



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado
Grado en Finanzas, Banca y Seguros**

**Tras los pasos de PIXAR:
Guía estratégica para comenzar a
cotizar en mercados organizados**

Presentado por:

Víctor Molinero García

Tutelado por:

**Juan Antonio Rodríguez Sanz
María Jesús Peñas Moyano**

Valladolid, 01 de mayo de 2025

Resumen: En el presente trabajo de investigación abordamos la elaboración de una guía estratégica útil y práctica sobre cómo conseguir que una empresa comience a cotizar en los mercados organizados españoles, así como las distintas operaciones, medios o vehículos que sirvan al mismo propósito. Empleamos como motor creativo el ejemplo de éxito de Pixar, entidad subsidiaria de Walt Disney Studios, descrito en el texto *“De Pixar al cielo: Mis años con Steve Jobs y cómo reinventamos la industria del cine”*. El mencionado libro es obra de Lawrence Levy, vicepresidente ejecutivo, director general financiero y exdirectivo que, mediante su testimonio, refleja una serie cronológica, ordenada y fundamentada de los puntos clave, pasos y estrategias que llevaron a Pixar a transformarse en una compañía multimillonaria. Toda esta información sirve como base para la elaboración de nuestra guía, adaptando las singularidades del caso al marco legal español y haciendo hincapié en la generalidad de las empresas, mediante un estudio detallado de la contextualización, situación y requerimientos legales necesarios para una exitosa salida a bolsa.

Palabras Clave: Guía estratégica, mercados organizados, OPS, Pixar.

Summary: Summary: In this research paper, we address the development of a useful and practical strategic guide on how to get a company to start trading on Spanish organized markets, as well as the various operations, means, or vehicles that serve the same purpose. We use the successful example of Pixar, a subsidiary of Walt Disney Studios, as the creative engine, described in the book "To Pixar and Beyond: My Years with Steve Jobs and How We Reinvented the Film Industry." The aforementioned book is authored by Lawrence Levy, Executive Vice President, Chief Financial Officer, and former executive, who, through his testimony, presents a chronological, organized, and well-founded account of the key points, steps, and strategies that led Pixar to transform into a multi-billion-dollar company. This information serves as the foundation for the creation of our guide, adapting the specificities of the case to the Spanish legal framework and emphasizing the generalities of companies, through a detailed study of the contextualization, situation, and legal requirements needed for a successful IPO.

Keywords: Strategic guide, organized markets, IPO, Pixar.

Sumario: Introducción. 1. Planteamiento y Desarrollo del Trabajo. 2. Guía Estratégica. 3. Conclusiones.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	4
2. CONTEXTO GENERAL DE PIXAR	5
2.1. Antecedentes: 1974-1991	5
2.2. El perfil de Lawrence Levy: un testimonio crucial.....	7
2.3. El perfil de Steve Jobs: relación líder-empresa	8
3. ANÁLISIS DE PIXAR.....	10
3.1. El proceso racional de dirección estratégica	11
3.2. A nivel objetivo: misión, visión y valores	12
3.2.1. La cultura empresarial.....	14
3.2.2. Las opciones de compra de acciones..	15
3.2.3. Acciones de clase A y B	17
3.3. A nivel interno: la financiación empresarial	18
3.3.1. Criterios de creación de valor y selección de inversiones	19
3.3.2. El análisis de la asignación de capital	22
3.3.3. Departamentos o áreas de interés	23
3.3.3.1 El programa RenderMan y la elasticidad como concepto económico.....	24
3.3.3.2 Secciones de cortometrajes y publicidad animadas y la importancia del... capital de marca	26
3.3.3.3 El primer gran largometraje: Toy Story. Una noción básica de las..... limitaciones técnicas y contractuales	29
3.4. A nivel externo: las alternativas de crecimiento	30
3.4.1. El quebrantamiento de patente como caso de un proceso de negociación	32
3.4.2. La segmentación y diversificación de mercado.....	35
3.4.3. Comercialización y publicidad	37
3.4.4. El modelo financiero de previsión y los costes de bienes inactivos	39
4. PLAN DE NEGOCIO.....	41
5. LA RESOLUCIÓN DEL CASO PIXAR	42
5.1. Factores clave del procedimiento	43
5.2. Banca de inversión: funcionamiento e idoneidad	47
5.3. La gira de contactos como elemento fundamental de las relaciones con..... los inversores	50
5.4. Cifras cuantitativas de la salida a bolsa de Pixar y por qué ésta fue un éxito....	52
6. SOCIEDADES COTIZADAS: ¿CÓMO COMIENZA A COTIZAR UNA EMPRESA?	53
6.1. Los mercados bursátiles y organismos oficiales a nivel nacional	56
6.2. Las ofertas públicas de acciones: OPS y OPV	58
6.2.1. Régimen jurídico	59
6.2.2. El reglamento de folletos	61
6.2.3. Diferencias entre clases	63
6.2.4. Procedimiento.....	65
6.3. Las ofertas públicas de adquisición: OPA.....	70
6.3.1. Régimen jurídico	71
6.3.2. Clasificación	72
6.3.3. Elementos y procedimiento.....	74
6.4. LISTING: concepto y tipos	76
6.4.1. Régimen jurídico: el <i>Listing Act</i>	77
6.4.2. Procedimiento	78
6.4.3. Principales diferencias con respecto a las ofertas públicas de acciones	80
6.5. SPAC.....	81

6.5.1. Procedimiento	82
6.5.2. Ventajas y desventajas con respecto a las ofertas públicas de acciones	85
7. GUÍA ESTRATÉGICA.....	87
8. CONCLUSIONES	91
9. BIBLIOGRAFÍA.....	94
10. WEBGRAFÍA.....	96
11. REFERENCIAS NORMATIVAS.....	101
12. ANEXOS.....	104
12.1. Características y especificidades del acuerdo entre PIXAR y Walt Disney Feature Animation (06/09/1991)	104
12.2. Formulario 10-K cumplimentado por PIXAR para la agencia gubernamental estadounidense SEC en 1996, por la que se presentan asuntos concernientes a ingresos, gastos y demás información financiera (en inglés, en el original)	106

1. INTRODUCCIÓN

Si bien no es el objetivo último de una empresa, comenzar a cotizar constituye un paso lógico consecuente del gran potencial de crecimiento que presentan muchos de los negocios que prosperan a diario. Sin embargo, el camino a seguir para que una empresa comience a cotizar suele estar plagado de trabas y obstáculos que dificultan esta meta primordial.

Para aportar sencillez y claridad a un proceso tan amplio como complejo, en este trabajo de investigación utilizaremos el caso de éxito de Pixar descrito en el texto “De Pixar al cielo: Mis años con Steve Jobs y cómo reinventamos la industria del cine” publicado en 2018 y escrito por Lawrence Levy, vicepresidente ejecutivo, director general financiero y exdirectivo de la sociedad. Tras sus pasos, analizaremos, estructuraremos y esquematzaremos las distintas etapas que se presentan durante el periodo de madurez del negocio hasta que éste se halle preparado para una salida a bolsa exitosa y rentable para la entidad.

Primeramente, echaremos un vistazo pormenorizado a los inicios de la compañía, contextualizándola dentro de un marco interno y externo donde se registren todos aquellos factores que influyan en la buena marcha (o no) del negocio, como pueden ser sus distintas actividades empresariales o cómo se desarrollan. En la medida en que sea posible, se propondrán soluciones para solventar las dificultades identificadas.

Se prosigue con una presentación del caso práctico de Pixar, que sirve como comparativa de las distintas operaciones, medios o vehículos existentes en España para comenzar a cotizar. Describiremos las singularidades de cada uno de acorde a sus requisitos o procedimientos, dada la imparable evolución de los mercados bursátiles a nivel nacional.

Es imperativo que durante este proceso se traten aspectos técnicos relacionados con los ámbitos del marketing y del derecho, ya sea por las herramientas utilizadas durante el proceso como por las normas jurídicas a las que atenerse durante el mismo. A pesar de esto, no profundizaremos en las características específicas relacionadas a las empresas de animación, puesto que la meta última de este trabajo es proporcionar una guía práctica que sea útil para cualquier empresa independientemente del sector de actividad en el que opere.

Sí es necesario anotar que, si bien Pixar es un estudio cinematográfico nacido, operante y con sede en Estados Unidos, las singularidades del marco legal estadounidense se mantendrán al margen del estudio de las operaciones, medios y vehículos en el caso español, en cuestiones concernientes a requisitos legales, colaboradores y organismos, tipologías, documentación a presentar, etc.; necesarias para plantearse salir con éxito a bolsa y cotizar como empresa.

Finalmente, y de forma ajena al apartado de conclusiones, se aportará la guía estratégica propiamente dicha, conformada por todos los puntos clave identificados durante la realización del trabajo como pasos a seguir.

2. CONTEXTO GENERAL DE PIXAR

2.1. Antecedentes: 1974-1991¹

Muchos años antes de que Pixar se constituyera como un gigante de la animación, la idea que dio pie a su éxito fue la misma. En 1974, el fundador del Instituto de Tecnología de Nueva York, Alexander Schure, se propuso la meta de producir la primera película de animación por ordenador en la historia del cine. Para ello, creó un laboratorio de computación ubicado dentro del propio Instituto al que se le dio el nombre de Computer Graphics Lab.

Su trabajo fue pionero en muchos aspectos de las técnicas fundacionales de la computación gráfica, llegando a producir una cinta de vídeo experimental: “The Works”. A pesar de ello, los persistentes problemas financieros provocaron la renuncia de varios de sus empleados, quienes comenzaron una nueva carrera en la división computacional del estudio LucasFilm, The Graphics Group, fundado y presidido por el cineasta estadounidense George Lucas.

Tras más de una década de investigaciones y excelentes resultados en el estudio, LucasFilm se puso en contacto con las compañías General Motors y Phillips para vender la división The Graphics Group, dividiendo así al grupo original de empleados llegado desde Computer Graphics Lab². Uno de los principales motivos por los que la transacción no salió adelante fue la motivación inicial de la nueva empresa de proseguir con su idea original de producir la primera película de animación por ordenador en la historia del cine.

Es aquí cuando surgen los inicios de Pixar. El 3 de febrero de 1986, al poco tiempo de que Steve Jobs abandonase Apple Computer Inc. en 1985, adquirió Pixar por la nada desdeñable cantidad de cinco millones de dólares de su propio bolsillo por los derechos tecnológicos, además de una inversión extra de otros cinco millones de dólares en efectivo como capital en la compañía. Esto le dio acceso directo a la junta directiva como presidente junto con los fundadores originarios Ed Catmull y Alvy Ray Smith, quien la abandonó en 1991 tras una disputa acalorada con Jobs por el uso de su pizarra.

La inversión de Jobs estuvo destinada a desarrollar un potente ordenador gráfico y su consiguiente software, un proyecto que decayó hasta el olvido con el tiempo. En sus inicios, la actividad principal consistía en la venta del sistema de hardware Pixar Image Computer, dirigido a agencias gubernamentales y entidades médicas. Posteriormente, en 1988, Pixar lanzó al mercado Pixar Image Computer II (P-II) y comenzó a trabajar en el software de animación RenderMan³, una de sus principales fuentes de ingresos mediante la adquisición de licencias por parte de empresas tecnológicas como Intel o IBM.

¹ El Mundo (2002): “*Pixar, la otra criatura de Jobs*”. Disponible en: <https://www.elmundo.es/navegante/especiales/2002/apple/pixar.html> [consulta: 02/10/24]

² ESIC University (2022): “*Historia de Pixar y su relevancia en las industrias creativas*”. Disponible en: <https://www.esic.edu/rethink/marketing-y-comunicacion/historia-de-pixar-y-su-relevancia-en-las-industrias-creativas> [consulta: 26/09/24]

³ PIXAR RenderMan (2025): “*RenderMan: About*”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/about> [consulta: 11/02/25]



Imagen 1. Recorte del metraje “Toy Story”, 8’14”.

Podemos apreciar que los títulos de algunos de los libros en la habitación de Andy se corresponden con los de los cortometrajes estrenados por PIXAR.

Mientras tanto, el genio creativo, animador y productor John Lasseter trabajó en una serie de animaciones con la intención de probar la capacidad operativa de este sistema, dando lugar en 1986 al primer cortometraje de animación de la historia de Pixar, Luxo Jr., al que le siguió Red’s Dream (El sueño de Rojo) en 1987, Tin Toy (Juguete de hojalata) en 1988 y culminando su intervención personal y directa con Knick Knack (La destreza de Knick) en 1989 durante los años independientes de Pixar⁴.

El cortometraje Tin Toy cobró notable importancia al ser oscarizado en la categoría de «Mejor cortometraje animado»⁵ y fue clave posteriormente, en 1990, para que surgiesen las primeras conversaciones con Walt Disney Feature Animation, cuyas negociaciones alcanzaron un acuerdo por valor de veintiséis millones de dólares a mediados de 1991 para la realización de tres metrajes de animación, incluyendo el basado en dicho corto que pasaría a ser reconocido mundialmente como Toy Story.

En el acuerdo se estipulaba que Disney aportaría todos los recursos necesarios para la producción, promoción y distribución de las películas, a cambio de un porcentaje muy elevado de las ganancias y los derechos o licencias de mercadotecnia de todos los productos originados a raíz de las mismas como compensación, dejando a Pixar con unos beneficios prácticamente ínfimos procedentes de los ingresos de taquilla o de la venta de los metrajes en formato de vídeo, entre otros⁶.

Complementariamente, Pixar obtenía financiación mediante la creación de spots publicitarios, comerciales televisivos o películas con fines promocionales para una diversidad de productos como Trident, Life Savers o Listerine a raíz de la firma de un convenio en julio de 1989 con el estudio de televisión y entretenimiento Colossal Pictures; además de mediante la venta de su división de hardware a Vicom Systems en abril de 1990.



Imagen 2. Recorte del metraje “Toy Story”, 17’02”.

La influencia de los estudios Disney se hace notar desde el primer largometraje de PIXAR en forma de Easter Egg: el reloj de Mickey Mouse en el dormitorio de Andy es prueba inequívoca de ello.

⁴ PIXAR Animation Studios (2025): “PIXAR: Short Films”. Disponible en: <https://www.pixar.com/short-films> [consulta: 23/10/24]

⁵ Oscars (2025): “Oscars: Ceremonies”. Disponible en: <https://www.oscars.org/oscars/ceremonies/2025> [consulta: 23/10/24]

⁶ Securities & Exchange Commission (1996): “Form 10-K”. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025]. Véase el Anexo 11.2, apartado “FEATURE FILM AND CD-ROM PRODUCTION”.

2.2. El perfil de Lawrence Levy: un testimonio crucial

Cuando hablamos de Lawrence Levy, hablamos del vicepresidente ejecutivo, director financiero y posteriormente parte del consejo de administración y miembro de la oficina presidencial de la multimillonaria compañía Pixar. Pero en 1994, era el director financiero y vicepresidente de Electronics for Imaging, una de las muchas empresas de Silicon Valley que desarrollaba productos para el sector de la edición en color por ordenador.

Estudiante de Negocios y Contabilidad en la Universidad de Indiana, donde se matriculó a los diecisiete años, se casó estudiando el posgrado de Derecho en la prestigiosa Universidad de Harvard, a las afueras de Boston. A los dos años se mudó a Silicon Valley para poder ejercer como abogado en el sector al alza de la alta tecnología, donde llegó a ser uno de los socios del gabinete de abogados más grande de Silicon Valley (que participó en la salida a bolsa de Apple y Electronics for Imaging): Wilson, Sonsini, Goodrich y Rosati, creando en él un nuevo departamento dedicado a las transacciones tecnológicas⁷.

Fue con este currículum a sus espaldas cuando Jobs le propuso trabajar para él, para Pixar, en uno de los momentos más convulsos de la historia de la empresa. Cuando el mundo veía la animación por ordenador como una excepción a la regla y Pixar no contaba con un solo largometraje en su haber, Levy se encontró con algo muy distinto al estudio que revolucionó los efectos digitales especiales que conocemos hoy en día.

Desde su creación, Pixar se apoyó en dos pilares fundamentales en contante y fricción:

“Uno de ellos soportaba la intensa presión de innovar: el afán de excelencia artística y creativa en la manera de contar una historia y la necesidad de inventar un nuevo medio, la animación por ordenador, con el que expresar todo eso. El otro soportaba la presión de sobrevivir en el mundo real: financiarse, vender entradas de cine, aumentar el ritmo productivo” (Levy, 2018, pp. 9)

A finales de 1994, Pixar ya había gastado casi cincuenta millones de dólares sin apenas resultados⁸. Dado que el valor de sus acciones era incluso inferior a dicha cantidad, nadie parecía saber muy bien cómo la compañía de software se mantenía a flote en aquel momento.

A pesar del genio artístico y el talento que poseía, la empresa carecía de cimientos sólidos y un “sentido” del negocio. El éxito de Pixar dependía de seguir una estrategia que diera impulso ante su estancamiento sin comprometer el espíritu creativo de sus trabajadores. Dicho de otro modo, de encontrar un precario equilibrio entre el orden y la libertad, la eficiencia y el arte.

⁷ El Imparcial (2018): “Lawrence Levy: Silicon Valley ha pasado de ser irrelevante a convertirse en el dominador”. Disponible en: <https://www.elimparcial.es/entrevista-lawrence-levy-de-pixar-al-cielo> [consulta: 30/09/24]

⁸ El Confidencial (2017): “El desconocido ‘padre’ de Pixar que hizo rico a Steve Jobs sin saber nada de cine”. Disponible en: https://www.elconfidencial.com/tecnologia/2017-01-07/pixar-lawrence-levy-steve-jobs_1312852/ [consulta: 11/02/25]

El trabajo de Levy, desde el día de su primera conversación con Steve Jobs en 1994 hasta la venta de Pixar a The Walt Disney Company por siete mil cuatrocientos millones de dólares en 2006, consistió en eso: en reorganizar las operaciones comerciales, identificar los patrones y estrategias a seguir para paliar la falta de rentabilidad y liderar la salida a bolsa de la compañía.

Es por ello que su participación fue esencial y su testimonio crucial para entender a qué nos enfrentamos cuando hablamos de salir con éxito a bolsa y cotizar como empresa.

2.3. El perfil de Steve Jobs: relación líder-empresa

Año 1985. La junta directiva de Apple cesa las responsabilidades de Steve Jobs alegando un “comportamiento extremo y errático en la dirección del departamento de Macintosh”. El mismo año, Jobs funda la empresa de informática NeXT Computer, Inc. (posteriormente NeXT Software, Inc.).⁹

A pesar de seguir siendo una de las personalidades más reconocidas de Silicon Valley, su popularidad va en constante descenso y su carrera comienza a ser criticada y olvidada, ensombrecida por un periodo de tiempo no sólo sin éxitos, sino con una serie de fracasos a su espalda: los ordenadores Lisa y el Macintosh original (un par de desastres comerciales), NeXT Computer (cuyos costes de producción e incompatibilidades en cuanto al sistema operativo no pudo competir con sus homólogos de Sun Microsystems y Silicon Graphics) y el más reciente Pixar Image Computer, que estaba demostrando tener un tirón más que limitado al haber pasado por alto importantes consideraciones de mercado.

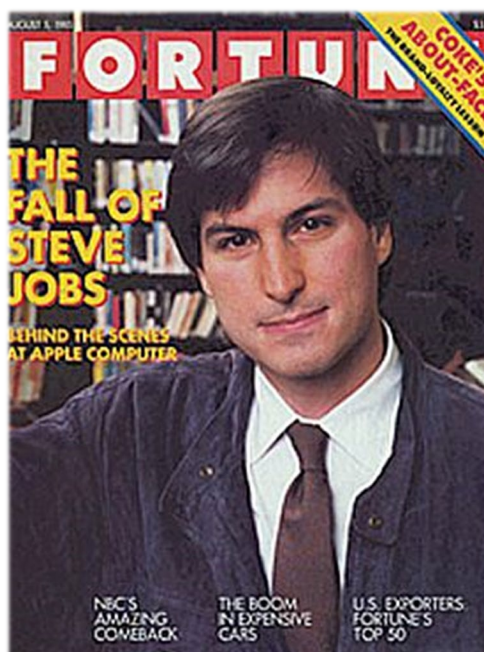


Imagen 3: Portada de la revista *Fortune*, 5 de agosto de 1985; una tirada con el artículo destacado “The Fall of Steve Jobs.” (La caída de Steve Jobs).

Su reputación de persona voluble añadía un factor de incertidumbre a sus operaciones comerciales que no pasó desapercibido cuando en 1986 tomó el control de Pixar, poniéndose de manifiesto una abierta aversión por parte de sus empleados: frente al objetivo de Jobs de que la compañía tornara a una grande del sector de la tecnología gráfica con ordenadores que creasen imágenes incomparables a las de sus competidores, se relegaba la actividad de la animación a un segundo plano, ya que su único objeto era simplemente probar la tecnología propuesta.

⁹ Infobae (2023): “Cómo Steve Jobs convirtió su despido de Apple en una oportunidad única”. Disponible en <https://www.infobae.com/tecnologia/2023/11/22/steve-jobs-el-cofundador-de-apple-tambien-fue-despedido-de-la-empresa-que-ayudo-a-crear/> [consulta 22/09/24]

Esta postura amenazaba el genio creativo y talento que se contenía entre las paredes de Pixar por un líder que, lejos de demostrar verdadero interés en las actividades y la buena marcha de la compañía, se mantuvo ausente durante los años que llevaba siendo su propietario, trabajando en NeXT Software, Inc. a tiempo completo sin contar siquiera con un despacho propio en la sede de Pixar.

Cuando la sección dedicada al desarrollo del Pixar Image Computer clausuró en 1991, las esperanzas depositadas en ese sueño de una empresa gráfica quedaron truncadas y se acrecentó el latente miedo de que Jobs, principal benefactor de la compañía, renunciase a ella.

Sin embargo, su situación era muy difícil. Aunque tras su renuncia forzosa en Apple no pudiera anotarse un éxito con Pixar, deseaba a toda costa evitar otro fracaso que sería muy sonado. Es en estas circunstancias cuando Jeffrey Katzenberg, presidente de Walt Disney Studios, representó a Disney en una negociación que, para Steve Jobs, era una forma de detener la sangría financiera de Pixar.

El resultado fue la firma de un contrato cuyas estipulaciones forjaban un infranqueable muro de limitaciones al que Pixar se vería sometido durante un buen puñado de años (véase el apartado “3.3.3.3. El primer gran largometraje: Toy Story. Una noción básica de las limitaciones técnicas y contractuales” para un análisis en mayor profundidad).

El propio Levy alude, en los inicios de su relación con Jobs, a un fenómeno cognitivo conocido como «campo de distorsión de la realidad», referente a la habilidad de algunas personas para hacer creer a los demás cualquier información, independientemente de la realidad empresarial o comercial tras ella.

Esta singular característica personal se contrasta en obras como la publicada por Randall Stross en 1993: “*Steve Jobs and the NeXT Big Thing*”¹⁰ (Steve Jobs y la próxima gran cosa, haciendo un juego de palabras entre el nombre de su empresa “NeXT” y el significado literal de la palabra en español: “siguiente”), donde relata una mordaz crítica a su comportamiento y prácticas empresariales.

El retrato del jefe deja la imagen controvertida de una figura que genera polémica a su paso y con la que no siempre resulta fácil trabajar, centrada en el éxito a cualquier costo e irremediamente ligada al revés que sufrió en Apple, creándole una dualidad entre su deseo de que Pixar saliera a bolsa y comenzara a cotizar frente a la posible pérdida de capacidad directiva y control por parte de las decisiones de la junta directiva¹¹.

Todo ello pone de manifiesto una disonancia entre los intereses de la empresa y sus empleados frente al líder, que alcanza su punto álgido al tratar el tema de las opciones de compra y que constituye uno de los principales problemas en los que Levy pone el foco de atención a la hora de diseñar una estrategia a seguir para Pixar.

¹⁰ Stross, R. E. (1993): “*Steve Jobs and the NeXT Big Thing*”. Scribner, Londres.

¹¹ El Mundo (2002): “*Steve Jobs, el hombre que piensa diferente*”. Disponible en: <https://www.elmundo.es/navegante/especiales/2002/apple/index.html> [consulta: 02/10/24]

3. ANÁLISIS DE PIXAR

Ya desde sus primeras conversaciones, casi en el primer contacto telefónico que Steve Jobs tuvo con Lawrence Levy a mediados de 1994, dejó clara su postura: quería que el nuevo director financiero de Pixar fuese la guía que necesitaba para obtener una rentabilidad positiva de las actividades de Pixar y, por encima de todo lo demás, conseguir que saliera a bolsa.

Este proceso implica la venta de acciones a los inversores en los mercados bursátiles para lograr dos propósitos: conseguir capital para financiar los negocios de la empresa y permitir que cualquiera pueda vender libremente sus acciones, con el objetivo inequívoco de lograr ganancias con esa venta.

En un principio, ante el tesón de Jobs por conseguir que Pixar cotizara, asumió que éste debía tener una idea clara y una estrategia bien pensada, basadas en un plan de negocio o cifras reflejadas en documentación contable que Levy pudiera estudiar. Nada más lejos de la realidad.

Ninguno de ambos partícipes conocía siquiera el mundo en el que se movían: el de la animación por ordenador. Y no es una coincidencia si pensamos que era un sector en pañales que apenas había logrado adentrarse en el vasto universo del entretenimiento. Por tanto, si pretendían sacar Pixar a bolsa y tener una estrategia que permitiera dirigirla durante años, primero debían formarse una visión clara de lo que era Pixar para formularla.

Una estrategia¹² se refiere a todas aquellas acciones que toma una empresa para mejorar su rendimiento mediante un uso racional de sus recursos y que la vinculan con su entorno, siendo este sus grupos de interés tanto internos como externos, conocidos como *stakeholders*. Su importancia radica en que orientan la actividad de una empresa a largo plazo e inciden en el resto de las decisiones que se toman en ella, con la delimitación de su campo de actividad.

Ya que este hecho requiere un planteamiento integrado para toda la empresa que conlleva cambios estratégicos (coherencia entre el contexto en el que se desarrolla la estrategia y la propia estrategia elegida) y organizativos (coherencia entre la estrategia elegida y las características organizativas de la empresa), es fundamental evitar un análisis o diagnóstico inadecuado de la situación de la empresa, tanto externa como interna, ni confundir los objetivos con las estrategias seguidas para alcanzarlos o definirlos incorrectamente¹³.

Para ello, Levy puso en práctica el proceso racional de dirección estratégica, el cual abordamos en el siguiente epígrafe.

¹² Johnson, G.; Scholes, K.; Whittington, R. (2010): *"Fundamentos de estrategia"*. Pearson, Madrid.

¹³ Galan, J. I. (2006): *"Diseño organizativo"*. Thomson, Madrid.

3.1. El proceso racional de dirección estratégica

Tres etapas conforman este proceso ^{14 15}:

1º Análisis estratégico: Determina la situación actual (interna y externa) y futura deseada (objetivos) de la empresa. Se ocupa de:

- Análisis de Objetivos: Estudio de metas y retos de futuro para la empresa.
- Análisis Interno: Estudio de características, actividades y dotaciones internas (recursos y capacidades) en las que se desarrolla el comportamiento empresarial. Fortalezas y debilidades.
- Análisis Externo: Estudio de los factores del entorno que rodea la actividad empresarial. Oportunidades y amenazas.

En el presente trabajo, el análisis estratégico abarca desde el apartado “3.2. A nivel objetivo: misión, visión y valores” hasta el apartado “3.4.4. El modelo financiero de previsión y los costes de bienes inactivos”.

Si bien excluye el análisis objetivo, la matriz DAFO¹⁶ (Humphrey, 1960) es una herramienta muy útil que sintetiza los aspectos más relevantes del análisis estratégico y que sirve para fijar los objetivos y plantear diversas alternativas estratégicas, lo que cierra e inicia la primera y segunda fase del proceso racional de dirección estratégica, respectivamente.

Tabla 3.1: Matriz DAFO.

Debilidades (Análisis Interno)	Amenazas (Análisis Externo)
Fortalezas (Análisis Interno)	Oportunidades (Análisis Externo)

Fuente: Elaboración propia

2º Formulación estratégica: Determina el plan de actuación para alcanzar objetivos. Se ocupa de diseñar posibles alternativas en los distintos niveles de decisión estratégica:

¹⁴ Navas, J. E. y Guerras, L. A. (2016): “*Fundamentos de dirección estratégica de la empresa*”. Thomson-Civitas, Navarra.

¹⁵ Guerras, L. A. y Navas, J. E. (2015): “*La dirección estratégica de la empresa*”. Thomson-Civitas, Navarra.

¹⁶ Martín, G.; Díez, I.; Montoro, A. (2020): “*Fundamentos de administración de empresas*”. Cizur Menor/Thomson-Civitas, Navarra.

- Empresarial: Vincula toda la empresa con el entorno socioeconómico y político en el que actúa.
- Corporativa: Fija el alcance de la empresa en su conjunto, determinando las diferentes actividades o negocios en los que quiere operar (cartera de negocio) y los grandes objetivos a perseguir.
- Competitiva o de negocio: Determina las alternativas a utilizar para enfrentarse a los competidores y conseguir ventajas competitivas para cada segmento de negocio de la empresa.
- Funcional: Define, para cada área funcional de cada negocio, cómo utilizar y aplicar los recursos y habilidades de dicha área funcional, con el fin de maximizar la productividad de sus recursos.

En el presente trabajo, se aborda en el apartado “3.4. A nivel externo: las alternativas de crecimiento” y subapartados siguientes, donde se proponen las estrategias consecuentemente tras la identificación de los problemas y limitaciones a solucionar por la empresa en la etapa de análisis estratégico.

3º Implantación estratégica: Ejecución o puesta en marcha de la estrategia elegida. Se ocupa de:

- Evaluar alternativas planteadas y seleccionar la que se ejecutará.
- Elaborar y aplicar un plan de soporte organizativo y de sistemas de apoyo a la ejecución.

En el presente trabajo, se concluye el proceso en el apartado “4. Plan de negocio” y posteriores.

3.2. A nivel objetivo: Misión, visión y valores

Ya en el apartado “2.3. El perfil de Steve Jobs: relación líder-empresa” hemos anticipado uno de los problemas más acuciantes a los que cualquier compañía debe enfrentarse durante toda su vida: la discrepancia o dualidad de intereses entre el líder (Steve Jobs) y la empresa (Pixar).

Sin instrucciones concretas sobre su labor, Levy se dirigió al fundador Edwin Catmull para conocer más sobre la organización y las funciones que debía desempeñar, instruyéndose sobre la historia de Pixar, su cultura y tecnología. Las personas al mando de las distintas actividades de la entidad como Pam Kerwin, vicepresidenta y directora gerente de operaciones comerciales, no tardaron en mostrar sus preocupaciones:

“Aunque amables y corteses, notaba también que se mostraban un poco distantes. No parecía hacerles mucha gracia que en Pixar hubiera un nuevo director financiero. Hacían pocos esfuerzos por incluirme. En Pixar tenía la sensación de que estaban en guardia y no sabía por qué.” (Levy, 2018, pp. 32)

Ante esta tesitura, era imprescindible desarrollar una estrategia a seguir, concretamente una estrategia empresarial. Las tres grandes decisiones de una estrategia empresarial se concentran en definir y delimitar la misión, visión y valores de la empresa, cuestiones pertinentes del análisis de objetivos y de suma importancia para comprender sobre qué bases se mueve una organización o cómo se puede penetrar en ella de forma efectiva, para poder diseñar e implantar decisiones que contribuyan a la buena marcha de sus negocios.

Ahondando en estas cuestiones¹⁷:

- La **misión** de una empresa es la razón de ser que justifica su existencia. Responde a preguntas como qué es lo que hace o cuál es su esencia.
- La **visión** corresponde a la percepción actual de qué será o cómo debería ser la empresa en un futuro.
- Los **valores** son los principios que guían y motivan el funcionamiento de la empresa y asientan las bases sobre las que va a funcionar.

Para descubrir de primera mano la respuesta a estas preguntas, el proceder de Levy como director financiero fue metódico: pidió al personal con más antigüedad de Pixar seguirle durante un tiempo, asistir a reuniones departamentales como mero oyente, interesarse por lo que hacían y cómo lo hacían, tanto por los directivos como con los miembros de sus respectivos equipos, ya fueran programadores, contables, directores técnicos, artistas gráficos...

Su condición de recién contratado le daba manga ancha para fisgonear en los asuntos de los jefes de departamento. Con su metódico comportamiento se hizo un hueco en la organización, que no tardó en mostrarse como un microcosmos caracterizado por un ambiente franco y familiar. Fue en este punto cuando descubrió la mala relación que Steve Jobs tenía con Pixar.

