacho era director de gestión de patrimonios en una conocida agencia de valores y bolsa local. Dávila conocía a Barbacho desde hacía algún tiempo y acostumbraba a realizar sus operaciones bursátiles a través de su agencia.

Enrique: – «Daniel, ¿qué me recomiendas para tres millones de pesetas en este fin de año? Estoy buscando beneficios a medio plazo, pero también necesito contar con liquidez. Es para mi hija, y posiblemente parte de ello lo necesitaré para el próximo verano.

– »He leído en la prensa el anuncio de la oferta pública de venta de acciones de Española de Leasing, S.A.F. Esto es lo que técnicamente llamáis “salida a bolsa”, o no?»

Daniel: – «Efectivamente, Española de Leasing, S.A.F. solicitará de inmediato su admisión a cotización oficial, pero el anuncio que has visto en la prensa corresponde a la oferta de acciones. Una vez que alcancen la difusión accionarial requerida, saldrán a bolsa. Lo normal es que, terminada la oferta, se solicite la admisión y ésta se produzca de manera casi inmediata (Anexo 1).

»En cuanto a Española de Leasing, S.A.F., no conozco a fondo la empresa ni tampoco el sector. Es la primera empresa de leasing que va a cotizar en bolsa.

»Por lo que he visto, la oferta ha despertado interés incluso entre inversores institucionales extranjeros. No es ésta la primera conversación que mantengo sobre esta sociedad.»

Enrique: – «Mira, lo que sí te puedo comentar es que en mi empresa toda la inversión en bienes de equipo se está efectuando a través de operaciones de leasing, y parece que este sector tira cada vez más. Deben ganar mucho dinero y prácticamente todas las sociedades pertenecen a entidades crediticias, por lo que la seguridad que tanto me preocupa parece garantizada. No me gustaría repetir mi historia con Repsol. Como recordarás, no suscribí la oferta, a pesar de que estaba convencido de que iba a ir bien, por no decidirme a vender otros títulos de mi cartera, y el primer día ya subió un 5%. A lo mejor, con “Española” ocurre lo mismo.»

Daniel: – «Por aquí están recomendando entrar. Entre los colocadores hay un “merchant bank” europeo de primer orden que ha asegurado buena parte de la emisión. Puedo mandarte un estudio que han hecho los de análisis fundamental y luego lo comentamos.»

Enrique: – «Mejor que me des tu opinión, ya que yo me pierdo con los análisis que vosotros hacéis (Anexo 2).»

Daniel: – «Ya sabes cual es mi opinión sobre las salidas a bolsa. Nunca sabes cómo puede reaccionar el mercado. Si las cosas no van bien, aunque sea por circunstancias ajenas a la empresa, como una subida de tipos de interés, la falta de liquidez acentúa las pérdidas. Hay que ser muy precavido. Piénsatelo bien. Ya me dirás algo.»

Daniel Barbacho era de «los de toda la vida». Había empezado en bolsa a los 18 años, cuando un tío suyo empleado en el despacho de un agente le ofreció incorporarse al

mismo como auxiliar administrativo. Sin embargo, no dejó por completo los estudios y terminó su formación como perito mercantil. Poco a poco fue ascendiendo de categoría, hasta que en 1985 se convirtió en el apoderado del agente de cambio y bolsa para el cual había empezado a trabajar 20 años atrás.

Con la entrada en vigor de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, en julio de 1988, su despacho paso a formar parte, junto con otros tres agentes más, de una agencia de valores y bolsa independiente, cuya clientela eran medianas y grandes fortunas de la ciudad. Durante tanto tiempo de trabajar en bolsa había hecho de todo: auxiliar en liquidación, contabilidad, contratación (había estado en los corros), fue apoderado del despacho, hizo el curso de operador del mercado continuo y, en estos momentos, era el director de gestión de patrimonios de la agencia de valores y bolsa.

Joseph Wegl ocupaba el cargo de «Fund Manager» en un banco de negocios austriaco. Los fondos bajo su responsabilidad pertenecían a inversores particulares que habían constituido un fondo con sede en Luxemburgo, cuyo objetivo era la inversión en compañías europeas cotizadas en bolsa.

En el último congreso internacional de la asociación de analistas de inversiones, celebrado en Zurich en la primavera de 1989, Wegl había conocido a uno de los agentes de cambio y bolsa que constituyeron la agencia de valores en la cual Barbacho trabajaba. Movidado por su interés en la buena evolución de la economía española y por su política de diversificación de mercados, había decidido invertir un 5% de sus fondos en la bolsa de Madrid. Su contacto en España era Daniel Barbacho, con quien mantenía habituales conversaciones telefónicas.

Wegl era un inversor totalmente diferente de los clientes habituales de Barbacho. Antes de tomar ninguna decisión podía estar días y días hablando acerca de la coyuntura macroeconómica, la evolución de los principales indicadores, el sector de actividad de la empresa en que se proponía invertir y, por último, estudiaba de arriba abajo la empresa. En muchas ocasiones, Barbacho recurría a los analistas para atender las demandas de Wegl. Estos solían comentar que Wegl, desde Austria, parecía conocer mejor la bolsa española que ellos mismos.

A pesar de estas exigencias, Barbacho estaba contento con Wegl. Era uno de los primeros clientes extranjeros y, en pocas semanas, se había convertido en uno de los clientes que más comisiones generaba para la agencia.

Wegl tenía una cartera de valores en la bolsa española correctamente diversificada, con inversiones en lo que llamaba «big caps»: telefónicas, alguna eléctrica y posiciones en alguno de los grandes bancos con un cierto carácter especulativo. Como gestor de un gran fondo, no podía arriesgarse demasiado a problemas de liquidez, y sus inversiones en empresas más pequeñas se reducían a operaciones de convertibles.

Joseph: – «Daniel, he recibido vuestro informe del año y las previsiones y recomendaciones para el próximo ejercicio. También me ha llegado vuestro informe de Española de Leasing, S.A.F. El tema parece atractivo, pero me preocupa el volumen de la emisión, 4.300 millones. ¿No es una cifra muy elevada para una salida a bolsa? ¿Cómo se está colocando?»

Daniel: – «Como habrás visto, parte de la emisión ha sido asegurada por un “merchant” europeo, que va a colocar entre extranjeros. No tengo información de