“A Steve no le gusta Pixar. Nosotros somos artistas, personas creativas. Formamos una familia. Estamos muy unidos. Y no somos una empresa jerárquica, todos tenemos voz y voto. [...] Steve nos paga, pero nunca ha sido uno de nosotros. Nos sentimos poco valorados, poco considerados. Tememos que, si se acerca más, Steve arruine Pixar y nuestra cultura. Y ahora tú eres el hombre al que ha enviado a poner orden. Además, ha incumplido promesas. Y hay gente muy enfadada.” (Levy, 2018, pp. 33)

Esta conversación sintetizaba los dos grandes problemas que asolaban la estabilidad y prosperidad de Pixar. Uno de ellos, la financiación, se tratará en los apartados “3.3. A nivel interno: La financiación empresarial” en adelante. El otro, más relevante, es la promesa incumplida que afectaba al personal de la compañía y que resultaba en un atentado directo contra su motivación y cultura empresarial: las opciones de compra de acciones.

¹⁷ Cuervo, A. (2001): “Introducción a la administración de empresas”. Civitas Ediciones, Madrid.

3.2.1. La cultura empresarial

La cultura empresarial es un conjunto dinámico de valores, creencias, prácticas, comportamientos y formas de comunicación que definen la identidad de una organización, moldean sus relaciones internas y externas, e influyen en el proceso de toma de decisiones y la forma en que se alcanzan los objetivos¹⁸.

“La cultura es la invisible fuerza de la que la innovación depende. Solemos atribuir las invenciones a los individuos, no a las circunstancias. Designamos héroes y contamos sus historias. Pero la innovación es una empresa colectiva, producto tanto de las circunstancias como del genio. Hay un espíritu que innova.” (Levy, 2018, pp. 89)

Dentro de un entorno puramente creativo como el de narrar historias, la cultura empresarial y los valores que ésta fomentaba se revestían de una importancia mayúscula, por lo que la preservación del talento de sus empleados se convertía en un tema imprescindible a la hora de trazar cualquier plan de crecimiento para Pixar.

Es lógico relacionar el triunfo comercial de las grandes compañías como la llave que dio entrada a su conservadurismo. Levy expone el caso de IBM y Digital Equipment Corporation como organizaciones que lideraron el mundo de la alta tecnología convertidas en culturas jerárquicas, formales, infestadas de rígidos canales de comunicación desde donde las órdenes manaban en cascada, politizadas hasta el punto en que sus empleados más creativos y progresistas no siempre alcanzaban los puestos de responsabilidad soñados¹⁹.

El aumento en la rentabilidad que ofrece una compañía incide directamente en las presiones que ésta soporta para seguir manteniendo el mismo valor frente a sus competidores. Si en Pixar se sustituía su cultura familiar e informal por otra basada en el control, la jerarquía y la burocracia, era muy probable que acabase perdiendo la frescura y el espíritu de los que dependía.

Comprendido esto, Levy entendió también las reticencias que mostraban sus compañeros hacia él, ya que como director financiero tenía capacidad para tomar las decisiones que podrían destruir el ambiente de Pixar en pos de mejorar su capacidad y viabilidad operativas, su rentabilidad, fama o prestigio... Para aprovechar esa situación a su favor, no sólo no podía hacer nada que justificase esa desconfianza, sino que además debía mostrarles que estaba de su parte.

La clave se la dio Pam Kerwin en el epígrafe anterior: la promesa incumplida de las opciones de compra de acciones que pululaba como un fantasma sobre las cabezas de la gente de Pixar.

¹⁸ De Castro, G. M.; Vial, I. D.; Sánchez, M. Á. M.; García, Á. C. (2016): *“Fundamentos de administración de empresas”*. Thomson-Civitas, Madrid.

¹⁹ Handy, D. (1997): *“Más allá de la certidumbre: los cambiantes mundos de las organizaciones”*. Ediciones Apóstrofe, Madrid.

3.2.2. Las opciones de compra de acciones

“A lo mejor parte de tu trabajo es poner remedio a eso, pero cada día que pasa sin una solución la gente se vuelve más desconfiada. Muchos llevan años esperando poseer un trocito de Pixar. Todos sus amigos de otras empresas han sido recompensados y ahora se sienten frustrados. Se sienten utilizados.” (Levy, 2018, pp.33)

“Steve no sabía hasta qué punto sus frustraciones con Pixar a lo largo de los años, el no haber dado opciones de compra de la empresa a sus empleados, por no hablar de su estilo personal, habían infundido el temor real de que pudiera echar a perder el ambiente familiar que reinaba en Pixar.” (Levy, 2018, pp.68)

Uno de los principales incentivos de participar en una empresa emergente o muy arriesgada frente a una más segura y consolidada en el sector era la oportunidad que podían dar a sus fundadores y empleados de participar en su éxito mediante las opciones de compra de acciones.

Una acción²⁰ es un título-valor que representa una parte alícuota del capital social de una sociedad anónima. Por tanto, invertir en acciones supone convertirse en copropietario de una sociedad, en la parte proporcional a la participación adquirida. Las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en mercados regulados se denominan sociedades cotizadas, según art. 495 TRLSC²¹.

Como propietarios de parte de la sociedad, los accionistas adquieren derechos económicos (derecho al dividendo, derecho de suscripción preferente, derecho a la cuota de liquidación...) y derechos políticos (derecho de información, derecho de asistencia y voto en las juntas generales de accionistas, derecho a impugnar acuerdos, etc.)²²

Las opciones de compra de acciones²³ otorgan a los empleados el derecho de comprar en el futuro una de esas participaciones de la empresa. Su excepcional valor reside en el hecho de que el empleado no pagará por su participación hasta después, cuando haga efectivo el derecho, al precio que tenía la participación en el momento en que recibió la opción de compra (usualmente cuando entra a trabajar en la empresa).

En el caso en que la empresa prospere mucho tras otorgarle la opción de compra, el valor de la participación puede aumentar significativamente, a pesar de que sólo se pagará el precio que ésta tenía en el momento de recibirse la opción, convirtiendo la diferencia en puro beneficio.

²⁰ CNMV (2024): “Infografía: Invertir en... Acciones”. Disponible en: www.cnmv.es/docportal/publicaciones/infografias/infografia_invertir_en_acciones.pdf [consulta: 17/01/2025]

²¹ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

²² CNMV (2024): “Guía: Cómo Invertir en Bolsa”. Disponible en: www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/Guia_Como_Invertir_en_bolsa.pdf [consulta: 17/01/2025]

²³ Fernández Álvarez, A.I. y García Olalla, M. (1992): “Las decisiones financieras de la empresa”. Ariel Economía, Barcelona.

Por poner un ejemplo: si la participación de una compañía vale un euro cuando el empleado entra en ella, y si ese empleado recibe una opción de compra de mil participaciones tres años después, el empleado seguiría pagando sólo un euro por participación independientemente del valor que tuviese en ese momento, ganando cien euros de beneficio por cada una de las acciones, o noventa y nueve mil euros de beneficio en total.

Un plan de opciones de compra consiste en la reserva de un porcentaje de las acciones de una empresa para otorgar a sus empleados, variando en empresas emergentes entre el 15 y el 40%, de acuerdo con Levy (2018). Steve Jobs, poseedor del 100% de las acciones de Pixar, tenía capacidad absoluta para determinar el número de participaciones que se incluirían en el plan de opciones de compra a los empleados.

Consciente de que este derecho, al ser reclamado, reduciría significativamente su participación en la empresa, optó por establecer el porcentaje de acciones reservadas entre un 15 o 20%. Este porcentaje era propio de las empresas de reciente creación y estaba muy por debajo de los estándares para una del tamaño de Pixar, compuesta por unos 150 empleados, con muchos de ellos ya veteranos con experiencia en el sector que en una situación normal tendrían derecho a una buena cantidad de opciones de compra.

Por si fuera poco, Jobs otorgó a varios ejecutivos una participación en los beneficios que produjeran las películas de Pixar, prometiéndoles que en un futuro podrían convertirlos en opciones de compra y excluyendo así al resto de empleados independientemente de su antigüedad. Esta dinámica²⁴, a largo plazo, favorecería la fuga de talentos en Pixar, lo que afectaría seriamente a su capacidad innovadora.

Para los empleados, la promesa incumplida de Jobs de poseer opciones de compra de acciones era su mayor motivo de resentimiento y amargura, además de propiciar un sentimiento colectivo de engaño y estancamiento. Si abandonaban la empresa, habrían perdido los mejores años de su carrera profesional sin poder compartir el futuro éxito de la misma, simplemente por pasión y el potencial de su trabajo, a pesar de los años de fracaso comercial que la compañía llevaba a sus espaldas.

En esta tesitura, Levy razonó que la cantidad de acciones puestas a disposición de los empleados, lejos de ser trivial, podría determinar el destino de Pixar. Debía encontrar un equilibrio que se caracterizaba por su precariedad. Pocas acciones supondrían la insatisfacción permanente de los principales y más antiguos empleados de Pixar, lo que sería un atentado directo contra la cultura sobre la que se cimentaba. Por otra parte, muchas acciones reducirían significativamente la capacidad de control que Jobs podría ejercer sobre la compañía.

²⁴ El concepto de remuneración vinculada a las acciones de la sociedad se regula en el art. 219 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

Este problema, ya de por sí peliagudo, tenía un agravante: la pronta salida a bolsa de Pixar. Jobs dejó clara su postura a Levy antes incluso de que entrase a trabajar para él: tenía intenciones de lanzar una oferta pública de suscripción (OPS) (véase el apartado “6.2. Las ofertas públicas de acciones: OPS y OPV” del trabajo) a finales del año 1995.

Que una empresa se disponga a salir a bolsa indica que su valor suele estar creciendo y que por ello es posible lanzar la OPS, lo que deriva en un aumento del precio de la opción de compra, que debería fijarse en una cantidad mucho más alta que si la empresa fuera nueva. Para los empleados supondría el pago de un precio mucho más alto del que habrían pagado años atrás, cuando, en teoría, deberían haber recibido esas opciones.

La cantidad de acciones puestas a disposición de los empleados era un tema de suma importancia, ya que el aumento del precio de las opciones podría paliarse con una concesión generosa de la cantidad de acciones a recibir. Y, sin embargo, Steve Jobs no tenía intención de reconocer estos factores:

“El precio de la opción no importa porque haremos que el valor de la participación sea muy alto.” (Levy, 2018, pp.94)

¿Cómo podía Levy satisfacer a Jobs de tal forma que permitiese una concesión más amplia de la cantidad de acciones de las que desprenderse en favor de sus empleados? Si bien no se tuvo en cuenta, la respuesta podrían ser las acciones de clase A y B.

3.2.3. Acciones de clase A y B

En el momento en que los empleados de Pixar hiciesen efectivas sus opciones de compra de acciones o éstas se vendieran a otros inversores, la participación de Steve Jobs en la empresa se vería significativamente mermada, reduciendo así su capacidad de control y poder de toma de decisiones. Este temor, tan latente, venía fundamentado por la situación que vivió en 1985, cuando la junta directiva de Apple cesó sus responsabilidades, obligándole así a irse de la empresa en contra de su voluntad.

En este ámbito, existe una forma de cotizar en bolsa sin perder el control:

Las acciones de clase A son un tipo de acciones ordinarias emitidas por las empresas y caracterizadas por un derecho de voto pleno y el pago de mayores dividendos, con prioridad sobre los activos en caso de liquidación de la entidad. Dirigidas principalmente a fundadores, ejecutivos de alto cargo, titulares de obligaciones convertibles, inversores con información privilegiada de la empresa... que desean influir sobre el proceso de toma de decisiones y mantener el control de la compañía en cuestión.

A veces, según cómo varíen las características intrínsecas de estas acciones, se les puede denominar acciones privilegiadas o preferentes.

Las acciones de clase B son, también, un tipo de acciones ordinarias emitidas por las empresas, pero con derechos de voto limitado y, habitualmente, un pago de dividendos mayor a las de clase A como compensación por esta restricción de voto. Normalmente, se dirigen a empleados u otros inversores con interés en invertir en la empresa, pero sin tener tanta influencia sobre el proceso de toma de decisiones.

A veces, según cómo varíen las características intrínsecas de estas acciones, se les puede denominar acciones sin derecho de voto o sin derechos políticos²⁵, según arts. 93 y ss. TRLSC²⁶.

La elección entre invertir en acciones de clase A o de clase B dependerá en última instancia de los objetivos de inversión y la tolerancia al riesgo de cada inversor. Si bien no es un método sencillo, grandes corporaciones como The New York Times, The Washington Post o Nike²⁷, que lanzó veinte millones de acciones de clase A y treinta de clase B, lo hicieron con éxito.

No fue así en el caso de Pixar, que dependió de la capacidad de persuasión de Levy para convencer a Jobs de ofrecer una cantidad de acciones ordinarias a disposición de los empleados relativamente suficiente, cuyos posibles efectos negativos fueron paliados en gran medida por el aumento de valor de las acciones tras el éxito de la OPS.

3.3. A nivel interno: La financiación empresarial

El carácter interno al que atiende este apartado refiere a que los aspectos intrínsecos en las decisiones y estrategias que en él se plantean surgen dentro del propio ámbito empresarial y funcionamiento de Pixar.

Es necesario recalcar que el tono presentado en los apartados “3.3.1. Criterios de creación de valor y selección de inversiones” y “3.3.2. El análisis de la asignación de capital”, en el que abordamos una serie de cuestiones fundamentales ligadas a la financiación, la asignación de capital o el enfoque funcional-departamental, se desvinculan en cierto modo del caso de referencia principal.

Esto es debido a que las cuestiones tratadas en ellos forman parte de la confidencialidad, criterios y el buen hacer de cada empresa y no se tratan en específico por el libro de referencia utilizado de Lawrence Levy. No obstante, es necesario reflejarlas para una correcta consecución del objetivo último de este trabajo.

²⁵ Faster Capital (2024): “*Acciones Clase B versus Acciones Clase A cual es la adecuada para usted*”. Disponible en: <https://fastercapital.com/es/contenido/Acciones-Clase-B-versus-Acciones-Clase-A--cual-es-la-adecuada-para-usted.html#es> [consulta: 11/12/24]

²⁶ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

²⁷ Knight, P. (2016): “*Nunca te pares: Autobiografía del fundador de Nike*”. Penguin Random House, Barcelona.

Siguiendo el procedimiento habitual planteado en el apartado “3.1. El proceso racional de dirección estratégica”, y tras un eficaz estudio de las metas y objetivos genéricos de Pixar, Levy zanjó el acuciante problema de las opciones de compra de acciones que atentaba contra el futuro y la buena marcha de la empresa.

Esto le permitió concentrarse en la resolución de los retos a superar que Jobs le había planteado desde el inicio, como obtener una rentabilidad positiva de las actividades de Pixar o conseguir su salida a bolsa.

3.3.1. Criterios de creación de valor y selección de inversiones

Si bien el objetivo común de toda compañía es la creación de valor, las diferentes fuentes de financiación de las que provienen los ingresos de una empresa siguen unos criterios medibles y cuantificables en materias de riesgo, rentabilidad y crecimiento, necesarios para el sostenimiento de las actividades que las conforman.

Tabla 3.2: Criterios de creación de valor y sus herramientas de cálculo

RIESGO	RENTABILIDAD	CRECIMIENTO
Sistemático/No diversificable y No sistemático/Diversificable	ROA (Económica), ROE (Financiera) y ROI (Inversión)	Gordon-Saphiro, PER, modelos de descuento, métodos de estimación

Fuente: Elaboración propia

- El **riesgo**²⁸ refiere a la posibilidad de que los resultados finales en un escenario no resulten los esperados y se encuentra íntimamente ligado a la rentabilidad generada por un proyecto, inversión o activo (en la volatilidad de los precios de las acciones, de los beneficios o rendimientos de la empresa, etc).

Riesgos intrínsecos a la toma de decisiones se dan en todos los aspectos de la vida de una empresa y limitan su adopción y consecución de objetivos extremadamente arriesgados.

Es importante destacar que existen dos tipos de riesgo: el sistemático o no diversificable y el riesgo no sistemático o diversificable. Este último es aquel que se puede eliminar de una cartera mediante la inversión en varios activos con correlación entre sus rentabilidades menor que perfecta y positiva.²⁹

Algunos de los más comunes son el riesgo de crédito, de mercado, de financiación, de tipo de interés o de cambio, operacional, reputacional, estratégico o de quiebra.

²⁸ Brealey, R.; Myers, S.C.; Allen, F. (2020): “*Principios de finanzas corporativas*”. McGraw-Hill, México, (13ª Ed.).

²⁹ Alexander, G. J.; Sharpe, W. F.; Bailey, J. V. (2003): “*Fundamentos de inversiones: Teoría y práctica*”. Pearson, Barcelona.

- La **rentabilidad**³⁰ es un criterio medible que puede subdividirse en:
 - **Económica (ROA)**: El retorno sobre los activos o *return on assets* es un indicador primordial para conocer cómo una empresa emplea sus recursos con el fin de obtener beneficios y aumentar su nivel de ingresos = **(Beneficio Neto (BN) / Activo Total (AT)) x 100**.

Un resultado positivo es producto de una estrategia económica óptima, traduciéndose en un uso eficiente de los recursos para obtener ganancias.

- **Financiera (ROE)**: El retorno sobre el capital o *return on equity* es el indicador que permite conocer si la gestión del equipo directivo de una empresa es eficaz, otorgando una rentabilidad positiva para sus inversores y accionistas en relación con el capital que se ha invertido en ella = **(Beneficio Neto (BN) / Patrimonio Neto) x 100**.

La forma en que ésta se relaciona con la rentabilidad económica da lugar a lo que se conoce como **Apalancamiento Financiero (AF) = ROE = ROA + (ROA-k)*D/E**. Cuando la rentabilidad económica (ROA) es mayor que el tipo de interés de la deuda (k), el endeudamiento potencia la rentabilidad del accionista sobre la rentabilidad general de la empresa, de lo que se desprende que:

1. Existe un mayor rendimiento del capital de inversores y accionistas.
2. La empresa ha financiado parte de sus activos para mejorar la rentabilidad de su capital (se dice que la empresa con deuda está apalancada).
3. La deuda se ha gestionado de forma eficiente y sin apenas riesgos.

- **Inversión (ROI)**³¹: El retorno sobre la inversión o *return on investment* es un cálculo de rentabilidad básico que indica el rendimiento de una inversión en relación con el capital aportado y los beneficios obtenidos en términos generales, y no de la empresa en específico (como ocurre con el ROA y el ROE) = **[(Ingresos – Gastos) / Gastos] x 100**.

La información que nos aporta evalúa el éxito de una estrategia de inversión (aquella que contribuya a conseguir una mayor rentabilidad), permitiendo escoger entre las distintas opciones disponibles.

³⁰ Brealey, R.; Myers, S.C.; Marcus, A.J.; Mateos-Aparicio, P. (2010): “*Finanzas corporativas*”. McGraw-Hill, Madrid.

³¹ Santander Asset Management (2025): “*Indicadores de rentabilidad financiera: ROA, ROE y ROI*”. Disponible en <https://www.santanderassetmanagement.es/aula-virtual/aprende-con-sam/indicadores-de-rentabilidad-financiera-roa-roe-y-roi/> [consulta: 19/12/24]

No obstante, se suele utilizar junto a otros criterios de valoración y selección de inversiones clásicos como el Valor Actual Neto (VAN; que mide el aumento de la riqueza al acometer inversiones productivas y que se prioriza frente al resto por referirse a la creación de valor en términos absolutos), la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR), el plazo de recuperación o *payback* (que indica el número de periodos necesarios para recuperar el desembolso inicial realizado en una inversión) o el Índice de Rentabilidad (IR)³².

- El **crecimiento**³³ de una empresa refiere a su incremento de tamaño mediante las inversiones realizadas en la misma.

Es uno de los objetivos prioritarios de los *shareholders* o directivos y gerentes propietarios de las acciones de la empresa y, de forma indirecta, de los *stakeholders* o partes interesadas y grupos de interés de la misma (como los clientes, proveedores, empleados o la Administración Pública).

No se debe obviar que no todo crecimiento es deseable para la creación de valor. Éste debe ser rentable para crear riqueza para sus accionistas, siendo así capaces de mantener un elevado ritmo de inversión durante largos periodos de tiempo, obteniendo rentabilidades altas.

Para poder decir que el crecimiento es rentable, deseable o de buena calidad, debe ocurrir que el coste de oportunidad de los capitales propios de la empresa (k_e) sea menor que su rentabilidad financiera (ROE). El caso contrario destruiría valor y carecería de sentido económico.

El valor del crecimiento o de los factores que en él influyen puede calcularse, estimarse, derivarse o despejarse de distintas fórmulas matemáticas correspondientes a modelos como el modelo de Gordon-Saphiro (1956), el modelo basado en el PER (*price-to-earnings ratio* o ratio precio-beneficio), modelo de descuento de dividendos, beneficios o flujos de tesorería, o mediante métodos de estimación de analistas o de la propia dirección de la empresa como puedan ser los ratios de crecimiento históricos o el crecimiento internamente sostenible (CIS).

³² Es necesario aclarar que todos estos criterios clásicos de selección y valoración de inversiones cuentan con determinadas condiciones de aceptación y jerarquización que no siempre son coincidentes entre sí, y que el cálculo de los mismos puede variar de acorde a la inclusión o modificación de otros factores como la duración del proyecto, la variabilidad o constancia de sus flujos o tasas de descuento y el crecimiento esperado.

³³ Fernández, P. (2012): “*Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*”. Gestión2000, Barcelona.

3.3.2. El análisis de la asignación de capital³⁴

Mediante el cálculo y referencia de los criterios de creación de valor en sus distintas vertientes podemos estudiar la calidad de las inversiones acometidas por la empresa comparando el beneficio adicional que va a generar con ellas (dependiente de la posición que ocupe la compañía en su respectivo sector de actividad) y cuán grande sea el desembolso necesario para acometerlas (dependiente de la envergadura del proyecto y la intensidad de capital que exija).

Estas cuestiones, tan fundamentales, conforman el análisis de la asignación del capital y son uno de los temas más debatidos y relevantes durante el proceso de toma de decisiones de cualquier negocio. Las posibilidades de obtención de capital por parte de una empresa son finitas:

1. Emitiendo deuda.
2. Aumentando el número de acciones (uno de los casos de la ampliación de capital).
3. Vendiendo activos.
4. Mediante el flujo de caja operativo generado internamente (el "cash" que genera el negocio).

Y la asignación de dicho capital, su destino, también lo es:

1. Cancelando deuda.
2. Comprando acciones propias.
3. Reinvirtiéndolo en el negocio (capex³⁵, I+D+i y activo circulante).
4. Comprando otros negocios (MyA: mergers and acquisitions; en español, fusiones y adquisiciones).
5. Pagando dividendos.

Tabla 3.3. Fuentes y usos del capital

FUENTES DE CAPITAL	USOS DE CAPITAL
Internas Flujo de caja operativo generado internamente o "cash" Venta de activos	Inversión Capex I+D+i Activo circulante Fusiones y adquisiciones
Externas Emitir deuda Emitir acciones	Devolución Cancelar deuda Recompra de acciones Dividendos

Fuente: Elaboración propia

³⁴ BESTINVER (2021): "La Asignación de Capital (Parte II): ¿Cómo financiar un negocio?". Disponible en: <https://www.bestinver.es/la-asignacion-de-capital-como-financiar-un-negocio-parte-ii/> [consulta: 19/12/24]

³⁵ "Capital Expenditures" (Gastos de capital): Inversiones que realiza una empresa para adquirir, mejorar o mantener activos a largo plazo.

Las decisiones que toma el equipo directivo, ya estén centradas en la construcción de activos tangibles o en el desarrollo de activos intangibles, marcan la senda a seguir al ejecutar las actividades operativas o de competencia en su sector de actividad. El precario equilibrio existente entre las opciones sobre cuáles de estas herramientas usar o evitar determinan en gran medida el rendimiento que obtendrán los *shareholders* o accionistas de la empresa³⁶.

Por poner un ejemplo, podemos destacar los aspectos positivos de la deuda: el pago de intereses se reduce junto a la base imponible con su uso, ya que el pago de impuestos se calcula tras la contabilización de todos los costes, incluidos los financieros. Además, financiar la compra de activos con más deuda (o menos capital) incrementa el retorno de los accionistas. No obstante, un exceso de deuda incapacitaría a la empresa a la hora de repartir dividendos o recomprar sus propias acciones, e incluso pondría en riesgo la solvencia de la compañía.

Es en la lectura de estos últimos apartados, tan técnicos pero de gran relevancia, donde concluimos que el valor de la empresa depende directamente de su crecimiento, el tiempo que se mantenga y la rentabilidad de sus operaciones.

La rentabilidad y el crecimiento efímeros no tienen valor, debido a las altas probabilidades de que la competencia copie los factores diferenciadores que los han hecho posibles en un periodo a corto plazo. Además, no todo crecimiento es rentable: Éste debe ser de calidad ($ROE > k_e$) o la creación de valor se verá comprometida, debiendo elevar la rentabilidad de sus operaciones por encima de sus costes de capital antes de tomar en consideración la idea de seguir invirtiendo para crecer³⁷.

Lawrence Levy, en su amplia experiencia como director financiero, tenía claras estas cuestiones. La gran pregunta era: ¿las tenía Pixar también?

3.3.3. Departamentos o áreas de interés

“No había caído en la cuenta de lo mala que era la situación financiera de Pixar. La empresa no tenía liquidez ni fondos, y su financiación dependía del capricho de una persona cuya fama de inconstante era proverbial.” (Levy, 2018, pp.19)

Edwin Catmull, como director Tecnológico de Pixar, explicó a Levy todo lo relativo a las actividades en las que se estaba trabajando desde antes de su incorporación a la plantilla, con el objetivo de conocer a fondo cómo funcionaba la dirección financiera de la compañía.

Lo más preocupante fue su afirmación acerca de la falta de un plan de negocio sólido. Hasta el momento, sólo las ventas del software de animación RenderMan, de algunas patentes y de spots o anuncios publicitarios con fines promocionales generaban ingresos estables que, por otra parte, no eran suficientes para sufragar los gastos en los que incurría la compañía.

³⁶ BESTINVER (2021): “La Asignación de Capital (Parte I): ¿Caballos o Jockeys?”. Disponible en: <https://www.bestinver.es/la-asignacion-de-capital-caballos-o-jockeys-parte-i/> [consulta: 13/12/24]

³⁷ BESTINVER (2022): “La asignación de capital (Parte III): las inversiones”. Disponible en: <https://www.bestinver.es/la-asignacion-de-capital-las-inversiones-parte-iii/> [consulta: 25/12/24]

Al mismo tiempo, gran parte del equipo estaba volcado en la finalización de un largometraje de animación, de título provisional Toy Story, con previsiones de estrenarlo al público en noviembre de 1995; un auténtico despilfarro técnico que era posible gracias al acuerdo que Steve Jobs firmó con Walt Disney Feature Animation en 1991 y que, aunque obligaba a Disney a aportar todos los recursos necesarios para la producción, promoción y distribución de la película, también le otorgaba todos los derechos y licencias de mercadotecnia como compensación junto con un porcentaje muy elevado de las ganancias del filme, por lo que muchos de los empleados de Pixar lo consideraban un contrato en exceso abusivo y limitante³⁸.

Así pues, si existía una estrategia comercialmente viable para Pixar con la que sentar las bases de un plan de negocio sólido y duradero, seguro que se encontraba en una o más de las mencionadas áreas de interés principales de la empresa. La nueva tarea de Levy como director Financiero era entenderlas todas.

No debemos olvidar que el sector de la animación por ordenador como parte de la industria del entretenimiento era un sector emergente, prácticamente un territorio inexplorado en plena fase de desarrollo y crecimiento.

Debido a ello, se procede sistemática y metódicamente en el análisis de las áreas de interés de Pixar mediante un enfoque funcional o departamental, haciendo una distinción añadida en el trabajo respecto a todas aquellas cuestiones que se puedan entender incluidas en el análisis a nivel externo por la intervención o mediación de terceras personas, y que se tratarán en el apartado “3.4. A nivel externo: Las alternativas de crecimiento” en adelante.

3.3.3.1. *El programa RenderMan y la elasticidad como concepto económico*

El mayor motivo de orgullo para Pixar era, sin duda alguna, el desarrollo de un programa informático que había resuelto uno de los más arduos problemas de la animación por ordenador de alta calidad en sus tiempos: la representación del color, la luz y la sombra con la misma calidad y detalle que imágenes fotográficas o cinematográficas.

Gozando de una gran reputación en el sector, RenderMan³⁹ se había utilizado para crear algunos de los más famosos efectos visuales del cine, como los dinosaurios de “Parque Jurásico” de Steven Spielberg, el cibernético de James Cameron en “Terminator 2” y los efectos especiales de “Forrest Gump”, entre muchas otras películas⁴⁰.

³⁸ Securities & Exchange Commission (1996): “Form 10-K”. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025]. Véase el Anexo 11.2, apartado “FEATURE FILM AND CD-ROM PRODUCTION”.

³⁹ PIXAR RenderMan (2025): “RenderMan: About”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/about> [consulta: 11/02/25]

⁴⁰ PIXAR RenderMan (2025): “RenderMan: Movies”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/movies> [consulta: 11/02/25]

Algunos de los desarrolladores del programa, a citar Ed Catmull, Loren Carpenter, Tom Porter, Tony Apodaca y Darwyn Peachey, seguían trabajando para Pixar incluso después de la fama que obtuvieron en 1993, año en que el equipo ganó el Óscar⁴¹ en la categoría de ciencia y tecnología, exhibiendo la codiciada estatuilla orgullosamente en el vestíbulo de la empresa ante todos sus visitantes.

A pesar de este éxito, el rendimiento a nivel de ventas de RenderMan era insuficiente, y no por motivos relacionados con su calidad. Pam Kerwin, como directora gerente de Operaciones Comerciales, dirigía el departamento encargado de la innovación, mantenimiento y distribución del programa.

RenderMan no era un producto para el consumidor. Así como sus innovaciones eran cruciales para el sector de la animación, también lo era su público objetivo: empresas dedicadas a efectos especiales, agencias de publicidad, estudios de cine... donde profesionales de la industria hacían su magia para crear, mediante la animación por ordenador, efectos especiales de gran calidad.

El mercado de referencia de RenderMan, donde se ubicaban sus potenciales compradores, constaba de tan solo unos cincuenta estudios importantes que operaban regularmente a ese nivel. Su utilidad venía dada por la cantidad de efectos especiales que se necesitaban en la producción de grandes películas, por lo que su nivel de ventas era de una excesiva volatilidad. Sólo las películas de mucho presupuesto o anuncios que querían causar gran sensación entre el público general desembolsaban la generosa cantidad de dinero que suponía la compra de un programa informático de tanta calidad (unos tres mil dólares en 1995)⁴².

Con las mejores perspectivas, Pixar podría vender unas mil copias anuales de RenderMan y obtener un resultado en beneficios de tres millones de dólares, una cantidad insignificante para una compañía cuyo principal objetivo era crecer para salir a bolsa. Sería necesario multiplicar por diez el número de ventas para que la venta del programa fuera viable, algo imposible en un mercado tan reducido, ya que no es posible la expansión de negocio en un mercado sin demanda.

En 1995, los ingresos por software (que incluían ingresos por licencias principalmente de RenderMan) ascendían a 3.1 millones de dólares, lo que apenas representaba una cuarta parte del total de ingresos de Pixar de ese mismo año (12.1 millones de dólares). Además, el costo de los ingresos por software como porcentaje de los ingresos relacionados fue del 16 %, debido a una reducción en los ingresos cada año por contratos de desarrollo de software de bajo margen, así como a un aumento en las ventas de RenderMan ToolKit, que tenía un margen bruto más alto que otros productos de software⁴³.

⁴¹ Oscars (2025): “*Oscars: Ceremonies*”. Disponible en: <https://www.oscars.org/oscars/ceremonies/2025> [consulta: 23/10/24]

⁴² Para una comparativa con los precios actuales véase: PIXAR RenderMan (2025): “*RenderMan Store: Sales & Pricing*”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/store> [consulta: 11/02/25]

⁴³ Securities & Exchange Commission (1996): “*Form 10-K*”. Disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025].

Por otra parte, uno podría pensar que, dada la alta calidad y necesidad que tenían los estudios de RenderMan, un programa líder y oscarizado, en la creación de los efectos visuales de sus películas, podría suplirse el bajo número de ventas con un incremento del precio. La realidad era que la existencia de otras alternativas, a pesar de ser inferiores, serían una opción más tentadora para ellos dado el bajo presupuesto que normalmente se destinaba en la industria cinematográfica a los efectos especiales hechos por ordenador.

Todos estos factores constituyen lo que en economía se conoce como elasticidad, que cuantifica la variación experimentada por una variable al cambiar otra. Si la variable estudiada es el precio, hablaríamos de elasticidad precio de la demanda (el grado en que la cantidad demandada responde a variaciones en el precio). Por otra parte, si tomamos como variable de referencia la renta de los consumidores, hablaremos de elasticidad renta de la demanda (grado de sensibilidad de la cantidad demandada ante cambios en la renta de los consumidores)⁴⁴.

Estas elasticidades permiten determinar el tipo de bien ante el que nos encontramos. Identificando RenderMan como un producto de lujo (elasticidad precio y renta mayores que 1), en los que el aumento del precio del bien disminuiría su cantidad demandada en un importe mucho mayor, Levy temió que los costes que asumía su departamento pudieran ser perjudiciales para la buena marcha de la empresa, dado los exiguos beneficios que generaba.

Si bien dejar de vender el programa sería una solución muy drástica, decidieron hacer uso de él a nivel interno y ahorrarse el considerable esfuerzo que Pixar hacía por vender el programa y asistir a los clientes por medio de algunos de sus mejores programadores. Esto daría pie a una reestructuración en funciones del personal, que verían sus capacidades mejor empleadas en otros departamentos.

A pesar de que las decisiones relativas a RenderMan no tendrían relevancia alguna en la estrategia de crecimiento ni en la salida a bolsa de Pixar, su historia no acaba aquí. En el apartado “3.4.1. El quebrantamiento de patente como caso de un proceso de negociación” veremos cómo puede dar lugar a una remuneración bastante jugosa con la que la empresa no podía ni soñar.

3.3.3.2. *Secciones de cortometrajes y publicidad animadas y la importancia del capital de marca*

Pixar no era un gigante en la industria de la computación gráfica y del cine por nada. Reconocidos tanto por su creatividad como por su carácter técnicamente pionero, sus cortometrajes habían marcado el inicio del entretenimiento animado por ordenador. Bajo la dirección de John Lasseter, director Creativo de Pixar, la empresa había ganado fama y prestigio desde el lanzamiento al público de Luxo Jr. en 1986, nominado a un Óscar en la categoría de mejor cortometraje animado.

Véase el Anexo 11.2, apartados “SELECTED FINANCIAL DATA” & “NOTES TO FINANCIAL STATEMENTS”, entre otros.

⁴⁴ Krugman, P. R.; Wells, R.; Graddy, K. (2014): “*Fundamentos de economía. 3ª Ed.*”. Editorial REVERTE, Madrid.

Ya citados en sus antecedentes, a esta obra pionera en su campo le siguieron Red's Dream en 1987, Tin Toy (galardonado, por fin, con el Óscar⁴⁵ al mejor cortometraje de animación) en 1988 y Knick Knack en 1989⁴⁶.

Se podría pensar que una trayectoria tan brillante en su haber sería una mina de oro con potencial opcionalidad de crecimiento, puesto que los cortos de animación se exhibían en ferias, festivales de cine e incluso en las salas de cine tradicionales como antecesoras de los largometrajes.

Sin embargo, estaríamos obviando que estos cortometrajes no tenían valor comercial alguno, y por el contrario eran realmente caros de producir. La realidad es que su creación surge por puro amor al arte o, en el caso de Pixar, para probar y desarrollar su tecnología, afinando el proceso de desarrollo narrativo. Ni siquiera era necesario analizar la situación económica del mercado de los cortos animados dado que por aquel entonces no había mercado.

No sucedía así con la publicidad, un tema en el que ahora daremos unas breves pinceladas pero que analizaremos en mayor profundidad en el apartado “3.4.3. Comercialización y publicidad”. El equipo de Pixar poseía herramientas suficientes para comercializar su tecnología mediante la producción y venta de breves secuencias de animación por ordenador para spots o anuncios publicitarios, con los que también obtuvo reconocimiento al ganar algunos prestigiosos premios Clio⁴⁷ cuando trabajó para empresas tan conocidas como Listerine, Chips Ahoy o Life Savers.



Imagen 4: Recorte del anuncio de Pixar para Listerine (1990)



Imagen 5: Recorte del anuncio de Pixar para Life Savers (1994)



Imagen 6: Recorte del anuncio de Pixar para Chips Ahoy (1995)

La reputación era un factor clave a la hora de que una compañía escogiese a Pixar para encargarse de su nueva campaña de publicidad. Como contrapartida, se encontraban con los elevados precios que exigían a quienes requerían de unos servicios de tal calidad. En el sector de actividad publicitaria, el negocio de los anuncios era esporádico, imprevisible y, como sucedía con el programa RenderMan, funcionaba bajo la premisa de unos presupuestos más que ajustados.

⁴⁵ Oscars (2025): “Oscars: Ceremonies”. Disponible en: <https://www.oscars.org/oscars/ceremonies/2025> [consulta: 23/10/24]

⁴⁶ PIXAR Animation Studios (2025): “PIXAR: Short Films”. Disponible en: <https://www.pixar.com/short-films> [consulta: 23/10/24]

⁴⁷ CLIOS (2025): “Winners Galley”. Disponible en: <https://clios.com/winners-gallery/> [consulta: 09/02/2025]

Por citar un ejemplo, un trabajo de treinta segundos de animación alcanzaba costes de hasta ciento veinticinco mil dólares, empleando a un equipo de entre tres y cuatro personas durante tres meses (Levy, 2018, pp.43). Dicha cifra cubría los gastos de producción y dejaba un breve margen de ganancias. Esto significaba que, si surgían imprevistos durante el desarrollo del metraje o la estimación inicial no era exacta, los beneficios obtenidos por la contrata se verían mermados hasta desaparecer al tener que paliar los gastos extraordinarios.

En definitiva, la sección de publicidad animada se veía en la misma encrucijada que el programa RenderMan: una contribución significativa para la economía de Pixar sería producto de un crecimiento exponencial en los beneficios de este departamento, pero estaban siendo limitados por la demanda y los precios prácticamente constantes que caracterizaban a la industria.

Ahora bien, aunque el aspecto de los ingresos y beneficios de ambos departamentos era desalentador, su trabajo fue clave para la buena marcha de Pixar. Habiendo citado conceptos tan importantes como el reconocimiento, la reputación, la fama o prestigio, introducimos ahora la noción de capital de marca.

Por una parte, una marca refiere al nombre, término, símbolo, diseño o combinación de ellos que trata de identificar los bienes y servicios de un vendedor o grupo para diferenciarlos de sus competidores. Consta de dos elementos básicos: el nombre o parte pronunciable y el logotipo o emblema, siendo estos los grafismos empleados para distinguirla y ayudar en su reconocimiento visual.⁴⁸

Por otro lado, la imagen es la representación mental de los atributos, beneficios, ideas e impresiones percibidos por el consumidor de un determinado bien o servicio, siendo el posicionamiento el lugar que ocupa este producto o marca en relación con otros competidores en el mercado.

Ambos conceptos se unen en la noción de capital de marca (*brand equity*) como el conjunto de activos y pasivos, tangibles e intangibles que, vinculados al nombre y símbolo de una marca, aumentan o reducen el valor aportado por un producto o servicio a la empresa y/o los clientes de la misma (Aaker, 1996). Consta asimismo de cinco componentes básicos: notoriedad, lealtad, calidad percibida y otras asociaciones y activos de marca.

El valor de la marca⁴⁹, calculado como la diferencia entre los ingresos extra generados por la marca y las inversiones necesarias (investigación de mercados, protección legal, acondicionamiento de los productos, esfuerzos de marketing, etc.), es una muestra inequívoca de que los factores de reconocimiento, reputación, fama o prestigio que mencionamos en este apartado contribuyen a la creación de valor fundamental como objetivo empresarial al reducir la incertidumbre en el proceso de compra de los consumidores, aportándoles un valor añadido sobre la identificación y diferenciación frente a otros competidores en el mercado de referencia.

⁴⁸ American Marketing Association (2017): “Branding”. Disponible en: <https://www.ama.org/topics/brand-and-branding/> [consulta: 11/02/25]

⁴⁹ Kotler, P. y otros (2006): “Dirección de Marketing, 12ª Ed.”. Prentice Hall. Madrid.

Para Pixar, la cuestión de la notoriedad de su imagen de marca resultaba una cuestión que llegaría a cobrar suma importancia y que se representa con claridad en el apartado “4. PLAN DE NEGOCIO”.

3.3.3.3. *El primer gran largometraje: Toy Story. Una noción básica de las limitaciones técnicas y contractuales*

Tras el fiasco exhibido por los departamentos encargados de la innovación, desarrollo, producción y distribución de RenderMan, cortometrajes y anuncios publicitarios, el departamento dedicado a Toy Story, el primer largometraje de Pixar, se presentaba como el último bastión en pie que sostenía toda la operativa y posibilidades de supervivencia de la compañía.

El estreno de Toy Story estaba previsto para el 22 de noviembre de 1995, con John Lasseter como encargado de la dirección creativa de la película y Bill Reeves como supervisor técnico.



Imagen 7: Cartel promocional original de Toy Story (1995)

No es que Pixar nunca hubiera producido un largometraje de animación por ordenador, sino que nadie en el mundo lo había hecho. Es cierto que podrían utilizarse cifras y referencias del cine y animación tradicionales para hacer estimaciones y previsiones sobre el comportamiento en taquilla, para el público general. Sin embargo, no dejaríamos de estar trabajando sobre meras suposiciones en un proyecto que empleaba una cantidad exorbitante de personal y recursos económicos para su consecución.

Para hacernos una idea, la producción de Toy Story requería de un trabajo eficaz permanente a nivel interno en todo el entorno empresarial para cumplir con los plazos necesarios para que la película pudiera estrenarse.

Era de vital importancia finalizar la música y las canciones, preparar la campaña publicitaria u otros muchos detalles en aspectos como la animación, la iluminación o la renderización antes de dar luz verde a su estreno. Para entender las implicaciones financieras del estreno de la película o la viabilidad de los largometrajes de animación como estrategia de negocio, había que entender con exactitud cómo generaban ingresos las películas.

Para empezar, Levy contactó de inmediato con Sam Fischer, el abogado que había negociado el contrato original que Pixar había firmado con Disney para producir la película, el 6 de septiembre de 1991⁵⁰.

⁵⁰ Securities & Exchange Commission (1996): “Form 10-K”. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025]. Véase el Anexo 11.2, apartado “FEATURE FILM AND CD-ROM PRODUCTION”.

Si bien no buscamos un análisis exhaustivo del contrato como tal en este trabajo, por ser de una especificidad muy concreta que se aleja de los objetivos generalistas que presentamos desde la introducción, mostramos las limitaciones, condiciones, términos, cláusulas contractuales y factores clave más destacables en el Anexo 11.1. “Características y especificidades del acuerdo entre PIXAR y Walt Disney Feature Animation (06/09/1991)”.

Las conclusiones que podrían derivarse de la lectura de estas cláusulas se resumirían en que, a cambio de la financiación para la producción de tres películas, Disney:

1. Prohibía a Pixar trabajar con otros estudios.
2. Debía aprobar las ideas de las películas de Pixar para su producción.
3. Decidía si era rentable hacer secuelas de dichas películas.
4. Ostentaba el control creativo de las películas.
5. Se quedaba con una parte mayoritaria de los beneficios aproximada al 90%.

Y aun así, Sam Fischer consideraba inusual que Disney cediera parte de los beneficios de las películas de animación, considerándolo como un favor en pos de la inversión previa que Pixar había realizado en la creación y desarrollo de su propia tecnología.

“A cambio de financiar tres películas, Disney ataba de tal manera a Pixar que era como si la empresa le perteneciera sin haber tenido que comprarla⁵¹. Y resulta que así eran los contratos que hacía Hollywood con los nuevos talentos.” (Levy, 2018, pp.52)

3.4. A nivel externo: Las alternativas de crecimiento

El carácter externo al que atiende este apartado refiere a que, por los aspectos intrínsecos a las decisiones y estrategias que en él se plantean, es necesaria la intervención o colaboración de terceras entidades ajenas al funcionamiento interno de la empresa.

Siguiendo el procedimiento habitual planteado en el apartado “3.1. El proceso racional de dirección estratégica”, y tras una correcta caracterización y delimitación de la situación en que se encuentra Pixar, utilizamos las conclusiones obtenidas en la etapa de análisis estratégico (apartados “3.2. A nivel objetivo: misión, visión y valores” hasta “3.4.4. El modelo financiero de previsión y los costes de bienes inactivos”) para diseñar posibles alternativas con las que alcanzar los objetivos impuestos en la presente fase de formulación estratégica.

⁵¹ Algo que finalmente hizo el 24 de enero 2006, alcanzando un acuerdo por valor de 7.400 millones de dólares (unos 6.097,6 millones de euros por aquel entonces. Cotización dólar a 20/01/2006 = 0,8240)

Estas alternativas se conocen como estrategias de desarrollo corporativo⁵², modificando la cartera de negocios o el conjunto de actividades en las que opera una empresa a lo largo del tiempo y que a su vez pueden subdividirse según sus aspectos básicos en:

- **Dirección de desarrollo:** determina la especialización y mantenimiento de las actuales actividades de la empresa (consolidación), el desarrollo de otras nuevas (crecimiento) o la recomposición de su conjunto, pudiendo plantearse el abandono de uno o varios negocios o el cambio de su sector de actividad (reestructuración).
- **Método de desarrollo:** determina los medios que llevan a cabo la dirección de desarrollo escogida.

Asimismo, gran parte de la naturaleza de las estrategias escogidas por Levy y que desarrollaremos en los próximos apartados corresponden al nivel de crecimiento, habitualmente analizado por las empresas mediante la Matriz de ANSOFF (Ansoff, 1976).

En dicha matriz, se plantean las alternativas o estrategias a escoger dependiendo de su relación entre la situación actual de la empresa (productos y mercados tradicionales) y los nuevos desarrollos.

Existen, por tanto, dos grandes alternativas de Crecimiento: la Expansión o Innovación (mediante la profundización⁵³ o penetración y el desarrollo de productos o mercados) y la Diversificación (que puede ser relacionada o no relacionada).

Tabla 3.4. Matriz de ANSOFF

	PRODUCTOS ACTUALES	PRODUCTOS NUEVOS
MERCADOS ACTUALES	Profundización o Penetración	Desarrollo de productos
MERCADOS NUEVOS	Desarrollo de mercados	Diversificación

Fuente: Ansoff, H.I. (1976): La estrategia de la empresa, Universidad de Navarra, Pamplona.

Las direcciones y métodos de desarrollo de Levy relativas a la formulación estratégica se subdividían en este punto en:

- **Estrategia a corto plazo:** Reducir el personal dedicado a la venta del programa RenderMan y abandonar paulatinamente el negocio de los anuncios o spots publicitarios.

⁵² Guerras, L. A. y Navas, J. E. (2015): “La dirección estratégica de la empresa”. Thomson-Civitas, Navarra.

⁵³ Única variante en la que no existe cambio en el campo de actividad.

Además, debido a la inexistencia de una sala de posproducción bien equipada en las instalaciones de la compañía, destinar este trabajo al Rancho Skywalker de George Lucas, en el condado de Marin, donde seguían manteniendo una buena relación comercial y filial.

- **Estrategia a largo plazo:** Definir Pixar como una empresa del sector del entretenimiento ante los inversores, destinando una mayor cantidad de recursos a la producción cinematográfica mediante la renuncia al programa RenderMan y a los anuncios publicitarios.

Ambas estrategias conforman la profundización o penetración en el mercado de la animación por ordenador, al considerarse esta como la única opción viable y rentable para el futuro de Pixar (véase el apartado “3.4.2. La segmentación y diversificación de mercado”).

Hay que considerar que una decisión de este calibre resultaría irreversible, por lo que Pixar debía estar preparada financiera, estratégica y psicológicamente para ello.

3.4.1. El quebrantamiento de patente como caso de un proceso de negociación

En la etapa de formulación estratégica es fundamental que los métodos guarden una fuerte coherencia con las direcciones de desarrollo planteadas al final del análisis funcional o departamental de Pixar. La consecución de los objetivos a largo plazo vendría determinada, a su vez, por la resolución de las estrategias a corto plazo.

En el caso de RenderMan, la vía a seguir no fue fácil. Entre sus múltiples innovaciones, la más revolucionaria correspondía a un efecto conocido como *motion blur* o movimiento borroso, por el que las imágenes generadas por ordenador sacrificaban resolución y nitidez para que el resultado final resultase más cohesionado y realista, como las que normalmente se ven en el cine tradicional⁵⁴.

Esta característica hacía posible la mezcla entre imágenes creadas por ordenador e imágenes reales que, junto con el resto de innovaciones y herramientas del programa, había sido efectivamente patentada por Pixar.

Estas patentes relacionadas con técnicas de muestreo de puntos pseudoaleatorios en gráficos por computadora estaban incorporadas en RenderMan, lo que resultó ser crucial para la supervivencia del departamento, ya que quienes desarrollasen el campo de la tecnología gráfica necesitarían aplicar este efecto y, por ende, debían comprar la licencia de uso a la compañía.

⁵⁴ PIXAR RenderMan (2025): “RenderMan: About”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/about> [consulta: 11/02/25]

Para el caso que nos ocupa, dos entidades en el mercado estaban infringiendo los derechos tecnológicos de Pixar⁵⁵: Microsoft y Silicon Graphics, principal proveedor de ordenadores de la industria de la computación gráfica, quienes estaban utilizando las técnicas para la creación de imágenes fotorrealistas generadas por computadora patentadas por Pixar sin la correspondiente compra de la licencia de éste.

La necesidad de la tecnología patentada podría ser una vía económicamente práctica para resolver temporalmente los problemas de liquidez de la empresa por medio de la oferta de una licencia de uso a un alto precio. Sin embargo, las complicaciones derivadas de un proceso judicial largo, con Pixar y sus programadores implicados, y el requerimiento de la contrata de unos abogados capaces de sustanciar una acusación tan grave de quebrantamiento de patente, podrían no compensar el beneficio económico que reportasen finalmente a Pixar.

El método más efectivo para la resolución de conflictos consiste en llegar a un acuerdo amistoso por parte de los implicados, una cuestión estrechamente relacionada con el concepto de proceso de negociación.

Dentro del análisis del entorno competitivo o específico actual se utilizan herramientas como el modelo dinámico de las cinco fuerzas de Porter⁵⁶ (Porter, 1985), que analiza el papel que ejercen en un mercado y determinan el grado de fortaleza de sus competidores en el momento del estudio.

Tabla 3.5. Clasificación de las fuerzas de Porter como amenazas en la competencia intrasectorial

COMPETENCIA INTRASECTORIAL/DIRECTA (en el sector)	
Amenaza Directa	Productos sustitutivos (amenaza de sustitución) Competidores Potenciales (amenaza de entrada)
Amenaza Indirecta	Clientes (poder de negociación) Proveedores (poder de negociación)

Fuente: Elaboración propia

En un proceso de negociación pueden darse relaciones competitivas, cooperativas o de dependencia, según el grado de rivalidad existente entre los competidores actuales. Las variables que influyen en él comprenden distintas naturalezas, ya sean el número y equilibrio entre competidores (concentración), la velocidad de crecimiento del sector, características de los productos (costes incurridos, diferenciación, grado de sustituibilidad, carácter perecedero...), restricciones legales o barreras emocionales y de salida, entre otras.

⁵⁵ La violación de patente es un delito regulado (en España) por la Ley 24/2015, de 24 de julio, de Patentes que, mediante demanda legal, puede implicar una sanción económica a pagar por parte del infractor, además de otras medidas cautelares como el cese en la producción o uso del bien o servicio infractor, según la sentencia dictada por el tribunal pertinente.

⁵⁶ Porter, M.E. (1985): “*Estrategia competitiva*”. CECSA, México.

Conocerlas bien es vital para el desarrollo y consecución de una relación comercial fructífera para ambas partes. Por ejemplo, en el caso que nos ocupa, se daba el hecho de que ni Microsoft ni Silicon Graphics podrían perjudicar realmente a Pixar. Las alternativas existentes en el mercado se lo impedían.

A pesar de esto, no era posible obviar el hecho de que necesitaban liquidez, y la necesitaban ya. Esta estrategia de financiación a corto plazo debía alcanzar una cifra de venta de licencias lo suficientemente alta como para retribuir justamente el uso indebido de RenderMan sin llegar a la obligación de enzarzarse en una batalla legal, con las cuantiosas inversiones de tiempo y dinero que se necesitarían para ello, a pesar de las altas posibilidades que tuvieran de ganarla.

Finalmente, alcanzaron un acuerdo de licencia no exclusiva para utilizar ciertas patentes de Pixar relacionadas con técnicas para la creación de imágenes fotorrealistas generadas por computadora con Microsoft Corporation en junio de 1995 por valor de 6,5 millones de dólares, y en marzo de 1996 con Silicon Graphics y sus subsidiarias por una cantidad ligeramente superior⁵⁷, además del aporte de créditos a Pixar para la adquisición de los ordenadores necesarios para producir sus largometrajes.

Muchos de los datos necesarios para este análisis ya han sido mencionados con anterioridad:

- Amenaza directa de **productos sustitutivos**: considerando el sector genérico de la animación, que por aquel entonces contaba con el gigante Walt Disney Feature Animation y el reciente estudio DreamWorks⁵⁸, nacido en 1994 de la mano de Steven Spielberg, esta amenaza era prácticamente menospreciable. Con Disney tenían un acuerdo y DreamWorks carecía de la experiencia y trayectoria de Pixar. Además, recordamos que la animación por ordenador era un sector en ciernes y que Pixar era un pionero de la materia.
- Amenaza directa de entrada de **nuevos competidores**: deberían tenerse en cuenta Walt Disney Feature Animation y DreamWorks por la posibilidad que existía de que diversificasen sus productos a este nuevo género, así como otras empresas de gran envergadura con capacidad suficiente para realizar los cuantiosos desembolsos que se requerían para finalizar un largometraje de animación por ordenador. Sin embargo, era altamente improbable que una empresa accediera a un negocio volátil y de tanto riesgo. Ahondaremos en ello en el apartado “3.4.4. El modelo financiero de previsión y los costes de bienes inactivos” mediante la obra de Harold L. Vogel “La industria de la cultura y el ocio: un análisis económico”.⁵⁹

⁵⁷ Securities & Exchange Commission (1996): “Form 10-K”. Disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025]. Véase el Anexo 11.2, apartado “PATENT LICENSING ARRANGEMENTS”.

⁵⁸ DreamWorks (2025): “Dreamworks: About”. Disponible en: <https://www.dreamworks.com/about> [consulta:12/02/25]

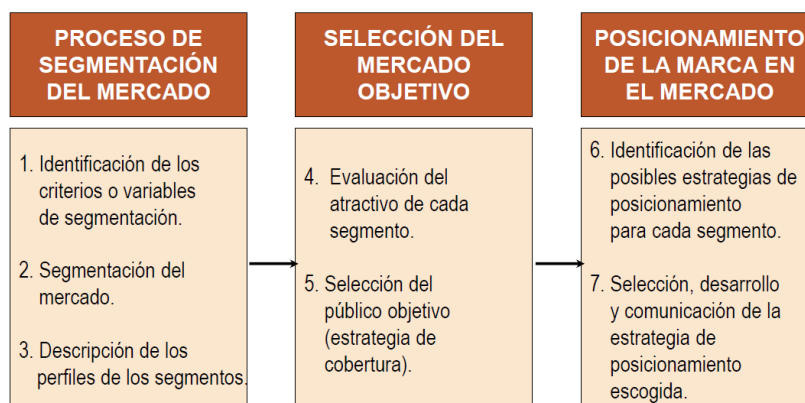
⁵⁹ Vogel, H. L. (2014): “La industria de la cultura y el ocio: un análisis económico”. Fundación SGAE, Madrid.

- Amenaza indirecta del poder negociación de **clientes**⁶⁰: para el año que nos ocupa, 1995, Microsoft suponía algo más de la mitad de los ingresos obtenidos por Pixar, debido al valor del acuerdo de licencia alcanzado descrito previamente. El hecho de tuviese tanto poder sobre Pixar se toma en consideración en el proceso de negociación de las patentes, favoreciendo una buena relación comercial entre ambas empresas.
- Amenaza indirecta del poder de negociación de **proveedores**: recordamos que las alternativas existentes en el mercado impedían a Microsoft y a Silicon Graphics, con quienes consiguieron la concesión de créditos para el aprovisionamiento de sus productos en el proceso de negociación de las patentes, que pudiesen perjudicar realmente a Pixar.
- La fuerza restante, la **rivalidad** entre competidores actuales, se considera nula, al no existir apenas mercado ni empresas que lo conformaran.

3.4.2. La segmentación y diversificación de mercado

Los departamentos de publicidad y cortometrajes animados se veían comprometidos a largo plazo. La idea de clausurar directamente sus actividades no era viable para Pixar por el momento, pero rondaba la cabeza de Levy como una opción muy posible, y quizá hasta deseable, en el largo plazo. Las alternativas al abandono de estos negocios se encuentran en los conceptos de segmentación y diversificación de mercado⁶¹.

Tabla 3.6. El proceso de segmentación del mercado y su desarrollo lógico



Fuente: Kotler, P. y otros (2006): “Dirección de Marketing, 12ª Ed.”. Prentice Hall, Madrid.

Si bien hemos hablado al principio del apartado “3.4. A NIVEL EXTERNO: Las alternativas de crecimiento” sobre las estrategias de desarrollo corporativo, es importante destacar que sólo la diversificación se encuadraría como tal, siendo la segmentación una estrategia competitiva o genérica, al ser utilizada para conseguir una ventaja competitiva frente a rivales, y no para modificar la cartera de negocios o el conjunto de actividades en las que se opera a largo plazo.

⁶⁰ Securities & Exchange Commission (1996): “Form 10-K”. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025]. Véase el Anexo 11.2, apartado “SIGNIFICANT CUSTOMERS AND SEGMENT REPORTING”.

⁶¹ Kotler et al. (2000): “Introducción al Marketing, 2ª Ed.”. Prentice Hall, Madrid.

La segmentación de la industria es un proceso que comprende la identificación dentro del sector analizado de áreas más reducidas con dinámicas competitivas particulares o diferentes entre ellas, por ejemplo, en las características de los productos, clientes o estrategias empresariales desarrolladas, que determinarían los grupos estratégicos⁶².

Tabla 3.7. Criterios de segmentación de mercados

	GENERALES	ESPECÍFICOS
OBJETIVOS	Segmentación sociodemográfica Demográficos: edad, sexo, etc. Socioeconómicos: renta, ocupación, etc. Geográficos: región, habitat, etc.	Segmentación comportamental Estructura de consumo: grande, mediano Uso de producto Fidelidad/lealtad a la marca/empresa Tipo de compra: primera o repetición Situaciones de compra Lugar de compra Momento de uso
SUBJETIVOS	Segmentación sociocultural o de estilos de vida Personalidad: liderazgo, autoridad, autonomía, etc. Estilos de vida: centros de interés, actividades, opiniones, familia, etc.	Segmentación funcional o por ventajas buscadas Ventaja o beneficio buscado Actitudes Percepciones Preferencias

Fuente: Kotler, P. y otros (2006): “Dirección de Marketing, 12ª Ed.”. Prentice Hall, Madrid.

Cuando la empresa centra su actividad en un segmento determinado, ya sea un grupo de compradores, un tipo de productos o un mercado geográfico, podrá servir al objetivo estratégico con mayor eficacia que si trabajara para el conjunto de la industria. Esto da lugar a distintas estrategias de cobertura en su mercado de referencia de acorde a los productos o mercados que determine prioritarios⁶³.

Tabla 3.8. Estrategias de cobertura del mercado de referencia

Concentración en un único segmento M1 M2 M3 P1 P2 P3			
Especialización selectiva M1 M2 M3 P1 P2 P3			
Especialización de producto M1 M2 M3 P1 P2 P3			
Especialización de mercado M1 M2 M3 P1 P2 P3			
Atención al mercado total M1 M2 M3 P1 P2 P3			

Fuente: Kotler, P. y otros (2008): “Fundamentos de Marketing, 8ª Ed.”. Prentice Hall, Madrid.

En el caso de Pixar, exponemos el ejemplo del mercado del vídeo, un nicho atractivo donde los cortometrajes y largometrajes podrían obtener gran relevancia en el largo plazo. El formato de vídeo comenzó a adquirir notoriedad en el campo de las películas de animación por ser una opción económica y viable para que las familias, principales consumidores de las mismas, pudieran disponer del filme en su casa en cualquier momento.

⁶² Kotler, P. y otros (2006): “Dirección de Marketing, 12ª Ed.”. Prentice Hall, Madrid

⁶³ Kotler, P. y otros (2008): “Fundamentos de Marketing, 8ª Ed.”. Prentice Hall, Madrid.

Las principales complicaciones a esta idea venían del bajo porcentaje de beneficios por la venta de vídeos que Disney había otorgado a Pixar en su acuerdo, limitados además durante todo su periodo de duración. Por otra parte, no existían precedentes recientes de empresas de animación independiente saliendo a bolsa, siendo Disney el caso más destacable cuando comenzó a cotizar en la bolsa de Nueva York en 1957⁶⁴.

Es por ello que debían tenerse en cuenta, además, las bondades de la diversificación dentro de las estrategias a corto plazo de Pixar. Mediante la ampliación de las actividades de la empresa en nuevos productos y mercados simultáneamente, se favorecen las posibilidades de crecimiento de la misma.

Muchas de las posibilidades de diversificación de mercado para Pixar venían dadas por su homólogo antecedente, Disney, que al ver la inestabilidad del sector de la animación comenzó a diversificar su negocio con acciones como:

- La fundación de una distribuidora de cine, Buena Vista Distribution, en 1953.
- Su incursión en el sector televisivo con la aclamada serie Disneyland, en 1954, emitida en la cadena ABC.
- La apertura del parque temático Disneyland en 1955.
- La expansión al ámbito de las películas convencionales, culminando con la pionera Mary Poppins en 1964.

Aunque las posibilidades eran casi infinitas, una a una fueron descartándose por motivos como la cuantiosa inversión inicial que requerían para su implementación y desarrollo (cifras exorbitantes impensables para una empresa con severos problemas económicos y de financiación), la monopolización durante años del sector en cuestión (en el ámbito distribuidor, por estudios de cine especializados) o las limitaciones impuestas por el acuerdo firmado con Disney, como la no posesión de los derechos de uso de los personajes de Pixar o la imposibilidad de distribuir sus propias películas.

Esto confirma el temor de Levy de que, hasta que el contrato con Disney no fuera renegociado o resuelto, Pixar se veía atada de pies y manos y no podía siquiera plantearse estas opciones de segmentación o diversificación.

3.4.3. Comercialización y publicidad

Comercializar correctamente Toy Story era fundamental. En una compañía con previsiones claras de establecerse como potencial competidor en el sector del entretenimiento, con unas perspectivas económico-financieras tan desfavorables, el estreno de su primer gran largometraje debía marcar un hito en la historia del cine de animación por ordenador.

⁶⁴ Plus500 (2024): “*Precio de las acciones de Disney: datos, cronología y precios históricos*”. Disponible en: <https://www.plus500.com/es-es/instruments/dis/disney-stock-price-facts~2> [consulta: 14/01/24]

La primera semana de exhibición en cines era crucial para marcar el tono general el resto del tiempo que estuviera en cartelera. Decisiones tan importantes como el número de diferentes avances o *teasers* que había sobre su próximo estreno, el tipo de público al que estaban dirigidos o al que atraían, las películas a las que acompañaban en sala o el alcance de la campaña publicitaria.

Todo esto quedaba en manos de Disney, con quienes tuvieron percances significativos en la gestión de la fabricación de juguetes u otros artículos comerciales o *merchandising* de Toy Story por un comienzo demasiado tardío y poca antelación en el aviso a los fabricantes habituales, quienes se negaron a cumplir sus rutinarios acuerdos de producción.

De todas estas gestiones y decisiones se encarga la comunicación de marketing⁶⁵, definida como el conjunto de informaciones y señales emitidas por una entidad a sus diferentes públicos con el objetivo de informar persuasivamente sobre los productos y servicios que ofrecen en el mercado.

Este mix de comunicación se compone de varios instrumentos diferenciados por su naturaleza y orientados a públicos objetivos distintos entre sí:

Tabla 3.9. Elementos del Mix de comunicación

Instrumento	Naturaleza	Público objetivo
Publicidad	Masiva	Grandes audiencias
Promoción de ventas	Masiva	Consumidores, intermediarios, prescriptores, vendedores
Venta personal	Personal	Consumidores, intermediarios, prescriptores
Relaciones públicas	Masiva y personal	Clientes, medios de comunicación, opinión pública, empleados, accionistas, directivos, etc.
Marketing directo	Masiva y personal	Consumidores, intermediarios, prescriptores...

Fuente: Armstrong, G. y otros (2011): "Introducción al marketing. 3ª Ed.". Prentice Hall, Madrid.

Ha de tenerse en cuenta que existen múltiples factores determinantes a la hora de escoger entre los distintos elementos del mix de comunicación, como los objetivos de comunicación establecidos por la organización, los recursos disponibles para su inversión, las características de los productos, el mercado o el público objetivo, las estrategias seleccionadas frente a los distribuidores, etc⁶⁶.

Entre los instrumentos escogidos por Disney para la campaña de publicidad y comercialización de Toy Story se distinguen dos con suma predominancia:

⁶⁵ Santesmases, M. (2009): "Fundamentos de marketing, 1ª Ed.". Pirámide, Madrid.

⁶⁶ Armstrong, G. y otros (2011): "Introducción al marketing. 3ª Ed.". Prentice Hall, Madrid.

1. Acciones como los avances promocionales o teasers del largometraje pertenecen a la categoría de **publicidad** por cumplir características como la identificación del anunciante (Disney y Pixar) frente al anonimato de los receptores (audiencia genérica), la falta de interacción entre emisores y receptores, el uso de medios y soportes publicitarios masivos o una comunicación de carácter remunerado y repetitivo por parte del anunciante.

Si bien la publicidad incentiva la demanda general junto a la notoriedad y conocimiento de la marca, cubriendo un gran alcance a bajo coste, se penaliza su carácter impersonal, la falta de interacción entre participantes y las elevadas inversiones de capital que requiere su producción y distribución.

2. Mediante la creación de una “Casa de la Risa” de Toy Story en Los Ángeles, el día del preestreno del largometraje en el cine El Capitán, Disney había puesto en marcha una actividad encuadrada dentro de la **promoción de ventas**. El edificio de tres plantas, lleno de entretenimientos y juegos para los niños, servicios de comida y espectáculos basados en la película, había convertido el preestreno de Toy Story en un acontecimiento familiar (Levy, 2018, pp. 151).

Estas acciones cumplen con las características relativas a la promoción de ventas por ser carácter temporal y local, dirigidas a los consumidores para estimular la demanda a corto plazo mediante incentivos económicos, materiales o, como en este caso, la realización de actividades específicas.

Un uso correcto y eficaz de los distintos instrumentos pertenecientes a la comunicación de marketing aseguran el éxito de una campaña publicitaria a largo plazo, con resultados reflejados en los ingresos y beneficios obtenidos por la empresa mediante la estimulación de la demanda y la fidelización o captación de nuevos clientes, lo que aumenta su mercado de referencia a la vez que preserva sus consumidores potenciales.

3.4.4. El modelo financiero de previsión y los costes de bienes inactivos

Delimitadas las opciones existentes en el resto de departamentos, la consecuencia lógica parecía ser la consagración exclusiva de Pixar al cine de animación independiente, incluso con las complicaciones derivadas de las cláusulas limitativas del acuerdo con Disney o los numerosos riesgos que suponía asumir la producción de largometrajes de animación en vídeo.

Desde el punto de vista económico, el análisis de la viabilidad de Pixar como entidad dedicada a la industria del entretenimiento era parte fundamental en el proceso de formulación estratégica. Lawrence Levy realiza una investigación minuciosa respaldada por el estudio realizado por el autor Hal Vogel en su obra “La industria de la cultura y el ocio: un análisis económico”⁶⁷ publicado en 1986, que ofrece una gran visión del conjunto del sector, examinando al detalle los principios económico-financieros que lo gobiernan:

⁶⁷ Vogel, H. L. (1986): “Entertainment Industry Economics: A Guide for Financial Analysis”. Cambridge University Press, Cambridge.



Imagen 8: Harold L. Vogel junto a su obra “La industria de la cultura y el ocio: un análisis económico” (1986)

“Muchas veces lo único que produce invertir en cine es, más que dinero, gratificación personal. Como en otros asuntos, lo que vemos no siempre es lo que obtenemos. Así, de cada diez grandes películas que se producen, seis o siete pueden considerarse poco rentables y una incluso un desastre.” (VOGEL, 1986, pp. 71)

“Desde el estricto punto de vista del inversor, la experiencia muestra que la mayoría de las pequeñas ventas de acciones iniciales de las empresas cinematográficas han producido por lo menos tantas pesadillas como beneficios tangibles.” (VOGEL, 1986, pp. 82)

Sin embargo, la generalización no es idónea para el planteamiento y consecuente desarrollo de una operación tan compleja como una salida a bolsa.

Detalles relevantes en un plan financiero incluían el procedimiento pormenorizado de cómo se obtenían e invertían los beneficios generados por la compañía, detalles cuyos criterios y métodos de cálculo se individualizaban para cada empresa en un modelo de previsión que Tim Engel, responsable financiero de Walt Disney Animation Studios, no quiso compartir con Pixar.

Como las características del programa RenderMan, estos modelos financieros eran patentados y utilizados sólo a nivel interno por motivos de confidencialidad y protección del modelo de negocio y con objetivo de asesorar a sus clientes, aportando muchísima más información que los informes de regalías u otros documentos de carácter contable no auditados⁶⁸.

La disponibilidad de un modelo financiero era de suma relevancia, pues aporta la base sobre la que plantear los cálculos, previsiones y estimaciones necesarias para una correcta consecución de los objetivos y las actividades de cualquier empresa. Pudo ser un golpe de suerte que Levy negociara con Sam Fischer, el abogado de entretenimiento de Pixar en Hollywood como socio de la firma de abogados Ziffren Brittenham, el “préstamo” de un modelo de previsión cinematográfico para cine convencional que, si bien no podían compartir con entidades ajenas, sí podía adaptarse para el cine de animación.

El acuerdo estipulaba que Pixar no utilizaría los datos originales para sus previsiones, sino que mediante la adaptación del modelo al cine de animación, la información suministrada por Disney y su posterior perfeccionamiento, crearían un modelo propio que la empresa cedente podría utilizar para sus operaciones de asesoramiento.

⁶⁸ Douma, S. y Schreuder, H. (2004): *“Enfoques económicos para el análisis de las organizaciones”*. Thomson-Civitas, Madrid.

Así, detalles como qué porcentaje de ingresos en taquilla se llevaban los estudios, estimaciones sobre el costo de comercialización de un largometraje, plazos en que se distribuía una película en vídeo, en televisión u otros mercados, su rendimiento, efectos del presupuesto de producción en los beneficios y acuerdos sobre el reparto de éstos, quedaban denotados y calculados.

Un apartado especialmente relevante para las empresas a la hora de averiguar su resultado de explotación, ya que no se da únicamente en el cine de animación, lleva el nombre de *carrying costs* o costes de bienes inactivos. Este concepto refiere a la parte de los costes fijos destinada al pago del salario de los empleados independientemente de que la empresa se encuentre o no en situación activa⁶⁹.

Una manera de lidiar con estos costes es emplear a los trabajadores en otros proyectos alternativos de investigación, desarrollo e innovación distintos del principal. Por ejemplo, cuando los estudios no estén produciendo una película, pueden destinar a sus animadores y técnicos en el perfeccionamiento de cuestiones técnicas, el desarrollo de videojuegos, o reforzar la plantilla disponible en otros departamentos para conseguir un mayor volumen de trabajo o mejor eficacia y eficiencia en la gestión de los proyectos actuales.

También pueden tomarse en consideración opciones como los ajustes de plantilla (despidos) o incluso la contratación temporal, pero no se contemplaron en las estrategias a seguir por Pixar (véase el apartado “3.4. A nivel externo: Las alternativas de crecimiento”) por atender contra su cultura empresarial y valores (véase el apartado “3.2. A nivel objetivo: Misión, visión y valores”), además de por la necesidad de personal dados los ajustados plazos para el estreno de Toy Story (véase el apartado “3.3.3.3.El primer gran largometraje: Toy Story. Una noción básica de las limitaciones técnicas y contractuales”).

4. PLAN DE NEGOCIO

Un plan de negocio⁷⁰ consiste en un documento estructurado donde se detallan los objetivos, estrategias y tácticas que una empresa pretende implementar para alcanzar sus objetivos con éxito. Este plan sirve como guía para la toma de decisiones, la gestión de recursos y la evaluación de riesgos, por lo que resulta ideal como conclusión al proceso racional de dirección estratégica en su última etapa: la implantación estratégica.

La ejecución y puesta en marcha de las estrategias elegidas en análisis anteriores se materializa en dos fases: evaluación y selección de las alternativas planteadas a ejecutar y la elaboración y aplicación de planes de soporte organizativo, sistemas de apoyo a la ejecución y sistemas de control a posteriori.

⁶⁹ Jiménez Cardoso, S. M.; García-Ayuso Covarsí, M.; Sierra Molina, G. J. (2002): “*Análisis financiero*”. Editorial Pirámide, Madrid.

⁷⁰ García-Tenorio Ronda, J.; García Merino, M. T.; Pérez-Rodríguez, M. J.; Sánchez-Quirós, I.; Santos Álvarez, M. del V. (2007): “*Organización y dirección de empresas*”. Thomson, Madrid.

Para el caso de Pixar resultó en:

- 1º. **Aumento del porcentaje de beneficios** obtenido por la producción de largometrajes a un mínimo del 50% (en el acuerdo se estipuló alrededor de un 10%), necesario para que Pixar pudiera cumplir sus objetivos:
 - 2º. Para lograr el primer supuesto, Pixar debía estar dispuesta a costear íntegramente o la mayor parte de la producción de sus películas para poder renegociar el acuerdo con Disney en un futuro. Incluyendo la captación y retención de talento, el pago de los costes de bienes inactivos y el cumplimiento de los nuevos retos técnicos, se estimaba un aumento de estos gastos entre los setenta y cien millones de dólares.
- Por ende, el segundo supuesto consistiría en la **obtención de**, al menos, **setenta y cinco millones de dólares**, un objetivo que la capitalización de Pixar mediante su salida a bolsa podría resolver con facilidad.
- 3º. **Incrementar el ritmo de producción de películas** en, al menos, una película por año. Ello requería un aumento significativo del tamaño de la empresa a medio y largo plazo.
 - 4º. **Dar a conocer la marca Pixar** en todo el mundo, cuya importancia narramos anteriormente en el apartado “3.3.3.2. Secciones de cortometrajes y publicidad animadas y la importancia del capital de marca”.

5. LA RESOLUCIÓN DEL CASO PIXAR

La consecución de los aspectos técnicos en ámbitos económico-financieros y de marketing, así como del proceso racional de dirección estratégica, deriva en la consagración exclusiva al fin último de la obtención de capital por parte de Pixar como única manera de cumplir con los objetivos expuestos en su plan de negocio.

La decisión de salir a bolsa se trata de un asunto financiero, estratégico, legal y mercantil que exige una planificación y previsión meticolosas. La única forma de que una pequeña empresa como Pixar consiguiese su objetivo de capitalización era salir a bolsa, dados los factores del excesivo monto requerido, el riesgo asumido por los inversores y los antecedentes de la compañía, que prácticamente eliminaban la posibilidad de recurrir a los bancos u otras fuentes de financiación tradicionales para su obtención.

El caso expuesto en este trabajo, que desarrollamos en el presente apartado y subapartados, corresponde con el de una OPS en el año 1995, también conocida en el derecho estadounidense como IPO o *Initial Public Offering* (en español OPI u Oferta Pública Inicial). Esta denominación genérica no hace distinciones en cuanto a la originariedad o no de los valores negociables adquiridos en una operación de estas características.

Remarcamos el carácter temporal y geográfico del caso de esta OPS, una meta signo de estatus y triunfo en el Silicon Valley de la época que no corresponde con la situación habitual para la capitalización de una empresa, relegada ahora a favor de las diferentes opciones existentes en los mercados actuales y que desglosaremos con mayor detalle en los apartados “6. SOCIEDADES COTIZADAS: OPCIONES PARA SALIR A BOLSA” y posteriores.

Mediante la OPS de Pixar, la empresa pasaría de ostentar la propiedad privada a ser de propiedad del público, en el sentido de que sus acciones dejarían de ser inaccesibles para el público general y comenzarían a cotizar en un mercado organizado donde pudieran ser negociadas entre oferentes y ahorradores, incrementando o disminuyendo así su valor debido a las fluctuaciones del mercado, entre otras variables⁷¹.

Esta operación se rige por una serie de leyes aprobadas por el Congreso de Estados Unidos y de cuya aplicación se encarga la Comisión de Bolsa y Valores o SEC (*Securities and Exchange Commission*⁷²), una agencia gubernamental que vela por la transparencia informativa de los inversores, procurando que ésta sea exacta y veraz.

Desde aquel momento, Pixar estaría expuesta al escrutinio público, obligada a revelar y detallar todos los pormenores de su negocio, con el objetivo último de evitar un mal uso de la información privilegiada por parte de los posibles inversores.

5.1. Factores clave del procedimiento^{73 74}

Independientemente de los requisitos estipulados por la normativa vigente del SEC estadounidense, el éxito de la salida a bolsa de Pixar vino determinado por una serie de factores fundamentales y comunes a cualquier operación de iguales o análogas características.

Hemos visto, mediante el proceso racional de dirección estratégica, importantes consideraciones que redundan en la salud y estabilidad económico-financieras de la empresa, así como en otros aspectos de igual importancia como su reputación, cultura, valores y decisiones tanto estratégicas como corporativas, a corto y largo plazo. Sólo cuando las estructuras económico-financieras, de gobierno corporativo y operativas de la empresa puedan resistir al escrutinio público, mediante un sólido historial de crecimiento y unas perspectivas de futuro claras, podríamos plantearnos una salida a bolsa exitosa.

⁷¹ Cuervo, A.; Rodríguez Sáiz, L.; Calvo, A.; Parejo, J. A. (2014): “*Manual de sistema financiero español, 25ª Ed.*”. Ariel, Barcelona.

⁷² Securities & Exchange Commission (2025): “*Main Page*”. Disponible en: <https://www.sec.gov/> [consulta: 06/02/2025].

⁷³ Faster Capital (2024): “*El trabajo critico de preparación antes de la salida a bolsa de una startup*”. Disponible en: <https://fastercapital.com/es/contenido/El-trabajo-critico-de-preparacion-antes-de-la-salida-a-bolsa-de-una-startup.html> [consulta: 25/02/25]

⁷⁴ Faster Capital (2024): “*Consideraciones estratégicas para la salida a bolsa de una startup*”. Disponible en: <https://fastercapital.com/es/contenido/Consideraciones-estrategicas-para-la-salida-a-bolsa-de-una-startup.html#Cumplimiento-Normativo-y-Marco-Legal> [consulta: 25/02/25]

Este delicado proceso, que representa la culminación de años de arduo trabajo y la validación de un modelo de negocio y su consecuente ejecución, requiere de una cuidadosa consideración de factores que equilibren las expectativas de las partes interesadas a la vez que mantienen sus valores comerciales tradicionales.

a) Tendencias de mercado:

El estudio de indicadores económicos, el sentimiento general de los inversionistas, las tendencias específicas del sector o industria, los movimientos de la competencia, la estabilidad en el marco regulatorio y legal o el alcance de ciertos hitos empresariales pueden ser deterministas para identificar el momento óptimo para una salida a bolsa exitosa.

Por ejemplo, cuando las condiciones del mercado son favorables y el interés de los inversores se caracteriza por su confianza, hablamos de un mercado alcista, que propicia una valoración más alta del precio de las acciones; en contra de lo que ocurriría en un mercado bajista, que podría frenar su entusiasmo y afectar negativamente a los precios.⁷⁵

Si bien los fundamentos de una empresa del sector del entretenimiento no se limitan a los de una sola de sus películas, el estreno de Toy Story se marcaba como una fecha clave en el calendario. Lanzar la OPS tras el estreno del largometraje conllevaba asumir el riesgo de un fracaso en taquilla, lo que supondría la pérdida de confianza de los inversores e inhabilitaría a Pixar para reunir los setenta y cinco millones de dólares que estipulaba su plan de negocio.

Por otra parte, aunque una OPS anterior al estreno podría aprovechar las expectativas del espectador en su beneficio, el fracaso en este escenario supondría un desplome en el precio de las acciones del que quizá ya no podría recuperarse, debiendo subsistir con una reputación negativa durante al menos los tres años que tardarían en producir una nueva película.

b) Fijación del precio de las acciones:

La determinación del precio de las acciones en una oferta pública es una decisión compleja y llena de matices cuyo objetivo es reflejar el valor de la empresa de tal forma que maximice el capital recaudado a la par que ofrezca potencial de apreciación para el inversor, quien en última instancia es el que está asumiendo el riesgo.

Encontrar un equilibrio para mantener el control de la empresa y su potencial de crecimiento futuro viene dado por las expectativas o tendencias del mercado de las que hemos hablado previamente, el posicionamiento estratégico y el análisis financiero; un enfoque multifacético que considera tanto métricas cuantitativas como factores cualitativos.

⁷⁵ González Garagorri, I. (2016): “*Sistema financiero, 2ª Ed.*”. Ediciones CEF, Madrid.

Las métricas cuantitativas del análisis financiero hacen referencia a técnicas de valoración de empresas de índole muy diversa, utilizando gran variedad de modelos basados en el balance contable, la cuenta de resultados del ejercicio, el fondo de comercio, el descuento de flujos de tesorería o el modelo de opciones reales inherentes a las oportunidades de inversión. Estos modelos utilizan variables comparables en empresas del sector (como los múltiplos de valoración o el ratio precio-beneficio) o estimaciones de analistas y de la propia dirección de la empresa basadas en datos estadísticos e históricos.^{76 77}

Las acciones de Pixar cotizarían en el mercado de valores electrónico automatizado Nasdaq. Su índice bursátil de referencia, *Nasdaq Composite*, junto con el *Dow Jones Industrial Average* y el *SyP 500*, es uno de los tres índices bursátiles más seguidos en los Estados Unidos⁷⁸.

Dentro del proceso de fijación del precio de las acciones existen dos precios de referencia:

- El primero, el precio de salida de la acción, es el precio al que las acciones comenzarían a venderse a los inversores. Cuando Pixar registrara su proyecto en la Comisión de Bolsa y Valores debía incluir una propuesta de precio que sería el que fijarían los bancos de inversión como un precio justo para invertir en Pixar, la “cifra definitiva” del valor de la empresa. Esta cifra reflejaba lo que los bancos de inversión pensaban que los inversores estarían dispuestos a pagar por las acciones de Pixar (Levy, 2018)

Dicha cifra se presenta en la gira de contactos con los inversores, cuyo grado de interés indicaría si el precio verdadero de la acción de Pixar sería igual, mayor o menor que el precio propuesto. Cuando los bancos de inversión lo conociesen, ajustarían el precio de salida a ese interés, pudiendo incluso llegar a suspender la salida a bolsa si el interés denotado era ínfimo o nulo.

- El segundo, el verdadero precio de la acción, no quedaría fijado hasta pasado el primer día de la salida a bolsa, semanas después del registro en la Comisión de Bolsa y Valores. Este precio determinaría el valor total de la empresa en un momento dado, así como el valor total de la participación de Jobs y de las opciones de compra de los empleados de Pixar (Levy, 2018)

El precio propuesto por los bancos de inversión de Pixar para sus acciones oscilaba en un rango de entre doce y catorce dólares, un precio que dejaba un margen lo suficientemente alto como para que el mercado y su demanda incrementaran el valor de estas hasta los veinte dólares, estableciendo así el valor de Pixar en unos setecientos millones de dólares.

⁷⁶ Copeland, T. E.; Koller T.; Murrin, J. (2004): “*Valoración: Medición y gestión del valor*”. Deusto, Barcelona.

⁷⁷ Nótese que muchos de estos modelos remiten al estudio realizado del factor de crecimiento en el apartado “3.3.1. Criterios de creación de valor y selección de inversiones”.

⁷⁸ Google Finance (2025): “*Nasdaq Composite Index*”. Disponible en: <https://www.google.com/finance/quote/.IXIC:INDEXNASDAQ> [consulta: 26/02/25]

c) Gobierno corporativo:

La composición de una estructura de gobierno con unas políticas sólidas es esencial para afrontar las complejidades de ser una empresa cotizada. Este equipo de profesionales consta de una coalición de líderes internos y asesores externos cuyos conocimientos y trayectoria en sus campos se complementan con un compromiso con el futuro de la empresa como entidad pública, definiendo los roles, responsabilidades y pautas éticas a seguir durante el proceso.

A nivel interno, la referencia es la junta directiva, cuyos miembros deben asegurar que la dirección estratégica de la compañía se alinee con los intereses de los accionistas, aportando credibilidad, gobernanza, supervisión y la experiencia necesaria para transmitir confianza a los inversores potenciales, quienes se fijarán en ella para validar la estrategia de la empresa.

Pixar estableció una junta directiva *“lo bastante creíble para que satisficiera a Hollywood, y lo bastante íntima para que satisficiera a Steve”* (Levy, 2018), integrada por personas que Jobs conocía bien, en las que confiaba, y que defendían los intereses de la compañía; siendo estos⁷⁹:

- Skip M. Brittenham: abogado de élite de Hollywood y asesor de estrellas.
- Joseph A. Graziano: director financiero de Apple cuando Steve aún trabajaba allí.
- Larry W. Sonsini: muy amigo y asesor de Steve durante años, con fama de ser un directivo excelente.
- Steven P. Jobs: presidente y director ejecutivo.

A nivel externo, es habitual contar con bancos de inversión que actúen como suscriptores o aseguradores principales de la operación, responsables ya no solo de determinar la valoración de la empresa y de estructurar la oferta de acciones puestas a disposición del inversor, sino también de garantizar el cumplimiento normativo.

d) Relaciones con los inversores:

El desarrollo de una estrategia sólida de relaciones con los inversores ayuda a generar y mantener la confianza con la comunidad inversora mediante una comunicación eficaz tanto con los accionistas como con el mercado, algo que resulta de vital importancia en el proceso de fijación del precio de las acciones y, consecuentemente, del valor de la empresa.

La gestión de las expectativas y la obligación de proporcionar información clara y precisa sobre el desempeño y estrategia de la compañía quedan relegadas a lo que se conoce como gira de contactos, *dog and pony show* o *roadshow* que, junto con la banca de inversión, constituyen el proceso principal de la oferta pública inicial de Pixar y desarrollamos en los siguientes subapartados.

⁷⁹ Securities & Exchange Commission (1996): *“Form 10-K”*. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025]. Véase, en el original, apartados “EXECUTIVE OFFICERS OF THE COMPANY” y “POWER OF ATTORNEY”.

5.2. Banca de inversión: funcionamiento e idoneidad

Si bien ya hemos podido comprobar la importancia fundamental de la banca de inversión al hablar sobre el proceso de fijación del precio de las acciones, como garantes del cumplimiento normativo o como suscriptores y aseguradores principales de las ofertas públicas, su funcionamiento e idoneidad para operaciones de este calibre resulta de una complejidad tal que podría afirmarse que ocupó la mayor parte del proceso de salida a bolsa de Pixar.

La banca de inversión actúa como intermediario financiero a gran escala entre los inversores y los empresarios. Dado el ingente volumen de capital que se mueve en estas operaciones, su actuación resulta indispensable para garantizar la calidad de los negocios en que los inversores depositan su confianza.

Dentro de las principales tareas de los bancos de inversión se encuentra la de realizar un estudio analítico pormenorizado de todos los aspectos que influyen en la marcha de un negocio con el objetivo de calcular el valor y el riesgo que supondría invertir en él, ya sean su historia, activos y pasivos, productos que oferta al mercado, beneficios, mercados en los que opera, disponibilidad de canales de distribución, la experiencia de su consejo de administración, competitividad o cualquier factor que tenga influencia en su éxito.

Con esta información comienzan su actividad de intermediación, facilitando el encuentro de potenciales inversores y su posterior compra de acciones, de la que retienen un pequeño porcentaje del volumen de dichas compras como compensación por el servicio ofrecido. La reputación de un banco de inversión viene directamente determinada por su capacidad para hacerles comprender de forma efectiva el valor y riesgos a los que se encontrarían expuestos.

Tanto Goldman Sachs como Morgan Stanley tenían una excelente reputación en la banca de inversión mundial, por lo que el hecho de que uno de ellos dirigiese la salida a bolsa de una empresa suponía un gran prestigio para ésta. En la época, Morgan Stanley coordinó la salida a bolsa de muchas empresas famosas en Silicon Valley como Apple en 1980 o la emergente Netscape en 1995, desafiando la práctica estándar de esperar a que una empresa mostrara ganancias sólidas antes de someterse a una OPI⁸⁰.

En el ámbito de las ofertas públicas era habitual que interviniese más de un banco de inversión, dependiendo del tamaño de la operación, de la disposición de los inversores y de la necesidad de expertos especializados en el sector.

Uno de ellos actuaba como principal y asumía la dirección de la operación, el proceso de valoración de la empresa, la supervisión de los trámites con la Comisión de Bolsa y Valores, la presentación de la empresa a los inversores y el inicio de la compraventa de las acciones en los mercados bursátiles.

⁸⁰ Nutshell (2012): “La evolución de Internet: de Netscape a Microsoft”. Disponible en: <https://www.nutshellapp.com/publicsummaries/la-evoluci%C3%B3n-de-internet%3A-de-netscape-a-microsoft> [consulta: 26/02/25]

La elección e idoneidad de los bancos de inversión a escoger para coordinar la salida a bolsa de Pixar marcaría todo el rumbo de ésta. Debido a la fama de liderazgo que tanto Goldman Sachs como Morgan Stanley mostraban en su operativa, rara vez coincidían como partícipes en una misma operación, por lo que era de esperar que Pixar sólo contase con uno de ellos.

Hacemos aquí un resumen de los principales eventos que marcaron la senda de Pixar, de donde se podrán ver similitudes con el procedimiento habitual actual regulado a nivel nacional y que trataremos al detalle en el apartado “6.3.4. Procedimiento” del trabajo:

- 1º. Reunión presencial con los directores de ambos bancos de inversión: Frank Quattrone de Morgan Stanley y Eff Martin de Goldman Sachs, en la que Steve Jobs exponía la historia y visión de Pixar mientras que Levy explicaba la estrategia de negocio, sus retos y riesgos.
- 2º. Visita informal a la sede de Pixar en Point Richmond por parte de expertos analistas para conocer de primera mano la empresa, sus departamentos y actividad. Posteriormente, se habló con ellos de manera formal sobre los detalles del proyecto de Pixar, plan de negocio y riesgos.

Es importante resaltar aquí que las conversaciones no estuvieron supeditadas a Goldman Sachs y Morgan Stanley. El fundador y presidente de Robertson Stephens, Sandy Robertson, también acudió a las negociaciones.

Si bien este banco no tenía ni el tamaño ni la influencia de Morgan Stanley y Goldman Sachs, ni era experto en la industria del entretenimiento, era uno de los pocos bancos de inversión especializados en salidas a bolsa de empresas de alta tecnología.

Además, fue el banco principal de la OPS de Electronics for Imaging, de donde Lawrence Levy fue director financiero y vicepresidente antes de comenzar a trabajar para Pixar, por lo que tenían muy buenas relaciones con él.

- 3º. Tras estas reuniones, los bancos de inversión informan a Levy de su proceso decisorio, una evaluación del modelo de negocio por parte del comité de compromisos⁸¹ formado por altos directivos. La evaluación resulta en el rechazo de Goldman Sachs y Morgan Stanley, pero con la aprobación de Robertson Stephens, quien sería su banco de inversión principal y encabezaría la OPS de Pixar.

⁸¹ Años después de la salida a bolsa de Pixar, se le comunicó a Levy de manera informal y extraoficial que el comité tuvo serias dudas sobre si participar en la operación. Llegaron a reunirse hasta tres veces, *“preocupados por la insistencia de Steve en poner un precio muy alto y por la posibilidad de que a los inversores no les gustara que Steve dividiera sus responsabilidades entre Pixar y NeXT. [...] El comité se fío porque mi idea de los riesgos coincidía con la suya y creyeron que influiría sensatamente a la hora de valorar Pixar. También creyeron que mi presencia compensaría la dedicación de Steve a Pixar.”* (Levy, 2018, pp.159)

- 4°. Ya que Robertson Stephens era un banco especializado en alta tecnología, la búsqueda de nuevos bancos de inversión interesados en participar en la salida a bolsa de Pixar se enfocó, en este punto, en encontrar uno especializado en la industria del entretenimiento.

Para ello, Lawrence Levy recordó el importante papel que ejerció el libro de Hal Vogel para el estudio y diseño del plan de negocio de Pixar y descubrió que ahora era director gerente y analista de entretenimiento, medios de comunicación y juegos de azar en Cowen and Company, un banco de inversión especializado de Nueva York.

Mediante una serie de negociaciones, Cowen and Company aceptó ser el tercer banco de inversión participante. Esto significaba que sería el que menos acciones compraría, algo lógico de tener en cuenta que el número de clientes en el banco interesados en invertir en una oferta pública era bastante menor comparado con sus coetáneos. Lo importante de este acuerdo era poder contar con el respaldo de Hal Vogel, analista cuyas credenciales en la industria del entretenimiento no podían ser mejores.

- 5°. Al igual que Levy, Jobs pensó en Hambrecht and Quist, un banco de inversión especializado en tecnología, que participó en la salida a bolsa de Apple en 1980 como segundo banco tras el principal.

Su aceptación completó el equipo de bancos de inversión donde se colocarían las acciones de la OPS de Pixar: Robertson Stephens como banco principal que, junto con Hambrecht and Quist, eran especialistas en la alta tecnología, y Cowen and Company como especialista en la industria del entretenimiento.

- 6°. Finalmente, antes del comienzo de la gira de contactos, debía redactarse un documento legal conocido como *prospectus* que sería registrado en la Comisión de Bolsa y Valores y repartido a todos los posibles inversores, donde se detallarían todos y cada uno de los aspectos del negocio de Pixar, cualitativa y cuantitativamente, junto con los riesgos asociados a su inversión.

Ya que su objetivo fundamental era que todo el mundo conociese los pormenores del modelo empresarial de Pixar, sería necesario contar su historia, ideas, plan de negocio, tecnología desarrollada y utilizada, procesos de animación y producción, competencia, riesgos, ejecutivos y miembros de la junta directiva, propiedad de las acciones y de las opciones de compra para empleados, entre otros elementos.

Una vez redactado, se sometería a la consideración de la Comisión de Bolsa y Valores, que haría las observaciones pertinentes sometidas a modificación para no imposibilitar la salida a bolsa. Pixar registró el *prospectus* o proyecto de Pixar el 12 de octubre de 1995, con un precio por acción de 12 a 14 dólares. Fue aprobado a las dos semanas de su presentación, dando vía libre al comienzo de la gira de contactos para presentar Pixar a los inversores.

Con estas perspectivas regía el mes de noviembre de 1995:

- *Lunes 6*: Comienzo de la gira de contactos con los inversores, con una duración aproximada de dos semanas.
- *Domingo 19*: Pre-estreno de Toy Story en el cine El Capitán de Hollywood.
- *Miércoles 22*: Estreno al público general de Toy Story.
- *Sábado 25*: Veredicto cuantitativo sobre el éxito del largometraje.
- *Miércoles 29*: Salida a bolsa de Pixar.

5.3. La gira de contactos como elemento fundamental de las relaciones con los inversores

La gira de contactos, *roadshow* o *dog and pony show*⁸² consiste en una serie de presentaciones que se extiende durante una o dos semanas en las que el equipo directivo de una compañía se presenta a inversores potenciales a nivel nacional o internacional para despertar su interés antes de realizar una salida a bolsa.

La retroalimentación recibida forma parte del proceso de fijación de las acciones, pues el interés demostrado ayuda, junto con las previsiones de los analistas de la banca de inversión, a establecer un precio justo con posibilidades de aumento de valor a la vez que asegura el compromiso de los inversores.

En estas presentaciones, el equipo directivo tiene la oportunidad de transmitir una visión amplia y pragmática sobre la historia de la empresa, sus ideales y aspiraciones, estrategias, plan de negocio y potencial de crecimiento sostenible y continuado en el tiempo, adaptándola para resaltar sus fortalezas y abordar posibles inquietudes.

Se trata de transmitir la esencia de la misión de la empresa, los problemas que resuelve y las oportunidades que aprovecha, generando confianza y optimismo. Elaborar esta historia requiere una comprensión profunda del mercado, el panorama competitivo y la propuesta de valor única de la empresa.

Para los inversores, esto les permite evaluar el liderazgo de su equipo directivo y decidir si la inversión se alinea con su estrategia de cartera, además de comprobar que la historia presentada cumpliera con todos los matices y requisitos legales exigibles por la normativa de los mercados de valores.

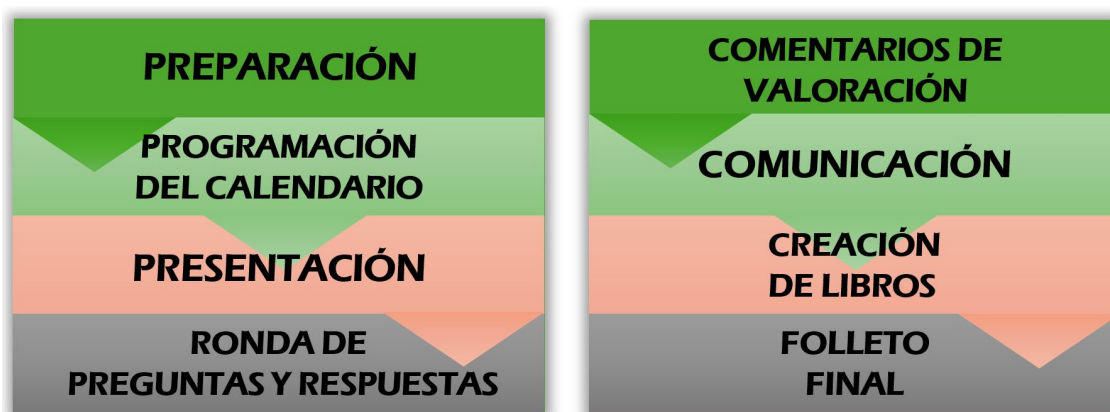
La gira de contactos suele seguir un patrón o procedimiento que, si bien puede estar sujeto a modificaciones por parte de las consideraciones de la empresa sujeta a la oferta pública pertinente, presentamos aquí a modo ilustrativo⁸³:

⁸² Knight, P. (2016): “*Nunca te pares: Autobiografía del fundador de Nike*”. Penguin Random House, Barcelona.

⁸³ Faster Capital (2024): “*Consideraciones estratégicas para la salida a bolsa de una startup*”. Disponible en: <https://fastercapital.com/es/contenido/Consideraciones-estrategicas-para-la-salida-a-bolsa-de-una-startup.html#Cumplimiento-Normativo-y-Marco-Legal> [consulta: 25/02/25]

1. **Preparación** de la presentación con la que atraer a los inversores.
2. **Programación del calendario:** citas, horarios, ciudades y personas involucradas en las reuniones. Lo habitual es que dure entre una y dos semanas en las que se visiten los principales centros financieros del país. En el caso de Pixar, por ejemplo, se acudió a San Francisco, Los Ángeles, Nueva York, Boston y Londres, entre otras ciudades.
3. **Presentación** de las reuniones como tal, en las que los directores ejecutivo y financiero exponen ante los analistas, administradores de fondos e inversores institucionales.
4. **Ronda de preguntas y respuestas:** que dé opción a los inversores a profundizar en las operaciones de la empresa.
5. **Comentarios de valoración:** es posible requerir la colaboración específica de los partícipes en las reuniones para que expongan sus ideas respecto a la valoración de la empresa, con objetivo de ajustar el rango de precios de las acciones fijado para la oferta pública.
6. **Comunicación:** los inversores contactan con los bancos de inversión involucrados para transmitirles sus intenciones de compra. Debemos señalar que su grado de interés no suele mostrarse previo a este momento, ya que su objetivo es no causar una expectación que haga subir el precio de las acciones antes de que las compren.
7. **Creación de libros** a nivel económico, financiero y contable. Los bancos de inversión involucrados miden la futura demanda de las acciones acorde a las reacciones causadas en los inversores, lo que les permite fijar el precio de la oferta pública.
8. **Folleto final:** al acabar la gira de contactos, la empresa emite un folleto final con el precio oficial y el número de acciones que se ofrecen.

Tabla 5.1. Proceso ilustrativo de la gira contactos



Fuente: Elaboración propia

Es decir, primero los bancos de inversión proponen un precio que se registra en el *prospectus* de la Comisión de Bolsa y Valores y se presenta en la gira de contactos con los inversores para, posteriormente, obtener un nuevo precio para la salida a bolsa que refleja el interés suscitado gracias a la gira en la demanda de las acciones. Este precio puede disminuir o aumentar por las fluctuaciones del mercado una vez que la empresa comenzase a cotizar.

5.4. Cifras cuantitativas de la salida a bolsa de Pixar y por qué ésta fue un éxito

“La salida a bolsa de Pixar fue un gran éxito no sólo porque la empresa realizó Toy Story (que se estrenó la misma semana de la IPO) con una nueva tecnología de animación por ordenador, sino porque estuvo respaldada por un contrato de varias películas con los grandes estudios de Disney y la dirigía un consejo de administración formado por ejecutivos de impresionante y consolidada reputación.” (Vogel, 2014, pp.117)

El banco de inversión Robertson Stephens, banco principal de la oferta pública de Pixar, comunicó la posibilidad de fijar el precio de la acción a más de veinte dólares dado el interés suscitado en los inversores durante la gira, frente al precio inicial propuesto de entre doce y catorce dólares calculado por sus analistas.

Finalmente se convino un precio de salida de veintidós dólares por acción, lo que resultaba en una valoración de Pixar de ochocientos millones de dólares, de los cuales se obtendrían más de ciento cincuenta en efectivo⁸⁴. Ya con estas perspectivas se cubría ampliamente el requisito de los setenta y cinco millones estipulados en su plan de negocio.

El miércoles 29 de noviembre, Pixar comenzó a cotizar bajo el nombre de *PIXR* en el mercado bursátil Nasdaq, con un total de 6,9 millones de acciones a la venta por veintidós dólares cada una (Vogel, 2014, pp.117). Sin embargo, la ingente demanda inicial elevó dicho precio a treinta y nueve dólares por acción al final del día, lo que otorgaba a Pixar un valor de mercado de casi mil quinientos millones de dólares (Levy, 2018, pp. 158).

Al día siguiente, The Wall Street Journal hizo eco de este suceso en sus periódicos:

**STEVE JOBS ATACA DE NUEVO
Y SE HACE MULTIMILLONARIO CON LA SALIDA A BOLSA DE PIXAR**

Muchos analistas piensan que el valor de mercado de Pixar, unos 1.460 millones de dólares, es señal de que los inversores se han vuelto locos. Disney se llevará entre el 80 y el 90 por ciento de las ganancias de Toy Story, y tiene sujeto a Pixar a un contrato de tres películas hasta al menos 1999 que promete ser mucho más provechoso para Disney que para Pixar^{85 86}.

⁸⁴ Nótese que el efectivo al que se hace referencia es cálculo directo del número de acciones ofertadas en bolsa multiplicado por su precio intrínseco (6,9 millones de acciones x \$22 c/u = \$151,8 millones), frente a la valoración de mercado de la empresa, que tiene en cuenta otras variables de acuerdo con el modelo utilizado, y que fueron mencionados en los apartados “3.3.1. Criterios de creación de valor y selección de inversiones” y “5.1. Factores clave del procedimiento”, cuando se habla del proceso de fijación del precio de las acciones.

⁸⁵ G. Christian Hill (1995): “*Steve Jobs Is Back in the Saddle Again, Becoming a Billionaire in Pixar IPO*”. The Wall Street Journal, Nueva York.

⁸⁶ The Wall Street Journal (1995): Disponible en: <http://blogs.wsj.com/wsj125/2014/11/29/nov-30-1995-pixars-ipo/> [consulta: 27/02/25]

Respondiendo al escepticismo respecto de la valoración de Pixar, Los Angeles Times citaba a Jobs:

«No soy yo quien decide lo que vale, para eso hay un mercado. Pero somos los segundos estudios en sesenta años que producen una película animada que es un éxito, y lo hacemos en un nuevo medio de computación gráfica tridimensional.»^{87 88}

El éxito mencionado respecto al largometraje Toy Story es consecuencia directa de su recaudación, que alcanzó un total de casi ciento noventa y dos millones de dólares en 1995 y la convirtió en la película más taquillera de ese año, además de en la tercera película animada más taquillera de la historia hasta el momento, después de Aladdin y El rey león.^{89 90}

6. SOCIEDADES COTIZADAS: ¿CÓMO COMIENZA A COTIZAR UNA EMPRESA?

El concepto de “Bolsa”, al que hemos hecho alusión a lo largo de este trabajo, refería prácticamente a la totalidad de los mercados organizados allá por 1995, cuando toma lugar nuestro caso de referencia. Sin embargo, la evolución de los mercados bursátiles ha dado lugar a diferentes opciones, operaciones, medios y vehículos que permiten a las empresas cotizar en plataformas de negociación.

Dejamos ahora de lado el caso práctico de referencia de Pixar para centrarnos, en exclusiva, en estos mercados y operaciones a nivel nacional. El presente apartado y subapartados pretenden dar una noción amplia y fundamentada sobre ellos, explicando el concepto, regulación normativa, tipos o clases, elementos, procedimientos, diferencias, ventajas y desventajas y ejemplos reales de empresas que han optado por una u otra forma de captación de capital en las diferentes plataformas de negociación existentes en España.

En medida de lo posible, se ha empleado información verídica recogida, en su mayoría, de los textos legales o normativa jurídica vigente, o procedente de fuentes oficiales como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o la Bolsa y Mercados Españoles (BME). Para el resto de los casos, en que se utiliza información con fines complementarios, se cita debidamente la referencia empleada como nota al pie y en los apartados de bibliografía y webgrafía.

Resulta conveniente resaltar que se tomará un punto de vista mayorista, de la empresa, frente al minorista o del inversor particular; ya que el objetivo último de la guía estratégica es, precisamente, comenzar a cotizar, y no cómo o por qué invertir en los mercados.

⁸⁷ Amy Harmon (1995): “Like “Toy Story”, Pixar Stock Is a Hit Its First Day on the Street”, Los Angeles Times, Los Ángeles.

⁸⁸ Los Angeles Times (1995): “Like “Toy Story”, Pixar Stock Is a Hit Its First Day on the Street”. Disponible en: http://articles.latimes.com/1995-11-30/business/fi-8751_1_toy-story [consulta: 27/02/25]

⁸⁹ Clarín (2020): “La fórmula del éxito de los creadores de Toy Story”. Disponible en: https://www.clarin.com/viva/formula-exito-creadores-toy-story_0_SikAcJ-DO.html [consulta: 27/02/25]

⁹⁰ Ministerio de Cultura del Gobierno de España, Catálogo ICAA (2025): “Toy Story: Ficha Técnica”. Disponible en: <https://sede.mcu.gob.es/CatalogoICAA/es-es/Peliculas/Detalle?Pelicula=105595> [consulta: 27/02/25]

Las bolsas de valores son mercados organizados, sujetos a regulación oficial, que actúan como punto de encuentro entre agentes excedentarios y deficitarios, canalizando fondos desde los inversores que buscan rentabilizar sus ahorros hacia las empresas que necesitan financiación para llevar a cabo sus proyectos de lanzamiento y expansión.

En las bolsas de valores, se negocian activos financieros como las acciones (renta variable) o bonos y obligaciones (renta fija), tanto pública como privada, así como *warrants*⁹¹, fondos cotizados (ETF)⁹² y valores convertibles⁹³ o que otorguen derecho de suscripción.

Como ya hemos señalado, empresas cuyas acciones están admitidas a negociación en uno o más mercados secundarios regulados se denominan sociedades cotizadas. Cada mercado tiene unos requisitos de acceso distintos, pero en general, se exigen un capital social mínimo, la existencia de un consejo de administración y transparencia en la información financiera y no financiera que se pone a disposición del público.

La finalidad con que una compañía ofrece acciones al público es la de recibir financiación a través del desembarco de capitales o captación de recursos, mediante su entrada al mercado financiero.

No obstante, las ventajas abarcan un abanico muy amplio e incluyen la apertura de su capital a la comunidad inversora para desarrollar y expandir su modelo de negocio, tener una mayor visibilidad y credibilidad frente a los *stakeholders*,

Ventajas de salir a cotizar

Las empresas pueden encontrar en el Mercado de Valores interesantes ventajas y oportunidades. Destacan las siguientes:



Imagen 9: “Ventajas de salir a cotizar”, rescatado de la “Guía para salir a Bolsa” de Bolsas & Mercados Españoles

profesionalizarse, cuidar la retención y captación de talento remunerando de forma diferenciada a los empleados mediante el otorgamiento de opciones de compra de acciones de la empresa, ofrecer liquidez a los accionistas, contar con una valoración objetiva de los mercados, etc. En definitiva, ser más competitivos.

⁹¹ Producto negociable que incorpora el derecho de comprar o vender un activo (subyacente) a un precio de ejercicio y para un plazo determinado. Son contratos entre inversores y el banco o institución financiera que emite dichos *warrants* en nombre de la compañía propietaria de las acciones en las que están basados.

⁹² Vehículos de inversión colectiva diversificados que cotizan en mercados organizados.

⁹³ Producto financiero por el cual el cliente deposita capital a una entidad durante un periodo de tiempo a cambio de cierta rentabilidad y, al vencimiento, el cliente convertirá su inversión en acciones de la entidad.

En España, coexisten cuatro bolsas de valores tradicionales (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, integradas en el *holding* BME) y un sistema continuo de contratación para todas ellas, la plataforma informática SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español), creada y gestionada por Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Dicha plataforma difunde información sobre las negociaciones y los precios de compra y venta en cada momento automáticamente en tiempo real. Junto con los índices bursátiles calculados⁹⁴, se aporta gran visibilidad a las empresas cotizadas. En España se calcula el índice IBEX tomando como referencia los 35 valores con más negociación bursátil⁹⁵ de estas cuatro bolsas⁹⁶.

El mercado español se caracteriza asimismo por contar con un amplio tejido de pequeñas y medianas empresas, representativas del 65% del PIB y del 75% de los puestos de trabajo⁹⁷. El perfil de estas empresas conlleva mayores dificultades a la hora de acceder a la financiación, por lo que cuentan con menos recursos para desarrollarse y expandirse a otros mercados.

Lo natural para una PYME española es incorporarse a negociación en España al BME Growth, el segmento de BME MTF Equity destinado a empresas medianas y pequeñas de cualquier sector de actividad, siendo éste un sistema multilateral de negociación español gestionado por BME y sujeto a la supervisión de la CNMV.

Como alternativa existen otros mercados europeos específicos para PYMES como el Euronext Access o Growth (segmentos del Euronext de la Bolsa de Valores de París, Lisboa, Dublín y Bruselas) o el AIM (segmento de la Bolsa de Valores de Londres) que, a pesar de encuadrarse en la jurisdicción de la zona Euro, cuentan con requisitos de incorporación diferentes que pueden penalizar la cotización de PYMES españolas en el mercado nacional. No obstante, la elección del mercado en que cotizar debe atender a la casuística de cada empresa y no regirse en función de los requisitos de incorporación existentes.

A modo de ejemplo, algunas compañías españolas presentan un grado de internacionalización muy avanzado, potenciado por la compra de alguna compañía extranjera, que justifica la necesidad de posicionarse en un país extranjero y, por tanto, busque acceder a la bolsa de valores de dicho país. Alternativamente, dado el sector en que opere una PYME, se puede considerar que los inversores con mayor conocimiento de este y que por tanto reconocerán su mayor potencial y valor sean los de una bolsa extranjera⁹⁸.

⁹⁴ Medium Cap, Small Cap, Top Dividendo, etc.

⁹⁵ Es decir, las compañías más líquidas y con mayor volumen y frecuencia de contratación.

⁹⁶ CNMV (2024): “*Guía: Cómo Invertir en Bolsa*”. Disponible en: www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/Guia_Como_Invertir_en_bolsa.pdf [consulta: 17/01/2025]

⁹⁷ EL PAÍS (2024): “*Las pymes, el motor que mueve el empleo y el crecimiento de la economía española*”. Disponible en: <https://elpais.com/economia/2024-05-13/las-pymes-el-motor-que-mueve-el-empleo-y-el-crecimiento-de-la-economia-espanola.html> [consulta: 19/02/25]

⁹⁸ EL NOTARIO DEL SIGLO XXI (2024): “*Alternativas de cotización para una PYME española*”. Disponible en: <https://www.elnotario.es/practica-juridica/11618-alternativas-de-cotizacion-para-una-pyme-espanola> [consulta: 15/01/25]

Por todo ello, de forma supletoria, hacemos una introducción relativa a algunos de los mercados bursátiles, plataformas de negociación de valores y organismos oficiales existentes a nivel nacional para proporcionar una base crítica sobre la que orientarse previa a la exposición de las alternativas para la cotización de una empresa.

6.1. Los mercados bursátiles y organismos oficiales a nivel nacional

“La elección del mercado en el que cotizar no es baladí, requiriendo por tanto analizar pros y contras de las distintas opciones, y teniendo en todo momento presente que no es la meta sino el comienzo de un camino por recorrer.” (Ara Salazar, 2022, pp. 39)⁹⁹

La organización de los mercados de valores y los servicios y actividades de inversión en España se regula mediante la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante LMVSI¹⁰⁰). Los mercados son plataformas reguladas, con requisitos de incorporación considerados razonables que, entre otras cuestiones, facilitan el acceso a la comunidad inversora.

La LMVSI, conforme a las normas de la UE, parte de la noción de centros de negociación, entendidos como sistemas multilaterales autorizados por la CNMV y por la CCAA con competencias correspondiente, en el que interactúan los intereses de compra y de venta de instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, según arts. 42.1 y 42.2.a) LMVSI.

Los mercados pueden subdividirse en primarios o de emisión, que permiten a las empresas ponerse en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante su operación principal de emisión de valores u oferta pública de suscripción (OPS), y secundarios o de negociación, que proporcionan liquidez a los valores ya emitidos al poner en contacto a los ahorradores entre sí, siendo objeto de diversas clasificaciones:

- Como **mercados regulados**, encontramos las Bolsas de Valores¹⁰¹, el mercado de deuda pública en anotaciones, el mercado de Renta Fija AIAF¹⁰² (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) y los mercados de futuros y opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero (MEFF¹⁰³, MFAO, FCyM, etc.).

⁹⁹ Ara Salazar, P. (2022): “*Alternativas de cotización para una PYME española*”, en AA. VV., El notario del siglo XXI - N° 105, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, pp. 36-39

¹⁰⁰ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-7053>

¹⁰¹ Mercados secundarios oficiales donde se negocian acciones, valores convertibles o que otorguen derecho de suscripción de acciones, renta fija (pública y privada), cuotas participativas emitidas por las cajas de ahorro, warrants, certificados y fondos de inversión cotizados (ETF).

¹⁰² Mercado descentralizado y bilateral donde se negocian valores de renta fija (bonos, obligaciones, productos híbridos...) emitidos por empresas de tipo industrial, entidades financieras y administraciones públicas territoriales, con el fin de captar fondos para financiar su actividad. Compradores y vendedores deben seleccionar su contraparte y alcanzar un acuerdo bilateral para la transmisión del valor, dado que no existe, con carácter general, un sistema de cruce de órdenes y ejecución inmediata y anónima.

¹⁰³ Mercado oficial en el que se negocian derivados con subyacente financiero (opciones y futuros), productos complejos y con un elevado nivel de riesgo que exigen un alto nivel de conocimientos y

- Como **Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)**, operados por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado (sociedad rectora), según art. 42.b) LMVSI, tenemos BME Growht, BME Scaleup, BME Exchange, BME 4Companies, SMN Dowgate, Portfolio Stock Exchange, Latibex¹⁰⁴ y SENAF (Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros).
- Como **Sistemas Organizados de Contratación (SOC)**, sistemas multilaterales distintos de los mercados regulados o SMN y en el que se negocian bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión o derivados, según art. 42.c) LMVSI, existen, particularmente, Capi OTF, CIMD OTF y Tradition España OTF.

Iberclear es el depositario central de valores español, integrado en el *holding* BME (Bolsas y Mercados Españoles). Se encarga de la llevanza del registro central de anotaciones en cuenta para los valores negociados en las Bolsas de Valores, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en el mercado de renta fija AIAF, en el MARF¹⁰⁵ y en el Latibex, si bien el mantenimiento de los libros de detalle correspondientes a los titulares de los valores se realiza a través de las entidades financieras participantes.

También le corresponde la compensación y liquidación de las operaciones que se contratan en estos mercados, a través de las plataformas técnicas SCLV (para las Bolsas y Latibex) y CADE (Deuda Pública y AIAF)¹⁰⁶.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de sus intervinientes, velando por la transparencia y protección de los inversores, según arts. 232-267 LMVSI.

La CNMV comunicará a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) la lista de centros autorizados, además de otras funciones como la verificación del cumplimiento de todos los requisitos necesarios para que una empresa salga a Bolsa, vigilancia de la publicidad relativa a la operación, aprobación del folleto informativo y exigencia de la presentación de la información financiera periódica y de hechos relevantes.

Las compañías cotizadas están obligadas a comunicar al mercado y a la CNMV toda la información que pueda influir en el valor de sus acciones. Además, toda la información pública sobre las sociedades cotizadas puede consultarse en la

experiencia por parte del inversor. Opera en dos segmentos, el de derivados de renta fija (poco activo en la actualidad) y el de renta variable, si bien el contenido y clases de órdenes que se pueden introducir son iguales en ambas plataformas. MEFF acepta una mayor variedad de órdenes que la bolsa, así como la posibilidad de registrar operaciones combinadas que permitan diseñar estrategias con derivados.

¹⁰⁴ SMN en el que se contratan valores latinoamericanos utilizando la plataforma del SIBE. La contratación es abierta desde las 11 :30 hasta las 17:30, tras una subasta de apertura de 8:30 a 11 :30.

¹⁰⁵ SMN dependiente del mercado AIAF, que se presenta como alternativa de financiación para PYMES a través de la emisión de bonos y pagarés, con requisitos y reglamento adecuados al tamaño de las empresas a las que va dirigido.

¹⁰⁶ CNMV (2024): “Guía de órdenes de valores”. Disponible en: <http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/guias/ordenes.pdf> [consulta: 12/03/2025]

CNMV, bien en su página web (www.cnmv.es) o a través del Teléfono de Atención al Inversor (900 535 015), sin que intervenga en el normal desarrollo de la actividad de las compañías, cuya gestión corresponde íntegramente a sus órganos de gobierno¹⁰⁷.

No obstante, cada órgano regulador de mercado tiene capacidad para establecer y determinar los requisitos de incorporación exigidos a las compañías, por lo que la existencia de disparidad de criterios en la actualidad puede conllevar la “huida” de PYMES españolas a mercados extranjeros y viceversa, en función de la evolución de dichos requisitos¹⁰⁸.

6.2. Las ofertas públicas de acciones: OPS y OPV

Una oferta pública de acciones es aquella operación o modalidad de apelación al ahorro público por la que una entidad que desea obtener financiación ofrece a la comunidad inversora la adquisición o suscripción de los valores que emite. En la mayoría de los casos, implica el registro y posterior autorización de un folleto informativo en la CNMV¹⁰⁹.

Existe libertad para presentar la comunicación publicitaria y colocación de valores al público general a través de cualquier forma y medio, siempre que la información manifestada sobre los términos de la oferta y los valores que en ella se negocian sea suficiente para que el inversor pueda tener una noción clara que le permita decidir sobre la adquisición o suscripción de dichos valores en términos de claridad, transparencia y protección.

Se exigirá la intervención de un intermediario financiero para la colocación de valores, que serán entidades autorizadas como entidades de crédito, cuando no exista la obligación de publicar el folleto informativo, o sociedades de valores, con competencia para realizar colocaciones de emisiones y prestar servicios de inversión.

En todo caso, los emisores de valores deberán estar válidamente constituidos de acorde a la legislación vigente del país en que estén domiciliados y deberán operar conforme a su escritura de constitución y estatutos o documentos equivalentes; al igual que los valores emitidos, a los que les será de aplicación el régimen jurídico al que estén sometidos, debiéndose aportar y registrar en la CNMV los documentos que lo acrediten, incluyendo los estados financieros del emisor preparados y auditados, según art. 34 LMVSI.

Además, se exigirán obligaciones especiales de información a todas aquellas entidades emisoras de valores que vayan a ser admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, exceptuándose total o parcialmente determinadas categorías de emisiones, emisores o inversores a los que se dirijan, como el Estado, las CC.AA. y entidades locales.

¹⁰⁷ CNMV (2025): “*Guía: El accionista de una compañía cotizada*”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G09_guiaaccionista.pdf [consulta: 12/03/2025]

¹⁰⁸ EL NOTARIO DEL SIGLO XXI (2024): “*Alternativas de cotización para una PYME española*”. Disponible en: <https://www.elnotario.es/practica-juridica/11618-alternativas-de-cotizacion-para-una-pyme-espanola> [consulta: 15/01/25]

¹⁰⁹ CNMV (2024): “*Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS)*”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR07_OPV OPS.pdf [consulta: 12/03/2025]

La posibilidad de llevar a cabo una oferta pública de acciones se reserva a determinadas personas jurídicas, imposibilitando su acceso a personas físicas, sociedades civiles, colectivas, comanditarias simples y de responsabilidad limitada¹¹⁰, que no podrán emitir valores negociables.

6.2.1. Régimen jurídico

Como bien habrá podido observarse, la normativa jurídica vigente¹¹¹ concerniente a las operaciones de ofertas públicas de acciones y su consecuente desarrollo normativo de previsiones legales se recoge, principalmente, en el TRLMV y la LMVSI. Han de tenerse en cuenta las diferentes normas que operan al respecto en el ámbito nacional y que complementan esta clase de operaciones:

- [Ley 6/2023](#)¹¹², de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI).
- [Ley 5/2021](#)¹¹³, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.
- [Real Decreto 814/2023](#)¹¹⁴, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.

Se ocupa de resumir, reordenar y actualizar la normativa sobre instrumentos financieros, la representación de valores representados por anotaciones en cuenta, la admisión a negociación de valores en mercados regulados, las ofertas públicas de venta o suscripción de valores (OPV/OPS) y los centros de negociación y las infraestructuras de poscontratación.

¹¹⁰ Según art. 401.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, las sociedades de responsabilidad limitada (SRL) pueden financiarse a través de la emisión de deuda no convertible, hecho que impide su acceso a los mercados.

¹¹¹ Cuatrecasas (2023): “*Hacia una reordenación y simplificación del mercado de valores*”. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercado-de-capitales/art/reordenacion-simplificacion-mercado-valores> [consulta: 27/03/25]

¹¹² Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-7053#dd>

¹¹³ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/l/2021/04/12/5>

¹¹⁴ Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2023/11/08/814/con>

- [Circular 2/2016](#)¹¹⁵, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013.

En el régimen comunitario, ha de tenerse en cuenta, fundamentalmente:

- [Reglamento Delegado \(UE\) 2025/27](#)¹¹⁶ de la Comisión, de 30 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2024/1143 del Parlamento Europeo y del Consejo con normas sobre la inscripción en el registro y la protección de las indicaciones geográficas, las especialidades tradicionales garantizadas y los términos de calidad facultativos y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) n.º 664/2014.
- [Reglamento Delegado \(UE\) 2019/979](#)¹¹⁷ de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión.
- [Reglamento \(UE\) 2017/1129](#)¹¹⁸ del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

¹¹⁵ Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/cir/2016/02/02/2>

¹¹⁶ Reglamento Delegado (UE) 2025/27 de la Comisión, de 30 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2024/1143 del Parlamento Europeo y del Consejo con normas sobre la inscripción en el registro y la protección de las indicaciones geográficas, las especialidades tradicionales garantizadas y los términos de calidad facultativos y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) n.º 664/2014. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2025/27/oj

¹¹⁷ Reglamento Delegado (UE) 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>

¹¹⁸ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>

6.2.2. El reglamento de folletos ^{119 120}

El elemento y requisito fundamental en cualquier oferta pública, ya sea de acciones (OPS/OPV) o de adquisición (OPA), es la elaboración de un folleto informativo de la operación. La obligación de publicación se establece en los arts. 34 TRLMV y 35 LMVSI, junto con otros requisitos de responsabilidad (art. 38 TRLMV y LMVSI), así como su aprobación (art. 39 TRLMV y LMVSI).

El folleto informativo debe elaborarse por el emisor y ser publicado antes de empezar a vender los valores al público o de admitirlos a negociación.

No obstante, las entidades pueden hacer publicidad de su oferta antes de registrarla, pero no admitir órdenes en firme, ya que sólo en el momento del registro las condiciones de la emisión se considerarán definitivas y estarán disponibles para su consulta por los inversores ¹²¹.

El contenido del folleto deberá ajustarse al correspondiente modelo establecido en el [Reglamento Delegado \(UE\) 2025/27](#) ¹²² de la Comisión, de 30 de octubre de 2024, teniendo en cuenta el tipo de emisor y el hecho de que se trata de acciones de una sociedad anónima ¹²³.

Con anterioridad a su publicación, el folleto debe ser aprobado y revisado por la CNMV, que comprobará que contenga toda la información requerida por ley, expuesta de manera consistente y comprensible ¹²⁴, momento desde el cual tendrá validez durante un periodo de doce meses. Esta información será la necesaria para que los inversores puedan hacerse una imagen fiel del emisor y formular un juicio fundado sobre la inversión que se les propone, recogida en el apartado 1 del art. 6 del [Reglamento 2017/1129](#) ¹²⁵.

¹¹⁹ Dada la extensa cantidad de información a exponer en este apartado, se ofrece un resumen pormenorizado de los fundamentales del mismo. No obstante, puede complementarse cualquier duda de forma rápida mediante la guía de preguntas y respuestas de la CNMV “*Preguntas y respuestas sobre el régimen de folletos a publicar en las ofertas públicas y admisiones a negociación en mercados regulados*”, disponible en: https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA_mercadoprimario.pdf; así como en profundidad mediante los reglamentos europeos expuestos en Eur-Lex “*Folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado*”, disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/ES/legal-content/summary/prospectus-to-be-published-when-securities-are-offered-to-the-public-or-admitted-to-trading-on-a-regulated-market.html>

¹²⁰ Peñas Moyano, M^a J. (2021): “*El nuevo régimen de las ofertas públicas tras el Reglamento de Folletos y la reforma del TRLMV por la Ley 5/2021*”, en AA. VV., *Anuario de capital riesgo*, Instituto de Capital Riesgo, Madrid, pp. 101-120

¹²¹ CNMV (2025): “*Folletos en los registros oficiales de la CNMV*”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Folletos-Registros-Oficiales> [consulta: 27/03/25]

¹²² Reglamento Delegado (UE) 2025/27 de la Comisión, de 30 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2024/1143 del Parlamento Europeo y del Consejo con normas sobre la inscripción en el registro y la protección de las indicaciones geográficas, las especialidades tradicionales garantizadas y los términos de calidad facultativos y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) n° 664/2014. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2025/27/oj

¹²³ Bolsas & Mercados Españoles (2025): “*Guía para salir a bolsa*”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Guia-para-Salir-a-Bolsa-2022.pdf> [consulta: 28/03/25]

¹²⁴ CNMV (2024): “*Guía de órdenes de valores*”. Disponible en: <http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/guias/ordenes.pdf> [consulta: 12/03/2025]

¹²⁵ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado

Sin perjuicio de lo anterior, en el [Reglamento Delegado 2019/980](#)¹²⁶ se incluyen los distintos anexos que contienen los requisitos mínimos de información para los distintos tipos de folletos en función de la naturaleza del emisor, los valores, la oferta, etc; así como normas en cuanto a formato, contenido, examen y aprobación del folleto.

Por una parte, incluirá detalles sobre el emisor y los valores que desea admitir a negociación, como una evaluación de los activos y pasivos, su situación financiera, beneficios y pérdidas, perspectivas tanto del emisor como del garante, así como de los derechos inherentes a los valores, características y riesgos asociados.

Por otra parte, incluirá contenidos básicos sobre la operación, como el calendario de la operación, plazos recomendados para suscribir la inversión, las posibilidades de revocación de órdenes de suscripción que puedan existir en cada caso, tramo de inversión máxima y mínima, cómo se realiza el cálculo y liquidación de los rendimientos, si son fijos o están sujetos a alguna condición, método de prorrateo o reparto cuando el volumen de las peticiones supere al de la emisión, comisiones y gastos por la suscripción de los valores o su posterior mantenimiento por un intermediario, entidades colocadoras, etc.

Una vez aprobado, deberá ser inscrito en el correspondiente registro administrativo y puesto a disposición del público de manera gratuita, momento desde el cual podrá ser publicado a través de varios formatos impresos o electrónicos, si bien en este último caso la entidad estará obligada a entregar gratuitamente una copia impresa a cualquier inversor que así lo solicite¹²⁷.

Se destaca la existencia de determinadas excepciones a la obligación de publicar el folleto, recogidas en el art. 35 TRLMV:

- Para favorecer el dinamismo de los mercados, no será exigible en el caso de ofertas al público o admisiones a negociación en mercados regulados de pagarés con plazo de vencimiento inferior a 365 días.
- Tampoco se requiere folleto en caso de ofertas privadas, siendo estas aquellas dirigidas a menos de 150 inversores o las de valores cuyo valor nominal es de, al menos, cien mil euros.

regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>

¹²⁶ Reglamento Delegado (UE) 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) n.º 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>

¹²⁷ Bolsas & Mercados Españoles (2025): “Guía para salir a bolsa”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Guia-para-Salir-a-Bolsa-2022.pdf> [consulta: 28/03/25]

- Cuando el importe total de la oferta de valores en la Unión Europea sea inferior a ocho millones de euros, calculado en un periodo de doce meses, dirigiéndose al público en general empleando cualquier forma de comunicación publicitaria.
- También prevé la ley excepciones para ciertos tipos de ofertas públicas u admisiones como, por ejemplo, las dirigidas a los empleados de la propia entidad emisora o las de acciones entregadas gratuitamente a los accionistas.

6.2.3. Diferencias entre clases ^{128 129 130}

Las ofertas públicas de acciones se subdividen en dos grandes grupos que, a pesar de operar en diferentes mercados, mantienen en común los requisitos exigidos por el legislador por su condición de ofertas públicas, incluyendo las mismas excepciones si no existe esta consideración.

• Oferta pública de suscripción u OPS

La principal operación del mercado primario es la emisión de valores u oferta pública de suscripción (OPS o IPO en el mundo anglosajón), por las que personas jurídicas, públicas o privadas, ponen a disposición de la comunidad inversora sus títulos valores u otros instrumentos financieros por primera vez mediante una ampliación de capital, apelando al ahorro público del general.

En ella, parte o la totalidad de los accionistas renuncian al ejercicio del derecho de suscripción preferente para que la empresa, mediante la emisión de nuevas acciones, dé entrada a nuevos inversores al capital de la sociedad.

Se habla de ofertas de suscripción porque este conjunto homogéneo de valores se adquirirá por los nuevos inversores de forma originaria o “de primera mano”, yendo de la sociedad emisora al inversor a través de los mercados primarios.

La finalidad principal de una OPS radica en la captación de fondos con los que financiar sus nuevos proyectos, permaneciendo los accionistas antiguos en la sociedad.

• Oferta pública de venta u OPV

Aunque cumple la misma función que una OPS, en la oferta pública de venta de valores (OPV) es un tercero, normalmente un banco de inversión o sociedad de valores, quien ofrece valores ya emitidos de su cartera. En este caso, las

¹²⁸ CNMV (2024): “Guía: Cómo Invertir en Bolsa”. Disponible en: www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/Guia_Como_Invertir_en_bolsa.pdf [consulta: 17/01/2025]

¹²⁹ El Blog de Alberto J. Tapia Hermida (2016): “Ofertas públicas de distribución en el mercado de valores: OPSs y OPVs. Sus funciones como mecanismos de difusión del accionariado previos a la salida a bolsa, de refuerzo de los recursos propios de las entidades de crédito, etc.”. Disponible en: <https://ajtapia.com/2016/03/ofertas-publicas-de-distribucion-en-el-mercado-de-valores-opss-y-opvs-sus-funciones-como-mecanismos-de-difusion-del-accionariado-previos-a-la-salida-a-bolsa-de-refuerzo-de-los-recursos-propios-de-l/> [consulta: 28/03/25]

¹³⁰ CNMV (2024): “Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS)”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR07_OPV OPS.pdf [consulta: 12/03/2025]

empresas emisoras no reciben fondos hasta el día en que comienzan a cotizar, dado que la negociación de compra y venta se realiza entre inversores en mercados secundarios, dando lugar a una adquisición derivativa o secundaria.

Se habla de ofertas de venta porque las acciones se adquirirán por los nuevos inversores de forma derivativa o “de segunda mano”, ya que antes debieron ser suscritas o compradas por la sociedad que ahora las vende.

La finalidad de una OPV puede ir desde la privatización de empresas públicas, como fue el caso de Argentaria o Repsol; la difusión de las acciones de determinadas empresas, previa solicitud de admisión a negociación bursátil, como fue el caso de Centros Comerciales Pryca, Corporación Financiera Alba o Contefiel; o para redistribuir el capital entre los accionistas minoritarios, como fue el caso de Banesto¹³¹.

Además, si el emisor desea comenzar a cotizar en los mercados bursátiles por primera vez mediante esta operación, deberá cumplir el requisito de distribución suficiente, por el que se asegura que al menos el 25% de las acciones para las que se solicita la admisión estén repartidas entre el público¹³². También se da el caso de que la oferta se realice por empresas que ya cotizan en bolsa y en las que uno o más accionistas mayoritarios quieren desprenderse de sus acciones.

De todo ello se desprenden dos grandes diferencias¹³³:

1. La **persona que transmite las acciones** de la sociedad, siendo el propio emisor quien efectúa la ampliación de capital y emisión de nuevas acciones que ofrece a la comunidad inversora en la OPS, o siendo un tercero, quien ofrece acciones ya emitidas, en el caso de una OPV.
2. La **variación o no del capital social**, que aumentará mediante la ampliación de capital para ofrecer acciones de nueva emisión en la OPS, o permanecerá inalterado, tan sólo cambiando la propiedad de los valores (total o parcialmente) en el caso de una OPV.

6.2.4. Procedimiento ¹³⁴

Para cualquiera de las dos modalidades de apelación al ahorro público mediante ofertas públicas de acciones, el acceso a los mercados bursátiles precisa del cumplimiento tanto de una serie de requisitos previos como de la posterior elección del procedimiento que mejor se ajuste a las necesidades y objetivos de la empresa, cuya sencillez variará de acuerdo con su tamaño y la complejidad de la operación.

¹³¹ TAPIA HERMIDA, Alberto J. (2015): “Manual de Derecho del Mercado Financiero”. Editorial Iustel, Madrid, pág. 476 y ss.

¹³² CNMV (2024): “*Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS)*”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR07_OPV OPS.pdf [consulta: 12/03/2025]

¹³³ El Blog de J. Raúl Fernández (2016): “*¿Qué es una Oferta Pública de Venta? (OPV)*”. Disponible en: <https://www.jraulfernandez.es/una-oferta-publica-venta-opv/> [consulta: 28/03/25]

¹³⁴ Bolsas & Mercados Españoles (2025): “*Guía para salir a bolsa*”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Guia-para-Salir-a-Bolsa-2022.pdf> [consulta: 28/03/25]

Es necesario aclarar que estas operaciones conllevan un agregado de distintos gastos dependientes del volumen de la operación y otras cuantías fijas, entre los que se incluyen:

- Comisiones de dirección, aseguramiento y colocación cobrados por los intermediarios financieros y legales escogidos por la empresa para llevar a cabo el procedimiento.
- Gastos de publicidad en función de la audiencia que se pretenda alcanzar.
- Tarifas aplicadas por la CNMV (i) para verificar el cumplimiento de los requisitos para la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, por el mercado en que se va a cotizar (ii) por el trámite del inicio de la cotización de la empresa y por Iberclear (iii), en concepto de inclusión en el Registro y una cuota anual por encargarse del registro contable.

1. Requisitos de idoneidad (del emisor y los valores emitidos):

Los requisitos mínimos de admisión a negociación se exponen detalladamente en el [Real Decreto 814/2023](#)¹³⁵, de 8 de noviembre, y la [Circular 2/2016](#)¹³⁶, de los que se muestran en la figura una síntesis de los más relevantes.

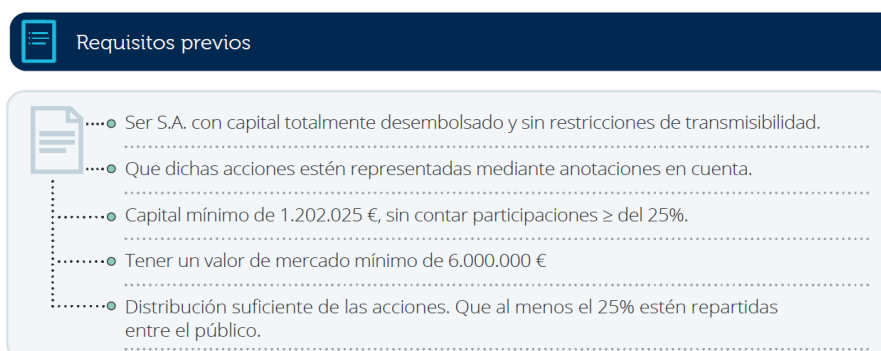


Imagen 10: Requisitos previos, de Bolsas & Mercados Españoles (2025): “Guía para salir a bolsa”.

2. Actuaciones previas

Antes de la presentación de la solicitud de admisión a cotización, es necesario llevar un análisis de carácter económico financiero, legal y de negocio conocido como *due diligence*, que permitirá subsanar contingencias referentes a la actuación de la compañía y extraer información necesaria para completar el folleto informativo.

En paralelo, la entidad deberá preparar los acuerdos sociales necesarios y adaptar los estatutos sociales a su nuevo estatuto de sociedad cotizada.

¹³⁵ Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2023/11/08/814/con>

¹³⁶ Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/cir/2016/02/02/2>



Actuaciones previas



- Elaboración de un detallado estudio económico financiero y legal (due diligence).
- Adaptación de los Estatutos a su condición de sociedad cotizada: gobierno corporativo, derechos de información y voto de accionistas, creación de una web corporativa, etc.

Imagen 11: “Actuaciones previas”, rescatado de la “Guía para salir a Bolsa” de Bolsas & Mercados Españoles

3. Requisitos de información previos a la cotización

La admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial español estará sujeta al cumplimiento previo de los requisitos de información siguientes:



Información a presentar:



- Presentación, registro y aprobación en la CNMV de los siguientes documentos:
 - Acreditativos del emisor y los valores al régimen jurídico aplicable.
 - Cuentas anuales auditadas de los tres últimos ejercicios.
 - Folleto informativo.

Imagen 12: “Información a presentar”, rescatado de la “Guía para salir a Bolsa” de Bolsas & Mercados Españoles

4. Folleto informativo

El folleto se podrá elaborar como documento único o en documentos separados, compuesto por un documento de registro, nota sobre los valores, resumen y suplementos en el caso en que deban hacerse constar factores significativos, inexactitudes o errores relevantes relativos a la información incluida.

Recordamos que todo lo concerniente al concepto, formato, contenido, información, aprobación, registro, publicación y excepciones se ha expuesto debidamente el apartado “6.2.2. El reglamento de folletos”.

5. Colocación de la oferta

En esta etapa decisiva del procedimiento es imprescindible contar con el asesoramiento y participación de, al menos, un banco de inversión, sociedad de valores y, según el tamaño y perfil de inversor, de entidades financieras con amplias redes de oficinas.

Estos entes serán los encargados de que la operación resulte atractiva para que nuevos accionistas deseen invertir en la compañía, por medio de la atención a diversos factores y el uso de herramientas como las mostradas en los

subapartados de la resolución del caso práctico de referencia: “5.1. Factores clave del procedimiento”, “5.2. Banca de inversión: funcionamiento e idoneidad” y “5.3. La gira de contactos como elemento fundamental de las relaciones con los inversores”.

En muchas ocasiones, se combina la opción de colocar acciones nuevas con motivo de inyectar recursos propios mediante una ampliación de capital, renunciando los accionistas al derecho de suscripción preferente; con la opción de colocar acciones existentes para dar la posibilidad a los accionistas actuales de que deshagan toda o parte de su posición, mediante la desinversión en su cartera.

Es esencial, en este punto, atender al precio de colocación de las acciones como componente esencial del éxito de la salida a Bolsa de la empresa. Generalmente, se establece un rango orientativo de precios máximo y mínimo en el periodo de prospección de la demanda, estableciendo un precio definitivo de colocación una vez finalizado.

También es posible establecer diferentes precios para priorizar la entrada de distintos tipos de inversores en el capital de la compañía, siendo estos los inversores institucionales, los inversores minoristas y los empleados activos y retirados que deseen participar en los resultados.

6. Comunicación y publicidad de la operación

La gestión de la comunicación se encarga de determinar el público objetivo de la empresa de cara a su salida a Bolsa, identificando como principales grupos de interés a las entidades bancarias, analistas, reguladores, inversores, proveedores, periodistas, empleados y a la opinión pública en general, con objeto de transmitirles las características de la oferta en un lenguaje y formato adaptado a sus necesidades.

Si bien la publicidad realizada no está sujeta a aprobación por parte de la CNMV, existe normativa respecto a las limitaciones de las actividades publicitarias que pueden realizarse en España con motivo de una salida a Bolsa, otorgando a este organismo la facultad de control de la publicidad realizada tanto por la sociedad emisora como por los oferentes y otros partícipes que intervengan en la colocación de los valores.

Es recomendable someter a revisión todo material publicitario y notas de prensa utilizados tanto antes como después de la aprobación del folleto, previo a su difusión, por la CNMV; que podrá emitir recomendaciones al respecto o requerir la rectificación o supresión de aquella publicidad que no se ajuste a lo previsto en la normativa vigente.

7. Trámites y admisión a Bolsa

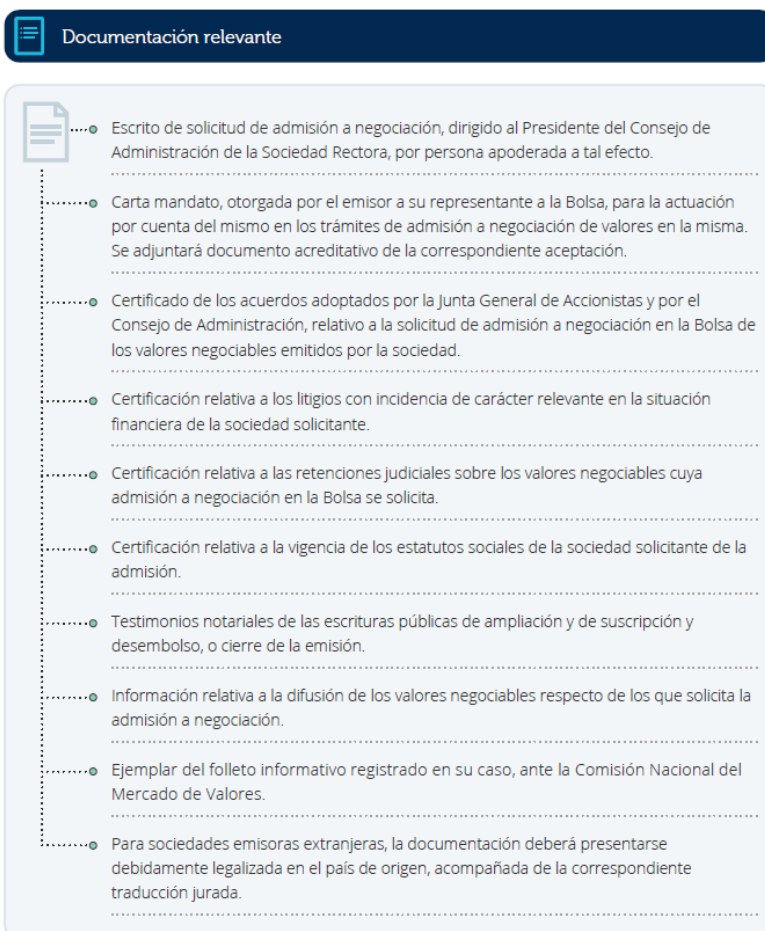


Imagen 13: “Documentación relevante”, rescatado de la “Guía para salir a Bolsa” de Bolsas & Mercados Españoles

La efectiva admisión a cotización de las acciones en los mercados regulados procede tras el registro del folleto y la realización de la oferta, momento en que se deberán cumplir los requisitos legalmente previstos sobre el importe mínimo de la emisión y la distribución de los valores negociables cuya admisión se solicita, los cuales siempre estarán representados por medio de anotaciones en cuenta.

La incorporación de los valores será solicitada por el emisor mediante un escrito dirigido al mercado donde se desee cotizar y firmado por una persona con poder suficiente.

Esta solicitud irá acompañada, a su vez, de la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación previstos en la [Circular 2/2016](#)¹³⁷ junto con toda aquella información que en cada caso pueda solicitar la sociedad rectora pertinente.

Con motivo de la recepción de la solicitud, la Bolsa realizará el análisis, coordinación y evaluación de los valores cuya incorporación se solicita, que acordará su admisión a negociación si se aprueba por la CNMV. Este acuerdo será publicado en el Boletín de Cotización de la Bolsa y se comunicará a la CNMV y a la entidad que haya solicitado la admisión.

¹³⁷ Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/cir/2016/02/02/2>

8. Obligaciones de transparencia de la empresa cotizada

Tras la finalización del procedimiento, la entidad se verá sometida a unos criterios especiales de suministro de información periódica para dotar al mercado de la suficiente transparencia informativa con la que formar el correcto precio de los valores en cada instante.

A nivel financiero, se aportarán anualmente las cuentas anuales y un informe de gestión y del auditor por cada ejercicio dentro de los seis primeros meses siguientes al cierre, además de los estados financieros semestralmente y, trimestralmente, el avance de resultados y otras informaciones relevantes como las aportaciones del IVA.

Además, se deberán hacer públicos ante la CNMV y la Bolsa todos aquellos hechos relevantes, tanto económicos como jurídicos, que puedan afectar de a la cotización de los valores, según la [Orden EHA/1421/2009](#)¹³⁸ de 1 de junio sobre información relevante.



Imagen 14: “Pasos de una salida a Bolsa”, rescatado de la “Guía para salir a Bolsa” de Bolsas & Mercados Españoles

¹³⁸ Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/o/2009/06/01/eha1421/con>

6.3. Las ofertas públicas de adquisición: OPA

Una Oferta Pública de Adquisición (OPA)¹³⁹ es una operación mercantil por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra o canje de sus acciones u otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio, con el objetivo de hacerse con su control o reforzarlo. Aunque este precio suele ser en efectivo, también puede ser en acciones o mixto.

Generalmente, es una oferta para adquirir más del 25 % de una sociedad que se hace pública por la aceptación de una serie de condiciones de compra de acciones cotizadas en mercados oficiales, normalmente a un precio superior al del mercado, y cuya realización da lugar a operaciones del mercado secundario sometidas a requisitos especiales de transparencia informativa.

De todo ello se desprende que una OPA sirve al objetivo de disciplinar la mala gestión de otras sociedades, aumentando el poder de control y decisión de los gestores de la sociedad oferente con la posibilidad de obtener ganancias resultado de la liquidación de la sociedad opada.

Acudir a una OPA siempre es voluntario¹⁴⁰, en cuyo caso debe manifestarse de forma expresa presentando una orden de aceptación en la entidad o intermediario financiero donde se tengan depositadas las acciones, a través de los canales habilitados.

El accionista puede decidir si le interesa o no vender todas o parte de sus acciones al precio que le ofrecen, mantener esas acciones en cartera cuando el precio ofertado sea inferior al valor que crean que tienen, o rechazarla, pero vendiendo sus acciones en el mercado por cotizar a un precio superior¹⁴¹.

Independientemente de su decisión, todos los accionistas deberán recibir un trato equivalente y justo, disponiendo de tiempo e información suficientes para adoptar una decisión sobre la oferta. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto.

¹³⁹ CNMV (2025): “Guía: El accionista de una compañía cotizada”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G09_guiaaccionista.pdf [consulta: 12/03/2025]

¹⁴⁰ CNMV (2025): “La decisión de acudir a una OPA”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Decision> [consulta: 13/03/25]

¹⁴¹ ING (2025): “¿Sabes qué es una OPA y todos los tipos que existen?”. Disponible en: <https://www.ing.es/enmaranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/que-es-una-opa> [consulta: 12/03/25]

6.3.1. Régimen jurídico

El régimen jurídico¹⁴² de rango legal aplicable a la figura de las ofertas públicas de adquisición de valores y su desarrollo normativo de previsiones legales se recoge en:

- [Directiva 2004/25/CE](#)¹⁴³ del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.
- [Ley 6/2023](#)¹⁴⁴, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI).
- [Real Decreto 814/2023](#)¹⁴⁵, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.
- [Real Decreto 1066/2007](#)¹⁴⁶, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
- [Circular 8/2008](#)¹⁴⁷, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

¹⁴² CNMV (2025): “*Normativa española: OPAs*”. Disponible en: https://www.cnmv.es/portal/Gpage?id=Libro4_Opas [consulta: 13/03/25]

¹⁴³ Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=celex:32004L0025>

¹⁴⁴ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-7053#dd>

¹⁴⁵ Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-22764>

¹⁴⁶ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>

¹⁴⁷ Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2008-20896>

6.3.2. Clasificación

La CNMV establece diversos tipos de clasificación^{148 149 150}, según su finalidad o características:

- **OPA obligatoria**

La legislación establece determinados supuestos en los que es obligatorio lanzar una OPA con el objetivo de preservar los derechos de los accionistas:

- Cuando un accionista alcanza el control de la sociedad.

Según arts. 108 y 111 LMVSI, se entiende que una persona física o jurídica posee individualmente o de forma conjunta con otras el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran el derecho de suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto igual o superior al 30% en dicha sociedad o, habiendo alcanzado una participación inferior, designe un número de consejeros que, unidos a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración.

También contempla los casos en que se alcance mediante pactos parasociales con otros titulares de valores o como consecuencia de otros supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.

- Cuando la sociedad acuerda la exclusión de negociación de sus acciones. Si la sociedad toma esta decisión, las acciones dejan de cotizar en bolsa.
- Cuando la sociedad realiza una reducción de capital mediante la compra de sus propias acciones para su posterior amortización.

La OPA obligatoria debe presentarse por el 100 % de las acciones de la compañía, a un precio equitativo y sin sujeción a ningún tipo de condición, salvo a la obtención, si corresponde, de la autorización de las autoridades de defensa de la competencia. El art. 111.2 LMVSI informa sobre la posibilidad de dispensa por parte de la CNMV.

Si una vez hecha pública la OPA, quien la presenta compra valores a un precio superior, deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos, según art. 9 del [Real Decreto 1066/2007](#)¹⁵¹, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

¹⁴⁸ CNMV (2025): “Guía: Las OPAs. Qué son y cómo actuar”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR11_OPAS.pdf [consulta: 12/03/25]

¹⁴⁹ ING (2025): “¿Sabes qué es una OPA y todos los tipos que existen?”. Disponible en: <https://www.ing.es/ennaranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/que-es-una-opa> [consulta: 12/03/25]

¹⁵⁰ CNMV (2025): “Tipos de OPAs”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Tipos> [consulta: 13/03/25]

¹⁵¹ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>

- **OPA voluntaria**

La OPA voluntaria (art. 117 LMVSI) no está sujeta a requisitos legales de precio o número de acciones y el oferente sí puede establecer condiciones como, por ejemplo, conseguir un acuerdo con los accionistas por un volumen mínimo de acciones para hacerla efectiva.

Puede dirigirse al 100% de los accionistas por una cantidad inferior al 100% de las acciones, siendo así parcial, sin sujetarse a la obligación legal de ser formulada a un precio equitativo.

No obstante, debe someterse al régimen previsto para la OPA obligatoria, cuyo procedimiento deberá obtener autorización previa de la CNMV para el caso en que refieran a valores admitidos a negociación o de otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

- **OPA competidora**

Se realiza en empresas sobre las cuales la oferta afecta a valores sobre los que ya se ha presentado otra OPA cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado. Pueden ser presentadas desde la presentación de la OPA inicial hasta el quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación.

Para el caso en que se presenten varias ofertas, todos los plazos de aceptación se suspenden y se establece uno único para todas ellas que será el de la última oferta. En este caso, las OPAs compiten entre sí para hacerse con el control de la sociedad, mejorando la oferta precedente en precio o valores, mediante la presentación por parte de los accionistas de declaraciones de aceptación múltiples, siempre que se indique el orden de preferencia y que se hagan llegar a todos los oferentes competidores.

- **OPA de exclusión**

Su finalidad es permitir a los accionistas vender sus acciones antes de que la compañía deje de cotizar en bolsa, con contraprestación siempre dineraria.

En este caso, no acudir a la OPA y mantener las acciones implica convertirse en accionista de una compañía no cotizada, lo cual supone una pérdida de liquidez del valor, escasa transparencia de la compañía por las menores obligaciones de difusión de la información, dificultades para la venta de los valores en el futuro, etc.

- **OPA amistosa**

Son aquellas que han sido presentadas tras un acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el Consejo de Administración de la sociedad opada.

- **OPA hostil**

Se producen cuando no existe un acuerdo previo entre la empresa oferente y la opada, lo que puede poner en riesgo la viabilidad de la operación, si bien este calificativo no prejuzga su posible interés para los accionistas. Es el tipo de OPA más conocido por el público general, ya que son las que más ruido mediático generan.

El art. 115 LMVSI propone una serie de medidas de neutralización opcionales de carácter reversible que deberán adoptarse por la junta general y comunicarse a la CNMV.

6.3.3. Elementos y procedimiento^{152 153 154}

Los elementos de una OPA aportan una noción esquemática que ayuda a la comprensión de la operación:

- **Elementos subjetivos:** mientras que el oferente puede ser cualquier persona, física o jurídica; el destinatario, la sociedad opada, ha de ser necesariamente una sociedad cotizada.
- **Elementos objetivos:**
 - Valores afectados por la oferta.
 - Contraprestaciones o precios: las ofertas pueden ser de dinero o de compra, de canje o de permuta y ofertas mixtas (de canje más una pequeña cantidad de dinero), según su objeto.
 - El precio más alto pagado por el oferente o personas concertadas con él durante los 12 meses anteriores a la OPA (Obligatorio para las ofertas obligatorias).
 - Garantías: en función del tipo de oferta por el objeto, pueden ser avales bancarios, depósitos de dinero o depósitos de valores si son de permuta. En este último caso, basta con presentar el acuerdo de Junta General donde se establece la ampliación de capital con emisión de nuevas acciones.
- **Elemento formal:** el procedimiento, que sigue como se indica a continuación:

¹⁵² CNMV (2025): “Guía: El accionista de una compañía cotizada”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G09_guiaaccionista.pdf [consulta: 12/03/2025]

¹⁵³ CNMV (2025): “Información disponible para el accionista”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Informacion> [consulta: 13/03/25]

¹⁵⁴ CNMV (2025): “La decisión de acudir a una OPA”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Decision> [consulta: 13/03/25]

1. Presentación de la oferta:

- Decisión y anuncio¹⁵⁵ de la OPA por parte del oferente, resumiendo los principales puntos de la oferta.
- Solicitud: presentación de documentos (anexos [Circular 8/2008](#)¹⁵⁶)
 - Acuerdo de la decisión adoptada.
 - Folleto explicativo¹⁵⁷, suscrito por la persona responsable, con todas las características de la oferta detalladas. Recoge toda la información precisa para que el inversor se forme un juicio fundado sobre la oferta: los valores a los que se dirige, la contraprestación ofrecida, los gastos y plazo para la aceptación, condiciones y finalidad de la operación, procedimientos de aceptación y liquidación, etc.

Ha de registrarse en la CNMV y tiene validez transfronteriza comunitaria. Dicho folleto suele presentarse en inglés, aunque existe obligación de estar redactado en español para OPAs presentadas en España. Se pueden utilizar suplementos si existen cambios desde la solicitud hasta su emisión. Junto al folleto se habrá elaborado el anuncio con los datos esenciales del mismo.
 - Documentación complementaria (garantías).
 - Autorización administrativa de la CNMV del conjunto de la operación, en un plazo de 20 días hábiles ampliables si se requiere información complementaria, previa admisión a trámite en un plazo de 7 días hábiles.
 - Informe detallado sobre la oferta por parte del órgano de administración de la sociedad opada en los 10 días naturales siguientes al plazo de aceptación, según art. 114 LMVSI. Indica si existe algún acuerdo entre la sociedad opada y la oferente, la opinión de los miembros del Consejo sobre la oferta y decisión a adoptar en relación con sus acciones.

2. Publicación de la oferta:

- Difusión pública y general de la oferta por parte del oferente en los 5 días hábiles siguientes a la notificación de la autorización de la OPA.
- Fijación del periodo de aceptaciones, que no será inferior a 15 días naturales ni superior a 70, salvo ampliación.

3. Declaración de aceptación de la oferta:

- Una OPA obligatoria es irrevocable y no puede someterse a ningún tipo de condición, si bien el legislador permite al aceptante revocar la orden de aceptación en cualquier momento antes del último día de aceptación de la oferta.

¹⁵⁵ Es fundamental el seguimiento de la información privilegiada u otra información relevante que pueda publicarse desde el anuncio de la oferta hasta su liquidación. Esta información puede obtenerse en las páginas web de las sociedades opada y oferente (si cotiza en la bolsa española), en la CNMV (www.cnmv.es) y en el domicilio social del oferente.

¹⁵⁶ Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2008-20896>

¹⁵⁷ CNMV (2025): “Folletos en los registros oficiales de la CNMV”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Folletos-Registros-Oficiales> [consulta: 27/03/25]

4. Liquidación de la oferta:

- Si es de dinero o de compra la liquidación corresponde al Depositario Central de Valores español Iberclear.
- Si es de permuta o de canje la liquidación corresponde al mecanismo establecido en el folleto.

5. Compraventas forzosas^{158 159} (*squeeze out / sell out*):

- Según art. 116 LMVSI, se da en una OPA lanzada sobre el 100% de las acciones de una compañía, cuando al final del plazo de aceptación quedan accionistas que no han vendido (no más del 10% del capital) y la oferta ha sido aceptada por, al menos, el 90% de los valores a los que se dirigía.

En tales casos, el oferente puede exigir al porcentaje de participantes restante la venta de sus acciones a un precio equitativo, también en sentido contrario (existe reciprocidad). Todos los gastos derivados de la compraventa y su liquidación son por cuenta del oferente.

De igual manera, cualquier accionista puede exigir al oferente que le compre sus acciones al mismo precio. En este caso, los gastos correrán por cuenta del accionista. El plazo máximo para exigir la venta (por parte del oferente) o la compra (por parte del accionista) es de tres meses desde que finalice el plazo de aceptación de la oferta.

6.4. LISTING: concepto y tipos

El *listing*, *direct listing* o *direct public offering* (DPO) es una modalidad por la que una compañía se incorpora al SIBE para captar capital ofreciendo acciones existentes para su venta al público general en lugar de emitir nuevas acciones, por lo que todos aquellos inversores que quieran adquirir acciones de la empresa deben esperar a que empiece a cotizar para comprarlas en el mercado.

La compañía, en vez de colocar sus acciones entre nuevos inversores, da la posibilidad a sus accionistas de que sus títulos se puedan negociar en un mercado organizado. Además, no existe un precio de referencia, siendo el mercado quien lo determine en función de las órdenes de compra y venta recibidas durante el periodo de ajuste como en un día normal de cotización¹⁶⁰.

En un *listing* no existe la necesidad de implicar a ningún suscriptor o intermediario como bancos de inversión, brókeres, corredores, compañías de seguros, etc. Si bien esto reduce el costo asociado a la adquisición y venta de valores al evitar el pago de comisiones, también conlleva un riesgo asociado a la falta de seguridad que podría imposibilitar la realización de la operación.

¹⁵⁸ CNMV (2024): “Guía de órdenes de valores”. Disponible en: <http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/guias/ordenes.pdf> [consulta: 12/03/2025]

¹⁵⁹ CNMV (2025): “La decisión de acudir a una OPA”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Decision> [consulta: 13/03/25]

¹⁶⁰ Rankia (2022): “¿Qué significa salir a bolsa? | Procedimientos: OPV, OPS y Listing”. Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/2403630-que-significa-salir-bolsa-procedimientos-opv-ops-listing> [consulta: 27/02/25]

En el caso de que una entidad comience a cotizar en un nuevo mercado distinto al que ya está cotizando, obteniendo presencia simultáneamente en dos mercados de valores distintos, hablaríamos de *dual listing*¹⁶¹. Este sería el caso, por ejemplo, de las compañías españolas Making Science, Lleida.net, Facephi y Kompuestos que cotizan tanto en BME Growth como en Euronext Growth¹⁶². Si se incrementase el número de mercados a tres o más, pasaría a denominarse *cross listing* o *multi listing*¹⁶³.

Por otro lado, la eliminación de un activo financiero como una acción, criptomoneda u otro valor negociable, de una plataforma de negociación o bolsa, haciéndolo inaccesible para la comunidad inversora e imposibilitando su negociación, se conoce como *delisting*. Esto puede ocurrir por varios motivos, a menudo relacionados con la salud financiera de la empresa, problemas de cumplimiento regulatorio o cambios en el valor de mercado del activo¹⁶⁴.

6.4.1. Régimen jurídico: el *Listing Act*¹⁶⁵

La regulación de esta modalidad de captación de capital se da en el *Listing Act*, aprobado por el Consejo Europeo el 8 de octubre de 2024 y que entró en vigor, parcialmente, el 5 de diciembre de ese mismo año.

Consiste en un paquete normativo que revisa el Reglamento de folletos, el Reglamento de abuso de mercado (MAR por su acrónimo en inglés), el Reglamento MiFIR y la Directiva MiFID II.

Además, deroga la Directiva de admisión a cotización e introduce una armonización mínima en la regulación de las acciones con derechos de voto múltiple en la UE mediante una nueva directiva relativa a las estructuras de acciones en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de PYMES en expansión (SME Growth markets), que permite a sus propietarios mantener el control de la empresa tras la admisión a negociación de sus acciones¹⁶⁶.

¹⁶¹ No se debe confundir el *dual listing*, una sola compañía que cotiza en dos mercados distintos, con el *dual listed* o DLC, una estructura corporativa mediante la cual dos compañías que cotizan en bolsa se unen legalmente para operar como una única entidad, pero manteniendo legalmente sus identidades separadas para obtener ventajas fiscales y para sus accionistas, dando lugar a dos compañías que cotizan en dos mercados diferentes pero que actúan como una sola.

¹⁶² EL NOTARIO DEL SIGLO XXI (2024): “*Alternativas de cotización para una PYME española*”. Disponible en: <https://www.elnotario.es/practica-juridica/11618-alternativas-de-cotizacion-para-una-pyme-espanola> [consulta: 15/01/25]

¹⁶³ Juan St. (2021): “*Dual Listing*”. Disponible en: <https://juanst.com/bolsas-de-valores/dual-listing/> [consulta: 24/02/25]

¹⁶⁴ Morpher (2024): “*Deslistado: ¿Qué sucede cuando un activo es deslistado?*”. Disponible en: <https://www.morpher.com/es/blog/delisting> [consulta: 12/03/2025]

¹⁶⁵ Cuatrecasas (2024): “*Publicación del Listing Act*”. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercado-de-capitales/art/listing-act-paquete-ue> [consulta: 11/03/25]

¹⁶⁶ Gómez-Acebo & Pombo (2024): “*La reforma del régimen de abuso de mercado por la Listing Act*”. Disponible en: https://ga-p.com/wp-content/uploads/2024/05/Reforma_regimen_abuso_mercado.pdf [consulta: 11/03/25]

Este paquete normativo pretende impulsar el proyecto de la Unión del Mercado de Capitales, simplificando el acceso a los mercados de capitales de la UE y haciéndolos más atractivos para las empresas, reduciendo las cargas burocráticas y económicas especialmente para las PYMES. En última instancia, se pretende que las empresas puedan diversificar sus fuentes de financiación para reducir el nivel de bancarización de la economía de la UE.

Normas que integran el *Listing Act*:

- La [Directiva 2024/2811/UE](#)¹⁶⁷ (la "Directiva de Cotización") que modifica la Directiva 2014/65/UE ("MiFID II") y deroga la Directiva 2001/34/CE sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y sobre la información que ha de publicarse sobre dichos valores (la "Directiva de Admisión a Cotización").
- La [Directiva 2024/2810/UE](#)¹⁶⁸ sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en empresas que buscan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación (SMN) por primera vez (la "Directiva sobre Acciones con Derechos de Voto Múltiple").
- El [Reglamento 2024/2809/UE](#)¹⁶⁹ (el "Reglamento de Cotización") que modifica el Reglamento 2017/1129/UE (el "Reglamento de Folletos"), el Reglamento 596/2014/UE (el "Reglamento sobre Abuso de Mercado" o "MAR") y el Reglamento 600/2014/UE ("MiFIR").

6.4.2. Procedimiento^{170 171}

El proceso del *listing* tiene como objetivo fundamental la imposibilidad de especulación antes de la salida a Bolsa, manteniendo en todo momento el valor de cotización para evitar que algunos accionistas accedan al capital de la sociedad con intenciones hostiles.

¹⁶⁷ Directiva (UE) 2024/2811 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para que los mercados de capitales públicos de la Unión ganen atractivo entre las sociedades, y para facilitar a las pequeñas y medianas empresas el acceso al capital, y por la que se deroga la Directiva 2001/34/CE. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L_202402811

¹⁶⁸ Directiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L_202402810

¹⁶⁹ Reglamento (UE) 2024/2809 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L_202402809

¹⁷⁰ Rankia (2023): "Listing". Disponible en: <https://www.rankia.com/diccionario/bolsa/listing> [consulta: 24/02/25]

¹⁷¹ Invertir en Bolsa (2013): "Salidas a Bolsa mediante listing". Disponible en: https://invertirenborla.info/articulo_salidas_a_bolsa_mediante_listing.htm [consulta: 27/02/25]

En primer lugar, la empresa que realizará el *listing* debe cumplir con los requisitos establecidos por el mercado bursátil, presentando un conjunto de información financiera y legal sometida al organismo regulador (CNMV) para su evaluación y verificación, como la escritura de constitución de la entidad o los estados financieros actualizados. Una vez que se aprueba el *listing*, el valor puede ofrecerse al público.

En un *listing* pueden participar inversores conocidos por la compañía, clientes, proveedores, distribuidores, promotores e incluso trabajadores de la firma, aunque siempre sujetos a los términos y condiciones estipulados únicamente por el emisor.

El emisor estructura el proceso de acuerdo con sus propios intereses, teniendo la posibilidad de fijar la inversión mínima por inversor, la fecha de liquidación o el periodo de oferta, que constituye el plazo dentro del cual los inversores pueden adquirir los títulos emitidos.

Si la empresa emisora fija un número mínimo y máximo previsto de valores a vender en el *listing*, la operación será cancelada si el interés o el número de órdenes recibidas es menor al mínimo exigido, ocasionando la devolución a los inversores de todos los fondos recibidos.

Por el contrario, si la demanda de valores excede el número máximo de acciones ofrecidas, el emisor tiene dos opciones: otorgar los títulos disponibles a los inversores según quién los solicitó primero o distribuirlos entre todos.

Es imprescindible mencionar que el inversor que acude a una OPS/OPV se expone a un periodo de falta de liquidez que abarca desde el momento en que las peticiones son firmes y se adjudican las acciones hasta que la empresa empieza a cotizar.

El hecho de ser el poseedor de las acciones de una empresa que no cotiza en mercados organizados supone un riesgo, ya que podría suceder que en ese periodo hubiera un *crack* bursátil o una noticia muy negativa para el sector en el que se encuentra la compañía que disminuiría en gran medida su valor, sin posibilidad de vender rápidamente sus acciones en el mercado.

Cuando la empresa finalmente comience a cotizar, les será difícil encontrar compradores y probablemente tendrán que venderlas más baratas que si lo hubieran podido hacer desde un primer momento, razón por la cual esperan comprar con descuento en las OPS/OPV.

Como en el *listing* no existe este periodo de falta de liquidez, se elimina la posibilidad de obtener una ganancia rápida (en ocasiones resulta ser una pérdida) en el momento en que la empresa empieza a cotizar.

6.4.3. Principales diferencias con respecto a las ofertas públicas de acciones ¹⁷²

La diferencia principal reside en que en el *listing* la empresa sale a Bolsa sin que ninguna acción cambie de dueño hasta que la empresa ya está cotizando. Es decir, sólo una vez que la empresa empieza a cotizar sus antiguos dueños comienzan a vender acciones, por lo que en un principio no se realizan cambios en el accionariado ni en el capital de la empresa.

En las OPS, primero se realiza una ampliación de capital y esas nuevas acciones emitidas por la empresa se venden a nuevos accionistas, después de lo cual la empresa empieza a cotizar.

En las OPV, los dueños de la empresa venden una parte de sus acciones a nuevos accionistas (inversores institucionales y/o particulares) y posteriormente la empresa empieza a cotizar, por lo que no se emiten nuevas acciones y no varía el capital social.

Tabla 6.1. Principales diferencias entre el *listing* y las ofertas públicas

LISTING	OPS/OPV
• Sin participación bancaria (No se requiere del pago a un intermediario o suscriptor)	• Participación bancaria (Se necesita pagar a un intermediario o suscriptor)
• Sin precio de salida a bolsa (se determina por la oferta y demanda)	• Se fija un precio de salida a bolsa (OPV, por un banco de inversión)
• Sin bloqueo de acciones (los accionistas pueden acceder a la liquidez al instante)	• Bloqueo de acciones (los accionistas existentes no pueden vender sus acciones en el mercado público. Esto evita una oferta demasiado grande en el mercado que disminuiría el precio de la acción)
• No se emiten nuevas acciones	• Nuevas acciones emitidas (OPS)
• Sin cambios en el capital social	• Aumento del capital social (OPS)
• No hay fondos recaudados por la empresa	• Fondos recaudados por la empresa directamente del público inversor
• Menor coste	• Mayor coste
• Sin periodo de falta de liquidez (Los inversores que deseen adquirir los títulos deben esperar a que empiecen a cotizar)	• Periodo de falta de liquidez (Los inversores pueden adquirir los nuevos títulos unos días antes de que salgan a la bolsa.)

Fuente: Elaboración propia

Las ventajas más significativas del *listing* frente a las ofertas públicas de acciones implican un menor coste, mayor facilidad administrativa en el procedimiento y la no dilución de las acciones, con lo que no se disminuye su valor (al contrario de lo que ocurriría mediante una ampliación de capital).

¹⁷² Invertir en Bolsa (2013): “Salidas a Bolsa mediante *listing*”. Disponible en: https://invertirenborla.info/articulo_salidas_a_bolsa_mediante_listing.htm [consulta: 27/02/25]

Ha de indicarse que, a pesar de que las salidas a Bolsa por *listing* son menos habituales que las ofertas públicas de suscripción (OPS) o de venta (OPV), resultan una opción muy atractiva para pequeñas empresas con poco capital pero que cuentan con una base leal de clientes o seguidores¹⁷³.

Por ejemplo, Spotify¹⁷⁴ utilizó el *listing* siendo una famosa empresa tecnológica. Cuando salió a bolsa en abril de 2018, tenía un flujo de caja muy positivo, por lo que no necesitaba captar capital mediante la emisión de nuevas acciones.

En declaraciones a medios, Spotify dijo haber elegido este proceso porque permitía a la empresa cotizar sin vender acciones, ofrecía liquidez a los accionistas y proporcionaba un acceso igualitario a compradores y vendedores. También quería que el proceso fuera transparente y permitiera al mercado fijar el precio de las acciones. Cabe destacar que la empresa también cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York.

6.5. SPAC

La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión¹⁷⁵, añade por la disposición final 6.3 al Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital¹⁷⁶ el “CAPÍTULO VIII BIS: Especialidades de las Sociedades Cotizadas con Propósito para la Adquisición”, que regula en sus arts. 535 bis a 535 quinquies la normativa aplicable a esta figura.

Este subtipo de sociedad cotizada, conocida como SPAC (Special Purpose Acquisition Companies), SPV (Special Purpose Vehicle), Blank Check Companies (compañías de cheque en blanco) o Cash Boxes, en términos anglosajones, es aquella que se constituye con fondos de sus propietarios para adquirir la totalidad o una participación en el capital de otra sociedad o sociedades, ya sean cotizadas o no pero con intención de comenzar a cotizar.

Este mecanismo alternativo a la salida a bolsa tradicional tiene como fin la identificación y adquisición de una empresa (normalmente no cotizada y con un gran potencial de crecimiento) por un plazo de tiempo determinado (normalmente 24 meses).

El grupo resultante de la fusión entre la SPAC y la empresa con actividad real o material, utilizando el dinero captado en la colocación, cotiza sin activos bajo la denominación de la SPAC, compartiendo el capital y reservando una parte sustancial del mismo (en torno al 20%) para los promotores de la SPAC inicial.

¹⁷³ Estrategias de Inversión (2018): “*Listing*”. Disponible en: <https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/listing-t-1549> [consulta: 24/02/25]

¹⁷⁴ La Vanguardia (2018): “*Voy a tener pérdidas, cómprame: la curiosa fórmula con la que Spotify sale a bolsa*”. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/economia/20180403/442142938845/spotify-salida-a-bolsa-wall-street-daniel-ek.html> [consulta: 11/03/25]

¹⁷⁵ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-7053>

¹⁷⁶ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

La CNMV, como autoridad de supervisión del mercado, expone una recomendación mínima respecto a cuestiones relativas a la capitalización y número de inversores (50 millones y 50 inversores, respectivamente), la difusión del capital en manos del público (al menos de un 25%) y a la posible exigencia de la emisión de un folleto, aunque la fusión de la SPAC con la sociedad objetivo esté exceptuada de su emisión en determinados casos, de acuerdo con el Reglamento europeo de folletos¹⁷⁷.

A pesar de su reciente popularidad, esta figura existe desde los años 80, siendo la opción escogida por empresas como Nikola (fabricante de camiones eléctricos), DraftKings (plataforma de apuestas deportivas), Virgin Galactic Holdings (empresa de turismo espacial), Lordstown (fabricante de camiones eléctricos) o las españolas Codere (operador de juegos de azar) y Wallbox (fabricante de cargadores de vehículos eléctricos), para comenzar a cotizar en plataformas de negociación¹⁷⁸.

6.5.1. Procedimiento

En términos generales, el procedimiento a seguir^{179 180} puede subdividirse en torno a dos fases en las que la CNMV actuará como supervisor de mercado. La primera fase hace referencia al momento en que la SPAC cotea, mientras que la segunda aplica a cuando ésta encuentra un socio con el que fusionarse.

En la **fase inicial**, los *sponsors* o equipo gestor, grupos de personas especializadas en determinados sectores o industrias que buscan oportunidades en nichos muy concretos en los que tienen una gran experiencia, crean la SPAC.

La elaboración del folleto debe tratar de seguir las recomendaciones de la CNMV y mencionar las preferencias respecto de la industria, sector o tipos de compañía que pretenden adquirir o con las que desean fusionarse, amén de los riesgos que corre con la compra de acciones de estas sociedades.

El folleto¹⁸¹ no debe tener especial relevancia en el aspecto financiero, por tratarse simplemente de una compañía que tiene todo su activo monetizado en una cuenta bancaria; ni hacer especial hincapié en su actividad, ya que lo único que persigue es encontrar un socio con el que fusionarse.

¹⁷⁷ El Confidencial (2023): “El esperado aterrizaje de las SPAC en España”. Disponible en: https://blogs.elconfidencial.com/mercados/tribuna-mercados/2023-04-20/aterrizaje-spac-bolsa-espana_3614200/ [consulta: 25/03/25]

¹⁷⁸ Expansión (2021): “Las Spac americanas ‘cazan’ 24 firmas europeas por 53.000 millones”. Disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/2021/07/19/60f49999e5fdea48138b456d.html> [consulta: 25/03/25]

¹⁷⁹ Expansión (2021): “CNMV: las Spac necesitarán 50 millones y 50 inversores para arrancar en España”. Disponible en: <https://www.expansion.com/mercados/2021/07/26/60fdb36a468aeb82158b4635.html> [consulta: 25/03/25]

¹⁸⁰ Bankinter (2021): “Las SPACs como alternativa para salir a Bolsa”. Disponible en: <https://www.bankinter.com/blog/mercados/spacs-salida-bolsa> [consulta: 25/03/25]

¹⁸¹ Para mayor información respecto a los requisitos exigibles en la elaboración del folleto véase la guía “Requisitos de divulgación en el marco del Reglamento sobre el folleto” de la autoridad de mercados europea European Securities and Markets Authority (ESMA), disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-382-1138_guidelines_on_prospectus_disclosure_es.pdf

Mediante la cotización de la SPAC en mercados organizados se recaudan fondos de inversores tanto particulares como institucionales, que custodian en una cuenta de fideicomiso o transitoria (cuenta *escrow*¹⁸²) para invertir el capital en letras del Tesoro, con restricciones en cuanto a su uso y disposición.

Generalmente, el precio se fija en torno a unos 10€ por acción. Por cada valor adquirido, el inversor recibe un *warrant* que concede el derecho a comprar una fracción de acción de la compañía a un determinado precio en un momento cierto del futuro (lo habitual es tras la fusión entre la SPAC y la compañía no cotizada).

Este *warrant* cotiza separadamente de la acción y se revalorizará si el precio de la acción aumenta, siendo común que los *sponsors* adquieran *warrants* adicionales para cubrir los gastos de la OPV y los gastos corrientes que, de otra manera, se financiarían mediante la inversión de los accionistas.

A partir de este momento, comienza un periodo máximo de en torno a dos o tres años en el que la SPAC debe encontrar una empresa objetivo con la que fusionarse, periodo durante el cual sus acciones pueden comprarse y venderse con normalidad. Hay que tener en cuenta que todos los gastos inherentes a la búsqueda del socio corren a cargo de los promotores de la SPAC, y no de la compañía.

- a) En el caso en que el equipo gestor no encuentre una empresa con la que fusionarse, puede aprobar la extensión del periodo de búsqueda o decidir la disolución de la SPAC, recibiendo los 10€ por cada acción adquirida más los intereses del fideicomiso.
- b) Para el caso en que sí la encontrase, comienza la **segunda fase**, que plantearía una votación para decidir si los accionistas aprueban o no la fusión o adquisición de esta empresa objetivo. El rechazo supone las opciones expuestas en el apartado a).

La CNMV entiende que debe haber un folleto que explique de nuevo la operación y todas las características intrínsecas a la misma, consecuencias y posibles riesgos, si bien el Reglamento europeo de Folletos exceptúa la obligación de su emisión para el caso en que la compañía con actividad real sea más pequeña que la SPAC (lo cual suele ser excepcional).

La aprobación conlleva la adquisición o fusión de ambas empresas y la entrada de terceros partícipes en la operación (nuevos inversores de referencia llamados *PIPE* o *Private Into Public Equity Investors*), junto con la salida de los inversores que no hubieran estado de acuerdo con esta decisión, a los que se les devolverán sus 10€ por acción más los intereses del fideicomiso. El equipo gestor adquiere el compromiso de reemplazar a estos inversores con otros nuevos.

¹⁸² Mecanismo que asegura el pago al vendedor y la recepción del producto o servicio al comprador en una operación de compraventa, empleando a un tercero que retiene de forma temporal los fondos designados y luego los distribuye según lo establecido en el acuerdo contractual.

La retribución con intereses añadida a la circunstancia de que la empresa no cotizada suele ser entre dos y cuatro veces más grande que la SPAC amerita la necesidad de recaudar más fondos, por lo que los accionistas originales acaban teniendo una participación pequeña en la compañía fusionada, que comienza a cotizar directamente a través de la SPAC.

No obstante, los promotores o miembros del equipo gestor suelen hacerse con un porcentaje relevante de la nueva compañía como pago por los trabajos realizados para conseguirlo.

Una vez se realice la fusión, existe un periodo de bloqueo (generalmente 12 meses) en el que los *sponsors* no pueden vender su posición para asegurar el buen hacer de la operación.

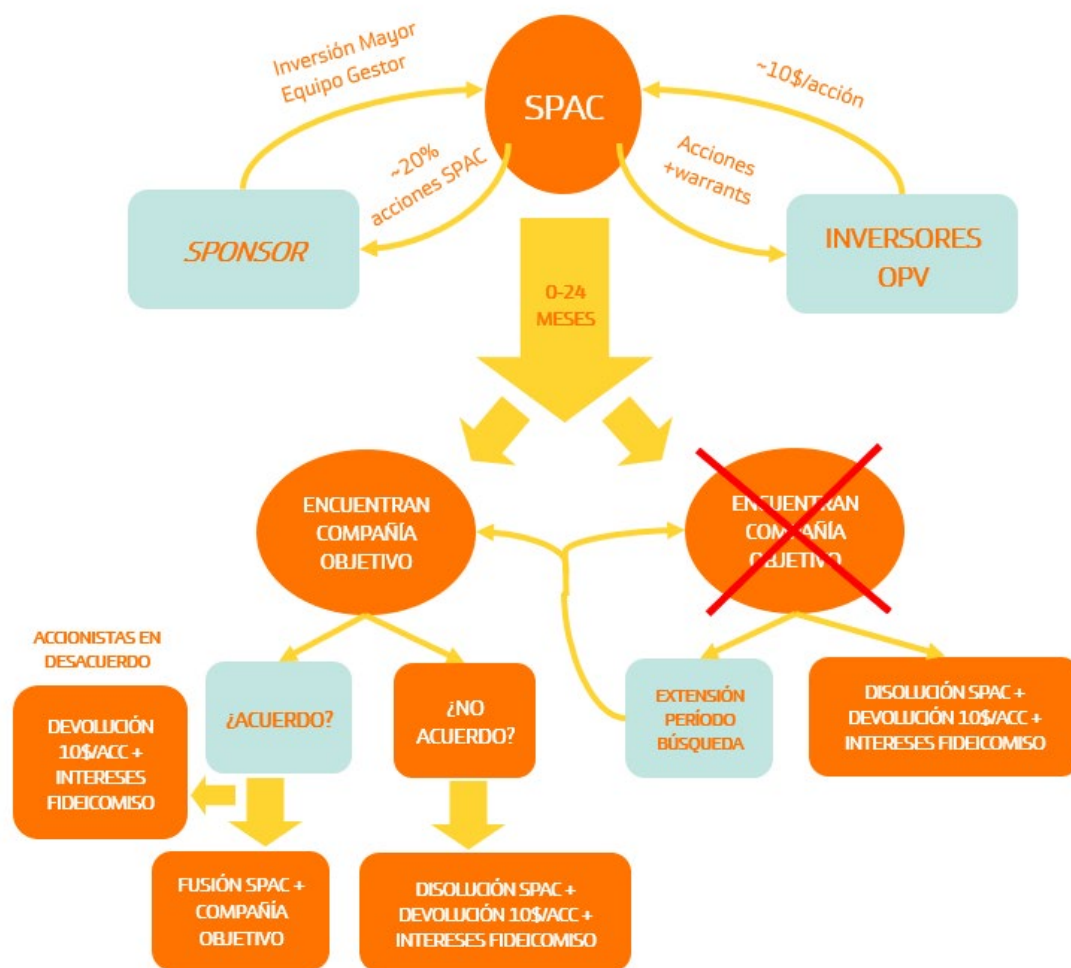


Imagen 15: “Funcionamiento de una SPAC”, rescatado del artículo “Las SPACs como alternativa para salir a Bolsa” de Bankinter

6.5.2. Ventajas y desventajas con respecto a las ofertas públicas de acciones

En una oferta pública de acciones, una empresa privada emite nuevas acciones y, con la ayuda de uno o más terceros (entidades de crédito o sociedades de valores), las vende en un mercado. En una transacción SPAC, la empresa privada comienza a cotizar en bolsa al fusionarse con una empresa fantasma que cotiza en bolsa: la empresa de adquisición de propósito especial (SPAC)¹⁸³.

Tabla 6.2. Ventajas y desventajas entre las SPAC y las ofertas públicas

VENTAJAS	DESVENTAJAS
• Ejecución del proceso más sencilla, rápida y barata; por ejemplo, evitando los costes asociados a los <i>roadshows</i>.	• Las menores exigencias a las que se someten las SPAC pueden ser un riesgo para los inversores, dando lugar a valoraciones incorrectas de una empresa o incluso demandas.
• El precio de la acción se fija mediante una negociación entre la SPAC y la empresa objetivo, lo que es mucho más ventajoso en un mercado volátil.	• El efecto de dilución accionarial para los propietarios de las empresas e inversores por la promoción del equipo gestor (20% de los ingresos del SPAC) y la estructura del <i>warrant</i> para adquirir más acciones.
• El valor añadido que aporta el equipo gestor, ya que aportarán su experiencia, sus redes de contactos, y se mantendrán como accionistas después de la fusión.	• En una regulación proteccionista con el pequeño inversor, como la que existe en España, podría suponer una filosofía de inversión demasiado agresiva.
• Capacidad de promover las proyecciones de la empresa con inversores públicos en el momento de la fusión, especialmente relevante para empresas de alto crecimiento	• Plazos más cortos para la preparación de las finanzas requeridas en las presentaciones ante la CNMV y el establecimiento de funciones de la empresa pública (como relaciones con los inversores y controles internos), a pesar de la ayuda prestada por el equipo gestor de la SPAC durante el proceso de fusión.
• Los inversores descontentos con la compañía objetivo de la adquisición pueden salir vendiendo sus acciones antes de que finalice la adquisición.	• Posibilidad de un déficit de capital por los reembolsos de los inversores iniciales. Si superan las expectativas, obligarían a las SPAC a obtener financiación PIPE para cubrir el déficit resultante.
• Posibilidad del equipo gestor de captar capital adicional al inicial, recaudado de los inversores PIPE, para financiar la transacción e impulsar el crecimiento de la empresa.	• La falta de suscripción y carta de conformidad puede llevar al incumplimiento de requisitos regulatorios, puesto que como la SPAC ya cuenta con inversión del público, la empresa objetivo no tiene suscriptores propios (serían los de la SPAC).

Fuente: Elaboración propia

¹⁸³ KPMG International (2021): “Why so many companies are choosing SPACs over IPOs”. Disponible en: <https://kpmg.com/us/en/articles/2022/why-choosing-spac-over-ipo.html#:~:text=Financiaci%20diligencia%20performed%20at%20narrower, valued%20businesses%20or%20even%20lawsuits> [consulta: 25/03/25]

En resumen, las SPAC son una alternativa muy favorable para *start-ups* y pequeñas compañías privadas en desarrollo, pero con mucho potencial, que les permite obtener una base de inversores amplia y con facilidad, respaldadas por un equipo gestor de profesionales.

No obstante, dadas las desventajas expuestas, sería recomendable para estas empresas que analizasen el panorama actual de las SPAC y sus transacciones más recientes para encontrar una que se ajuste a sus criterios específicos, siendo así capaces de evaluar las perspectivas de sus acuerdos en el futuro.

7. GUÍA ESTRATÉGICA

En perspectiva, podemos ofrecer una síntesis conceptual que ilustre y simplifique la comprensión del proceso de cotización en mercados regulados, relegando el desarrollo y los ejemplos prácticos al contenido troncal del trabajo en sí mismo, y obteniendo así una guía rápida y práctica de fácil consulta.

La operación de “salida a bolsa” es la materialización de una idea, de un objetivo, que comprende una serie de pasos fundamentales. Es la definición de estrategias claras y concisas lo que conforma cada uno de estos pasos.

Recordamos que la decisión de salir a bolsa se trata de un asunto financiero, estratégico, legal y mercantil que exige una planificación y previsión meticolosas, y que sólo cuando las estructuras económico-financieras, de gobierno corporativo y operativas de la empresa resistan al escrutinio público mediante un sólido historial de crecimiento y unas perspectivas de futuro claras, podríamos plantearnos el éxito de esta operación.

El proceso racional de dirección estratégica es un planteamiento que recoge e integra todas aquellas acciones que deliberadamente llevamos a cabo para cumplir nuestro objetivo, cuya aplicación serviría como herramienta genérica para lograr la consecución de cualquier fin empresarial propiamente dicho mediante el seguimiento de sus tres etapas fundamentales.

No obstante, no supone una herramienta única como tal, sino que nos ayuda a entender cómo cada una de nuestras decisiones ya se ha tenido en cuenta en un agregado mucho mayor.

Toda persona posee libertad para escoger un proceso diseñado a su gusto y seguirlo, pero no por ello dejará de ver reflejados sus planteamientos en el proceso racional de dirección estratégica expuesto y que, al haber sido utilizado como base de nuestro trabajo, utilizamos ahora también para culminar con nuestra guía estratégica en formato esquema-resumen:

1. Alineación entre los intereses del líder y los empleados para favorecer al conjunto de las actividades de empresa como entidad única.
• <i>Herramienta genérica</i>: el análisis de objetivos ○ <i>Objetivo</i>: definir y delimitar la misión, visión, valores y cultura empresarial de la compañía. ▪ <i>Herramientas puntuales o circunstanciales</i>¹⁸⁴: (i) Las opciones de compra de acciones: otorgan a los empleados el derecho de comprar en el futuro participaciones de la empresa. (ii) Plan de opciones de compra: reserva de un porcentaje de las acciones de una empresa para otorgar a sus empleados (iii) Las acciones de clase A y B como forma de cotizar en plataformas de negociación sin perder el control.

¹⁸⁴ Aquí mencionamos aquellos expuestos en nuestro caso práctico de referencia, pero vendrían a ser, de forma genérica, los planes de remuneración variable como sistemas que complementan el salario fijo de los empleados. Estos planes, vinculados a su desempeño, los objetivos de la empresa o resultados individuales, pueden incluir desde primas hasta bonos, incentivos y gratificaciones, con el objetivo principal de mejorar su rendimiento y motivación.

2. Conseguir una estabilidad económico-financiera que se perpetúe, crezca y desarrolle en el tiempo.

- *Herramienta genérica: los análisis interno y externo*
 - *Objetivo: estudiar las características, actividades, dotaciones internas (recursos y capacidades) y factores del entorno en los que se desarrolla la actividad empresarial.*
- *Herramientas puntuales o circunstanciales:*
 - (i) Matriz DAFO (Humphrey, 1960): sintetiza los aspectos más relevantes del análisis estratégico, fija objetivos y plantea diversas alternativas estratégicas.
 - (ii) Matriz de ANSOFF (Ansoff, 1976): plantea alternativas o estrategias a escoger dependiendo de la relación entre la situación actual de la empresa (productos y mercados tradicionales) y los nuevos desarrollos.
 - (iii) Modelo dinámico de las cinco fuerzas de PORTER (Porter, 1985): analiza el papel que estas fuerzas ejercen en un mercado y determinan el grado de fortaleza de sus competidores en el momento de estudio.
 - (iv) Criterios de creación de valor y sus herramientas de cálculo: necesarios para el sostenimiento de las actividades que conforman la estructura empresarial. Implementan diversos modelos como el de Gordon-Saphiro, PER, de descuento o métodos de estimación.
 - (v) Análisis de la asignación de capital: estudia las posibilidades de obtención de capital y la calidad de las inversiones a acometer por la empresa.
 - (vi) El enfoque funcional o departamental: facilita la identificación de problemas o errores a subsanar o mejorar en la actividad empresarial.
 - (vii) El concepto de elasticidad: que cuantifica la variación experimentada por una variable (demanda, oferta) al cambiar otra (precio, renta) para permitir determinar tipos de bienes y cómo actuar frente a ellos.
 - (viii) Reestructuración en funciones del personal: para aprovechar mejor sus capacidades en otros departamentos.
 - (ix) Reestructuración de plantilla: mediante el despido o la contratación temporal se reducen los costes de bienes inactivos.
 - (x) Mix de comunicación (de marketing): para persuadir al público objetivo de adquirir los productos y servicios ofertados en el mercado, a la par que se aumenta favorablemente el reconocimiento, reputación, fama, prestigio y capital o valor de la marca.
 - (xi) Negociación amistosa: método de resolución de conflictos que trata de alcanzar un acuerdo favorable para todos los participantes implicados.
 - (xii) Segmentación de la industria o mercado: proceso que identifica dentro del sector analizado áreas más reducidas para atenderlas mejor por medio de diferentes estrategias de cobertura.

3. Evaluación, aplicación y posterior seguimiento efectivo de las ideas y estrategias desarrolladas en el análisis anterior.

- *Herramienta genérica: formulación e implantación estratégica*
 - *Objetivo: determinar el plan de actuación para alcanzar objetivos, diseñando, ejecutando y evaluando las posibles alternativas estratégicas.*
- *Herramientas puntuales o circunstanciales:*
 - (i) Modelo financiero: aporta la base sobre la que plantear los cálculos, previsiones y estimaciones necesarias para una correcta consecución de los objetivos y las actividades de cualquier empresa.
 - (ii) Plan de negocio: documento estructurado donde se detallan los objetivos, estrategias y tácticas que una empresa pretende implementar para alcanzar sus objetivos con éxito. Este plan sirve como guía para la toma de decisiones, la gestión de recursos y la evaluación de riesgos.

4. Conocimiento exhaustivo de los factores fundamentales y comunes a cualquier operación de iguales o análogas características a la de cotización en mercados regulados, tales como las tendencias del mercado, los requisitos de incorporación, grado de internacionalización, características de los inversores y de la persona emisora, etc.

- *Herramientas puntuales o circunstanciales:*
 - (i) La gira de contactos, *roadshow* o *dog and pony show*: presentaciones en las que el equipo directivo de una compañía se presenta a inversores potenciales para despertar su interés antes de realizar una salida a bolsa.

5. Elección del método de salida a bolsa adecuado a la casuística de cada empresa y su finalidad.

- *Herramientas puntuales o circunstanciales:*
 - (i) El apoyo en los textos legales o normativa jurídica vigente procedente de fuentes y organismos oficiales como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o la Bolsa y Mercados Españoles (BME).
 - (ii) La contrata de asesores, gestores, auditores, consultores, aseguradores y otras entidades profesionales análogas capaces de prestar información, ayuda y apoyo en los distintos procedimientos y requisitos exigidos por el legislador.

Recomendaciones:

- *Ofertas públicas en general:* para la captación de capital por parte de empresas cuyos propietarios cuenten con el talento y experiencia suficiente para generar valor a medio plazo, valorando la independencia en la gestión a la par que la adaptación de sus estructuras organizativas para cumplir con los estándares de transparencia informativa y gobierno corporativo exigidos por los mercados.
- *Oferta pública de suscripción u OPS:* para la captación de fondos con los que financiar nuevos proyectos mediante una ampliación de capital, permaneciendo los accionistas antiguos en la sociedad, que renunciarán al ejercicio del derecho de suscripción preferente.
- *Oferta pública de venta u OPV:* para la captación de fondos sin alterar el capital social, para la privatización de empresas públicas, la difusión de acciones o redistribuir el capital entre los accionistas minoritarios
- *Oferta pública de adquisición u OPA:* para adquirir o reforzar el control de una compañía cotizada. Siendo el objetivo cotizar en mercados regulados, sólo se tomarán en consideración las OPA voluntarias, competidoras o amistosas.
- *Listing:* para pequeñas empresas con poco capital pero que cuentan con una base leal de clientes que contemplan ventajosa la imposibilidad de especulación antes de la salida a Bolsa, la facilidad administrativa en el procedimiento y la no dilución de las acciones.
- *SPAC:* para *start-ups* y pequeñas compañías privadas en desarrollo, pero con mucho potencial, que contemplan ventajosa la posibilidad de ser respaldadas por un equipo gestor de profesionales con conocimientos y experiencia, que contribuyan a maximizar su valor, cediendo como contrapartida autonomía en la gestión de la compañía.

8. CONCLUSIONES

La principal idea que se transmite a lo largo del texto es la de entender el concepto de “empresa” no como una persona, organismo o ente individual, sino como lo que realmente es: un conjunto organizado de colaboradores y partícipes que, a través de su trabajo u otras aportaciones, dotan de vida a un proyecto que por sí solo estaría abocado al fracaso.

Una vez se entiende la empresa como un ser desagregado, el capital humano se reviste de una importancia vital para el éxito de cualquier proyecto, siendo la retención del talento y la profesionalidad de sus integrantes lo que consigue llevar a cabo una meticulosa planificación, ejecución y resultados satisfactorios.

Existen, pues, multitud de modelos y herramientas que se pueden aplicar por el equipo gestor de una sociedad, como las vistas para el análisis de asignación de capital o los criterios de creación y selección de inversiones. La respuesta a cada interrogante planteado, para cualquier proceso instaurado en un modelo de negocio empresarial, no es única ni completamente cierta, sino que cuenta con un amplio espectro de opciones que se deberán atender para servir a su propósito final de forma eficaz, eficiente y efectiva.

Entendiendo esto, vemos que las alternativas a la financiación tradicional son sustanciales. El modelo tradicional de financiación vía deuda, cuyo coste financiero tiene impacto en la cuenta de resultados de la empresa, no siempre resulta el más indicado para toda clase de negocio, a pesar de las ventajas fiscales que se puedan derivar de su utilización.

Por otro lado, la banca comercial y otras entidades prestatarias han sufrido un marcado declive por el advenimiento de las crisis financieras (entre las que tomamos en cuenta tanto la del 2008 como la de la pandemia del COVID-19) y la obligada recapitalización de gran parte del sector bancario, provocando que el regulador imponga criterios más duros para el acceso al capital.

En este trabajo hemos tratado la apelación al ahorro público mediante una serie de ofertas públicas o vehículos de inversión privada como base de estudio para captar fondos con los que suplir las necesidades de financiación de las empresas, ya sean sus objetivos el lanzamiento de nuevos productos, la adquisición de otros negocios o la inversión en I+D+i, activos tangibles, intangibles o en capital humano, cuyo fin último es el incremento de su capacidad de producción y, por ende, de su tamaño y productividad.

La elección entre mercados, vehículos u otras operaciones de financiación dependerá de los objetivos de capitalización y las capacidades de generación de valor de los accionistas y gestores de cada compañía, si bien siempre se puede combinar el uso de distintos mecanismos de financiación adaptados a cada fase de crecimiento de la empresa, cumpliendo con los estándares de profesionalización y claridad en el modelo de negocio.

Negar la influencia de factores internos o externos de crecimiento y desarrollo, ignorando la casuística de cada caso, puede conllevar errores fatales como la incorporación a mercados de valores que penalicen el buen hacer de un negocio, ya sea por incomprensión o por la incorrecta valoración de su potencial.

Así pues, la apelación a los mercados de valores (también denominados Sistemas Multilaterales de Negociación o SMN) encuentra segmentado su público objetivo, relegando los mercados regulados a compañías de mayor tamaño o capitalización bursátil, los *Growth Markets* a empresas de pequeño y mediano tamaño y los mercados *Scaleup* a pequeños negocios de rápido crecimiento (*venture capital*¹⁸⁵ o compañías *growth*¹⁸⁶) que, tras haber superado la fase de lanzamiento inicial, todavía no cuentan con el tamaño óptimo ni reúnen los requisitos necesarios para cotizar en mercados más maduros.

El objetivo de estos mercados es facilitar el acceso mediante unos menores costes de incorporación y mantenimiento, menores requisitos regulatorios y de información, apoyo en la mejora de los esquemas organizativos y de gobierno corporativo y la obtención de mayor visibilidad y notoriedad ante los *stakeholders* para captar capital inversor a medio plazo.

No obstante, el hecho de que estos mercados estén regulados y supervisados implica que los emisores están sujetos a exigencias de incorporación, gobierno corporativo, de información y de transparencia para con los inversores, lo que crea una discrepancia entre los que opinan que se requiere una mayor reglamentación y los que apoyan una continuada desregulación.

Ya se vislumbra en la europeización de los mercados y plataformas de negociación, y también a nivel nacional, que resulta ampliamente conveniente la unificación de los requisitos de incorporación existentes o la creación de segmentos de mercado específicos que equiparen a nivel nacional los existentes en el extranjero por las particularidades de determinadas empresas o por el perfil mismo de los distintos tipos de inversores (institucionales, cualificados, minoristas...).

Siempre que exista la posibilidad del no reconocimiento del verdadero valor de una empresa en un mercado, existe el riesgo de que ésta desee cotizar en plataformas extranjeras, lo que propiciaría la fuga tanto de capitales como de talento, privando a la nación de proyectos empresariales con grandes perspectivas de crecimiento y planes para realizar fuertes inversiones en innovación en nuestra geografía.

Para evitarlo, se debe garantizar un mejor acceso a la financiación privada, aumentar la participación directa e indirecta de los inversores minoristas mediante el acceso a oportunidades de inversión rentables y facilitar los

¹⁸⁵ También conocidas como empresas de capital de riesgo, son aquellas con un alto potencial de crecimiento en las que los inversores adquieren un porcentaje de la empresa para participar en su dirección estratégica de forma activa, buscando obtener rendimientos financieros atractivos a largo plazo.

¹⁸⁶ Son empresas en fase de expansión con un historial de crecimiento rápido en comparación con sus competidores, que se espera continuado en el tiempo. Suelen invertir en tecnologías innovadoras y tener tendencia a la diversificación de negocio.

procedimientos y reducción de costes de acceso al capital mediante el incremento del número de entidades con las que negociar y alcanzar acuerdos (para el caso de las SPAC) o de entidades de apoyo y guía que ayuden a cumplir el objetivo de dar el gran salto a la cotización en los mercados, favoreciendo así una sana competencia y equilibrio financieros.

En esta índole, no podemos obviar que operativas predominantemente extranjeras, como el *listing* y las SPAC, han venido propiciadas por un marco legal favorable y la abundancia de capital en sus países de origen.

La adopción nacional de estos modelos y sus ventajosas condiciones conllevan inevitablemente el desarrollo de nueva normativa como forma de proteger al inversor, pero no se debe permitir que la legislación, orientada a subsanar faltas de claridad y concisión, el dictamen de nuevas recomendaciones o limitaciones impuestas, amplíen el proceso de burocratización de estas alternativas y penalicen así a las compañías.

En definitiva, desarrollar un marco ágil para los mercados de capitales que permita una mejor diversificación del riesgo mediante la reducción de las barreras y el desarrollo de un sistema de regulación y supervisión competitivo, coherente, racionalizado e inteligente, que garantice la estabilidad financiera, no es una cuestión baladí, sino que reviste los objetivos del futuro de los mercados regulados y las plataformas de negociación de valores tanto a nivel nacional como en el ámbito europeo.

9. BIBLIOGRAFÍA

- Alexander, G. J.; Sharpe, W. F.; Bailey, J. V. (2003): *"Fundamentos de inversiones: Teoría y práctica"*. Pearson, Barcelona.
- Amy Harmon (1995): *"Like "Toy Story", Pixar Stock Is a Hit Its First Day on the Street"*, Los Angeles Times, Los Ángeles.
- Ansoff, H.I. (1976): *"La estrategia de la empresa"*. Universidad de Navarra, Pamplona.
- Ara Salazar, P. (2022): *"Alternativas de cotización para una PYME española"*, en AA. VV., *El notario del siglo XXI - Nº 105*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, pp. 36-39
- Armstrong, G. y otros (2011): *"Introducción al marketing. 3ª Ed."*. Prentice Hall, Madrid.
- Brealey, R.; Myers, S. C.; Allen, F. (2020): *"Principios de finanzas corporativas"*. McGraw-Hill, México, (13ª Ed.).
- Brealey, R.; Myers, S.C.; Marcus, A.J.; Mateos-Aparicio, P. (2010): *"Finanzas corporativas"*. McGraw-Hill, Madrid.
- Copeland, T. E.; Koller T.; Murrin, J. (2004): *"Valoración: Medición y gestión del valor"*. Deusto, Barcelona.
- Cuervo, A. (2001): *"Introducción a la administración de empresas"*. Civitas Ediciones, Madrid.
- Cuervo, A.; Rodríguez Sáiz, L.; Calvo, A.; Parejo, J. A. (2014): *"Manual de sistema financiero español, 25ª Ed."*. Ariel, Barcelona.
- De Castro, G. M.; Vial, I. D.; Sánchez, M. Á. M.; García, Á. C. (2016): *"Fundamentos de administración de empresas"*. Thomson-Civitas, Madrid.
- Douma, S. y Schreuder, H. (2004): *"Enfoques económicos para el análisis de las organizaciones"*. Thomson-Civitas, Madrid.
- Fernández Álvarez, A.I. y García Olalla, M. (1992): *"Las decisiones financieras de la empresa"*. Ariel Economía, Barcelona.
- Fernández, P. (2012): *"Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor"*. Gestión2000, Barcelona.
- G. Christian Hill (1995): *"Steve Jobs Is Back in the Saddle Again, Becoming a Billionaire in Pixar IPO"*. The Wall Street Journal, Nueva York.
- Galan, J. I. (2006): *"Diseño organizativo"*. Thomson, Madrid.
- García-Tenorio Ronda, J.; García Merino, M. T.; Pérez-Rodríguez, M. J.; Sánchez-Quirós, I.; Santos Álvarez, M. del V. (2007): *"Organización y dirección de empresas"*. Thomson, Madrid.
- González Garagorri, I. (2016): *"Sistema financiero, 2ª Ed."*. Ediciones CEF, Madrid.
- Guerras, L. A. y Navas, J. E. (2015): *"La dirección estratégica de la empresa"*. Thomson-Civitas, Navarra.

- Handy, D. (1997): *“Más allá de la certidumbre: los cambiantes mundos de las organizaciones”*. Ediciones Apóstrofe, Madrid.
- Jiménez Cardoso, S. M.; García-Ayuso Covarsí, M.; Sierra Molina, G. J. (2002): *“Análisis financiero”*. Editorial Pirámide, Madrid.
- Johnson, G.; Scholes, K.; Whittington, R. (2010): *“Fundamentos de estrategia”*. Pearson, Madrid.
- Knight, P. (2016): *“Nunca te pares: Autobiografía del fundador de Nike”*. Penguin Random House, Barcelona.
- Kotler et al. (2000): *“Introducción al Marketing, 2ª Ed.”*. Prentice Hall, Madrid.
- Kotler, P. y otros (2006): *“Dirección de Marketing, 12ª Ed.”*. Prentice Hall, Madrid.
- Kotler, P. y otros (2008): *“Fundamentos de Marketing, 8º Ed.”*. Prentice Hall, Madrid.
- Krugman, P. R.; Wells, R.; Graddy, K. (2014): *“Fundamentos de economía. 3ª Ed.”*. Editorial REVERTE, Madrid.
- Levy, L. (2018): *“De Pixar al cielo: Mis años con Steve Jobs y cómo reinventamos la industria del cine”*. Deusto, Barcelona.
- Martín, G.; Díez, I.; Montoro, A. (2020): *“Fundamentos de administración de empresas”*. Cizur Menor/Thomson-Civitas, Navarra.
- Navas, J. E. y Guerras, L. A. (2016): *“Fundamentos de dirección estratégica de la empresa”*. Thomson-Civitas, Navarra.
- Peñas Moyano, Mª J. (2021): *“El nuevo régimen de las ofertas públicas tras el Reglamento de Folletos y la reforma del TRLMV por la Ley 5/2021”*, en AA. VV., *Anuario de capital riesgo*, Instituto de Capital Riesgo, Madrid, pp. 101-120
- Porter, M.E. (1985): *“Estrategia competitiva”*. CECSA, México.
- Santesmases, M. (2004): *“Marketing: Conceptos y estrategias, 5ª Ed.”*. Pirámide, Madrid.
- Santesmases, M. (2009): *“Fundamentos de marketing, 1ª Ed.”*. Pirámide, Madrid.
- Stross, R. E. (1993): *“Steve Jobs and the NeXT Big Thing”*. Scribner, Londres.
- Tapia Hermida, Alberto J. (2015): *“Manual de Derecho del Mercado Financiero”*. Editorial Iustel, Madrid, pág. 476 y ss.
- Vogel, H. L. (1986): *“Entertainment Industry Economics: A Guide for Financial Analysis”*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Vogel, H. L. (2014): *“La industria de la cultura y el ocio: un análisis económico”*. Fundación SGAE, Madrid.

10. WEBGRAFÍA

- American Marketing Association (2025): “Branding”. Disponible en: <https://www.ama.org/topics/brand-and-branding/> [consulta: 11/02/25]
- Bankinter (2021): “Las SPACs como alternativa para salir a Bolsa”. Disponible en: <https://www.bankinter.com/blog/mercados/spacs-salida-bolsa> [consulta: 25/03/25]
- BESTINVER (2021): “La Asignación de Capital (Parte I): ¿Caballos o Jockeys?”. Disponible en: <https://www.bestinver.es/la-asignacion-de-capital-caballos-o-jockeys-parte-i/> [consulta: 13/12/24]
- BESTINVER (2021): “La Asignación de Capital (Parte II): ¿Cómo financiar un negocio?”. Disponible en: <https://www.bestinver.es/la-asignacion-de-capital-como-financiar-un-negocio-parte-ii/> [consulta: 19/12/24]
- BESTINVER (2022): “La asignación de capital (Parte III): las inversiones”. Disponible en: <https://www.bestinver.es/la-asignacion-de-capital-las-inversiones-parte-iii/> [consulta: 25/12/24]
- Bolsas y Mercados Españoles (2025): “Guía para salir a bolsa”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/Guia-para-Salir-a-Bolsa-2022.pdf> [consulta: 28/03/25]
- Clarín (2020): “La fórmula del éxito de los creadores de Toy Story”. Disponible en: https://www.clarin.com/viva/formula-exito-creadores-toy-story_0_SikAcJ-DO.html [consulta: 27/02/25]
- CLIOS (2025): “Winners Galley”. Disponible en: <https://clios.com/winners-gallery/> [consulta: 09/02/2025]
- CNMV (2024): “Guía de órdenes de valores”. Disponible en: <http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/guias/ordenes.pdf> [consulta: 12/03/2025]
- CNMV (2024): “Guía: Cómo Invertir en Bolsa”. Disponible en: www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/Guia_Como_Invertir_en_bolsa.pdf [consulta: 17/01/2025]
- CNMV (2024): “Infografía: Invertir en... Acciones”. Disponible en: www.cnmv.es/docportal/publicaciones/infografias/infografia_invertir_en_acciones.pdf [consulta: 17/01/2025]
- CNMV (2024): “Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS)”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR07_OPV OPS.pdf [consulta: 12/03/2025]
- CNMV (2024): “Preguntas y respuestas sobre el régimen de folletos a publicar en las ofertas públicas y admisiones a negociación en mercados regulados”. Disponible en: https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QA_mercadoprimary.pdf [consulta: 27/03/25]
- CNMV (2025): “Folletos en los registros oficiales de la CNMV”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Folletos-Registros-Oficiales> [consulta: 27/03/25]

- CNMV (2025): “*Guía: El accionista de una compañía cotizada*”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G09_guiaaccionista.pdf [consulta: 12/03/2025]
- CNMV (2025): “*Guía: Las OPAs. Qué son y cómo actuar*”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR11_OPAS.pdf [consulta: 12/03/25]
- CNMV (2025): “*Información disponible para el accionista*”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Informacion> [consulta: 13/03/25]
- CNMV (2025): “*La decisión de acudir a una OPA*”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Decision> [consulta: 13/03/25]
- CNMV (2025): “*Normativa española: OPAs*”. Disponible en: https://www.cnmv.es/portal/Gpage?id=Libro4_Opas [consulta: 13/03/25]
- CNMV (2025): “*Tipos de OPAs*”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/Inversor/Opas-Tipos> [consulta: 13/03/25]
- Cuatrecasas (2023): “*Hacia una reordenación y simplificación del mercado de valores*”. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercado-de-capitales/art/reordenacion-simplificacion-mercado-valores> [consulta: 27/03/25]
- Cuatrecasas (2024): “*Publicación del Listing Act*”. Disponible en: <https://www.cuatrecasas.com/es/spain/mercado-de-capitales/art/listing-act-paquete-ue> [consulta: 11/03/25]
- DreamWorks (2025): “*Dreamworks: About*”. Disponible en: <https://www.dreamworks.com/about> [consulta: 12/02/25]
- El Blog de Alberto J. Tapia Hermida (2016): “*Ofertas públicas de distribución en el mercado de valores: OPSS y OPVs. Sus funciones como mecanismos de difusión del accionariado previos a la salida a bolsa, de refuerzo de los recursos propios de las entidades de crédito, etc.*”. Disponible en: <https://ajtapia.com/2016/03/ofertas-publicas-de-distribucion-en-el-mercado-de-valores-opss-y-opvs-sus-funciones-como-mecanismos-de-difusion-del-accionariado-previos-a-la-salida-a-bolsa-de-refuerzo-de-los-recursos-propios-de-l/> [consulta: 28/03/25]
- El Blog de J. Raúl Fernández (2016): “*¿Qué es una Oferta Pública de Venta? (OPV)*”. Disponible en: <https://www.jraulfernandez.es/una-oferta-publica-venta-opv/> [consulta: 28/03/25]
- El Confidencial (2017): “*El desconocido 'padre' de Pixar que hizo rico a Steve Jobs sin saber nada de cine*”. Disponible en: https://www.elconfidencial.com/tecnologia/2017-01-07/pixar-lawrence-levy-steve-jobs_1312852/ [consulta: 11/02/25]
- El Confidencial (2023): “*El esperado aterrizaje de las SPAC en España*”. Disponible en: https://blogs.elconfidencial.com/mercados/tribuna-mercados/2023-04-20/aterrizaje-spac-bolsa-espana_3614200/ [consulta: 25/03/25]

- El Imparcial (2018): “Lawrence Levy: Silicon Valley ha pasado de ser irrelevante a convertirse en el dominador”. Disponible en: <https://www.elimparcial.es/entrevista-lawrence-levy-de-pixar-al-cielo> [consulta: 30/09/24]
- El Mundo (2002): “Pixar, la otra criatura de Jobs”. Disponible en: <https://www.elmundo.es/navegante/especiales/2002/apple/pixar.html> [consulta: 02/10/24]
- El Mundo (2002): “Steve Jobs, el hombre que piensa diferente”. Disponible en: <https://www.elmundo.es/navegante/especiales/2002/apple/index.html> [consulta: 02/10/24]
- EL NOTARIO DEL SIGLO XXI (2024): “Alternativas de cotización para una PYME española”. Disponible en: <https://www.elnotario.es/practica-juridica/11618-alternativas-de-cotizacion-para-una-pyme-espanola> [consulta: 15/01/25]
- EL PAÍS (2024): “Las pymes, el motor que mueve el empleo y el crecimiento de la economía española”. Disponible en: <https://elpais.com/economia/2024-05-13/las-pymes-el-motor-que-mueve-el-empleo-y-el-crecimiento-de-la-economia-espanola.html> [consulta: 19/02/25]
- ESIC University (2022): “Historia de Pixar y su relevancia en las industrias creativas”. Disponible en: <https://www.esic.edu/rethink/marketing-y-comunicacion/historia-de-pixar-y-su-relevancia-en-las-industrias-creativas> [consulta: 26/09/24]
- Estrategias de Inversión (2018): “Listing”. Disponible en: <https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/listing-t-1549> [consulta: 24/02/25]
- Eur-Lex (2025): “Folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado”. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/ES/legal-content/summary/prospectus-to-be-published-when-securities-are-offered-to-the-public-or-admitted-to-trading-on-a-regulated-market.html> [consulta: 27/03/25]
- Expansión (2021): “CNMV: las Spac necesitarán 50 millones y 50 inversores para arrancar en España”. Disponible en: <https://www.expansion.com/mercados/2021/07/26/60fdb36a468aeb82158b4635.html> [consulta: 25/03/25]
- Expansión (2021): “Las Spac americanas ‘cazan’ 24 firmas europeas por 53.000 millones”. Disponible en: <https://www.expansion.com/empresas/2021/07/19/60f49999e5fdea48138b456d.html> [consulta: 25/03/25]
- Faster Capital (2024): “Acciones Clase B versus Acciones Clase A cual es la adecuada para usted”. Disponible en: <https://fastercapital.com/es/contenido/Acciones-Clase-B-versus-Acciones-Clase-A--cual-es-la-adecuada-para-usted.html#es> [consulta: 11/12/24]

- Faster Capital (2024): “Consideraciones estratégicas para la salida a bolsa de una startup”. Disponible en: <https://fastercapital.com/es/contenido/Consideraciones-estrategicas-para-la-salida-a-bolsa-de-una-startup.html#Cumplimiento-Normativo-y-Marco-Legal> [consulta: 25/02/25]
- Faster Capital (2024): “El trabajo crítico de preparación antes de la salida a bolsa de una startup”. Disponible en: <https://fastercapital.com/es/contenido/El-trabajo-critico-de-preparacion-antes-de-la-salida-a-bolsa-de-una-startup.html> [consulta: 25/02/25]
- Gómez-Acebo y Pombo (2024): “La reforma del régimen de abuso de mercado por la Listing Act”. Disponible en: <https://ga-p.com/wp-content/uploads/2024/05/Reforma-regimen-abuso-mercado.pdf> [consulta: 11/03/25]
- Google Finance (2025): “Nasdaq Composite Index”. Disponible en: <https://www.google.com/finance/quote/.IXIC:INDEXNASDAQ> [consulta: 26/02/25]
- Infobae (2023): “Cómo Steve Jobs convirtió su despido de Apple en una oportunidad única”. Disponible en: <https://www.infobae.com/tecno/2023/11/22/steve-jobs-el-cofundador-de-apple-tambien-fue-despedido-de-la-empresa-que-ayudo-a-crear/> [consulta 22/09/24]
- ING (2025): “¿Sabes qué es una OPA y todos los tipos que existen?”. Disponible en: <https://www.ing.es/ennaranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/que-es-una-opa> [consulta: 12/03/25]
- Invertir en Bolsa (2013): “Salidas a Bolsa mediante listing”. Disponible en: https://invertiren bolsa.info/articulo_salidas_a_bolsa_mediante_listing.htm [consulta: 27/02/25]
- Juan St. (2021): “Dual Listing”. Disponible en: <https://juanst.com/bolsas-de-valores/dual-listing/> [consulta: 24/02/25]
- KPMG International (2021): “Why so many companies are choosing SPACs over IPOs”. Disponible en: <https://kpmg.com/us/en/articles/2022/why-choosing-spac-over-ipo.html#:~:text=Financial%20diligence%20performed%20at%20narrower,value%20businesses%20or%20even%20lawsuits> [consulta: 25/03/25]
- La Vanguardia (2018): “Voy a tener pérdidas, cómprame: la curiosa fórmula con la que Spotify sale a bolsa”. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/economia/20180403/442142938845/spotify-salida-a-bolsa-wall-street-daniel-ek.html> [consulta: 11/03/25]
- LKS Next (2024): “Growth Capital: Palanca de financiación y creación de valor para la PYME”. Disponible en: <https://www.bmegrowth.es/docs/docsSubidos/Publicaciones/LKS-Growth-Capital.pdf> [consulta: 01/04/25]
- Los Angeles Times (1995): “Like “Toy Story”, Pixar Stock Is a Hit Its First Day on the Street”. Disponible en: http://articles.latimes.com/1995-11-30/business/fi-8751_1_toy-story [consulta: 27/02/25]

- Ministerio de Cultura del Gobierno de España, Catálogo ICAA (2025): “*Toy Story: Ficha Técnica*”. Disponible en: <https://sede.mcu.gob.es/CatalogoICAA/es-es/Peliculas/Detalle?Pelicula=105595> [consulta: 27/02/25]
- Morpher (2024): “*Deslistado: ¿Qué sucede cuando un activo es deslistado?*”. Disponible en: <https://www.morpher.com/es/blog/delisting> [consulta: 12/03/2025]
- Nutshell (2012): “*La evolución de Internet: de Netscape a Microsoft*”. Disponible en: <https://www.nutshellapp.com/publicsummaries/la-evoluci%C3%B3n-de-internet%3A-de-netscape-a-microsoft> [consulta: 26/02/25]
- Oscars (2025): “Oscars: Ceremonies”. Disponible en: <https://www.oscars.org/oscars/ceremonies/2025> [consulta: 23/10/24]
- PIXAR Animation Studios (2025): “*PIXAR: Short Films*”. Disponible en: <https://www.pixar.com/short-films> [consulta: 23/10/24]
- PIXAR RenderMan (2025): “*RenderMan Store: Sales y Pricing*”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/store> [consulta: 11/02/25]
- PIXAR RenderMan (2025): “*RenderMan: About*”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/about> [consulta: 11/02/25]
- PIXAR RenderMan (2025): “*RenderMan: Movies*”. Disponible en: <https://renderman.pixar.com/movies> [consulta: 11/02/25]
- Plus500 (2024): “*Precio de las acciones de Disney: datos, cronología y precios históricos*”. Disponible en: <https://www.plus500.com/es-es/instruments/dis/disney-stock-price-facts~2> [consulta: 14/01/24]
- Rankia (2022): “*¿Qué significa salir a bolsa? | Procedimientos: OPV, OPS y Listing*”. Disponible en: <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/2403630-que-significa-salir-bolsa-procedimientos-opv-ops-listing> [consulta: 27/02/25]
- Rankia (2023): “*Listing*”. Disponible en: <https://www.rankia.com/diccionario/bolsa/listing> [consulta: 24/02/25]
- Securities y Exchange Commission (1996): “*Form 10-K*”. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 06/02/2025]
- Securities y Exchange Commission (2025): “*Main Page*”. Disponible en: <https://www.sec.gov/> [consulta: 06/02/2025].
- The Wall Street Journal (1995): Disponible en: <http://blogs.wsj.com/wsj125/2014/11/29/nov-30-1995-pixars-ipo/> [consulta: 27/02/25]

11. REFERENCIAS NORMATIVAS

- Circular 1/2021, relativo a la admisión de acciones, participaciones en fondos de inversión cotizados y Warrants, certificados y otros productos negociados en las Bolsas de valores. Disponible en: https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/regula/BMadrid/esp/circulares/2021/Circular_de_Admisi%C3%B3n_Bolsa_de_Madrid_30_3_21.pdf
- Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/cir/2016/02/02/2>
- Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2008-20896>
- Directiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L_202402810
- Directiva (UE) 2024/2811 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE para que los mercados de capitales públicos de la Unión ganen atractivo entre las sociedades, y para facilitar a las pequeñas y medianas empresas el acceso al capital, y por la que se deroga la Directiva 2001/34/CE. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L_202402811
- Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=celex:32004L0025>
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>
- Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/l/2021/04/12/5>
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-7053>

- Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/o/2009/06/01/eha1421/con>
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>
- Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-22763>
- Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2023/11/08/814/con>
- Real Decreto 815/2023, de 8 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en relación con los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cooperación con otras autoridades y la supervisión de empresas de servicios de inversión. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2023-22765>
- Real Decreto 816/2023, de 8 de noviembre, por el que se modifica el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio. Disponible en: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2023-22766
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>
- Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>
- Reglamento (UE) 2024/2809 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024, por el que se modifican los Reglamentos (UE) 2017/1129, (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 600/2014 para hacer que los mercados de capitales públicos de la Unión resulten más atractivos para las empresas y para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=OJ:L_202402809
- Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/600/2025-01-17>
- Reglamento Delegado (UE) 2019/979 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la

información financiera fundamental en la nota de síntesis de un folleto, la publicación y clasificación de los folletos, la publicidad de los valores, los suplementos de un folleto y el portal de notificación, y se derogan el Reglamento Delegado (UE) nº 382/2014 de la Comisión y el Reglamento Delegado (UE) 2016/301 de la Comisión. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/979/oj>

- Reglamento Delegado (UE) 2025/27 de la Comisión, de 30 de octubre de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2024/1143 del Parlamento Europeo y del Consejo con normas sobre la inscripción en el registro y la protección de las indicaciones geográficas, las especialidades tradicionales garantizadas y los términos de calidad facultativos y por el que se deroga el Reglamento Delegado (UE) nº 664/2014. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2025/27/oj

12. ANEXOS

12.1. Características y especificidades del acuerdo entre PIXAR y Walt Disney Feature Animation (06/09/1991)

- **Periodo de vigencia del acuerdo:** contrato por tres películas originales a expirar a los seis meses tras el estreno de la última de ellas.

Puesto que Pixar sólo disponía de los recursos necesarios para trabajar en una película a la vez, la duración de la producción de las tres películas sería técnicamente el mismo. Desde la fecha de la firma del contrato (06/09/1991) hasta el estreno de la primera película, Toy Story (22/11/1995) transcurre un periodo aproximado de cuatro años. Dos películas restantes x Cuatro años de producción por cada una + 6 meses para la expiración del contrato: 22/11/1995 + (2 x 4 años) + ½ año = 22/05/2004 fecha de resolución aproximada.

- **Cláusula de viabilidad presupuestaria y paramétrica para secuelas:** Pixar podrá hacer secuelas de sus películas bajo determinadas condiciones, a citar: realizar la película original en la que se basara la secuela sin salirse del presupuesto convenido y en unos términos que concuerden con los parámetros habituales de Disney.

El no cumplimiento de estas condiciones autoriza a Disney a realizar secuelas de películas de Pixar sin mantener ninguna clase de relación contractual con Pixar.

Además, dado que las secuelas no se consideran películas originales a efectos del contrato, su realización prolongaría la duración estimada durante el periodo extra que supondría la producción de la secuela en sí misma.

- **Términos de compensación:** Disney sufragará los costes de producción de las tres películas hasta un límite determinado. También ostentará los derechos y licencias de mercadotecnia de todos los productos derivados. Pixar recibirá un porcentaje de los ingresos de la película en taquilla y de la venta de los metrajes en formato de vídeo, entre otras compensaciones.

Si bien no se citan en detalle dichas compensaciones, Levy afirma que el porcentaje de beneficios neto para Pixar rondaría menos del 10%. Expone un caso comparativo utilizando uno de los éxitos más recientes de Disney: La bella y la bestia, estrenada en 1991, coronada como la tercera película de animación más taquillera en la historia del cine, sólo por detrás de Aladdin y El rey León. La bella y la bestia recaudó un total de 356 millones de dólares (146 millones en Estados Unidos y 200 millones en el extranjero), siendo esta cantidad el triple o cuádruple de la media recaudatoria del cine de animación.

Para Pixar, un éxito de tal magnitud, tan improbable, supondría unos beneficios de tan solo 17 millones de dólares, poco más de 4 millones por año de producción.

- **Cláusula de no competencia sobre propuestas presentadas:** hasta la consecución del contrato, Pixar no puede proponer a otras productoras ninguna idea de película que hubiera presentado a Disney, ya sean aprobadas o rechazadas.

Con esta cláusula, Disney se aseguraba de que Pixar trabajase en exclusiva para ellos, dado que aportaría todos los recursos necesarios para la producción, promoción y distribución de las películas. Podría pensarse que existe un vacío legal por el que Pixar podría desarrollar aquellas ideas que no fueran presentadas a Disney (la cláusula no regiría).

- **Cláusula de exclusividad sobre propuestas presentadas:** los servicios del departamento de animación de Pixar, incluidos los de sus principales talentos, serán exclusivos de Disney durante la duración el contrato.

Esta cláusula invalida el vacío legal de la anterior y obliga a John Lasseter, junto a todo su equipo de animación y artistas gráficos de Pixar, a trabajar sólo para Disney durante la duración estimada del contrato, impidiendo el desarrollo de cualquier otra película para distribuirla con otros estudios.

Este tipo de cláusula resultaba normal para el caso de captación de nuevos talentos. A la firma del contrato, Pixar no había realizado ningún largometraje. No tenía antecedentes que la acreditaran, ni experiencia previa en el sector. Para Disney suponía una apuesta arriesgada por un tipo completamente nuevo de animación y un director sin experiencia. Por ende, debían asegurarse de que Pixar se concentraría exclusivamente en las películas que Disney financiaba.

12.2. Formulario 10-K cumplimentado por PIXAR para la agencia gubernamental estadounidense SEC en 1996, por la que se presentan asuntos concernientes a ingresos, gastos y demás información financiera (en inglés, en el original)¹⁸⁷

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
WASHINGTON, D.C. 20549

FORM 10-K

ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE
SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934

FOR THE FISCAL YEAR ENDED
DECEMBER 31, 1996

COMMISSION FILE NUMBER
0-26976

PIXAR
(Exact name of registrant as specified in its charter)

CALIFORNIA	68-0086179
(State or other jurisdiction of incorporation or organization)	(I.R.S. Employer Identification No.)

1001 WEST CUTTING BOULEVARD, RICHMOND, CALIFORNIA 94804
(Address of principal executive offices) (Zip Code)

Registrant's telephone number, including area code: (510) 236-4000

[...]

PIXAR
STATEMENTS OF OPERATIONS
(IN THOUSANDS, EXCEPT PER SHARE DATA)

SELECTED FINANCIAL DATA

The following selected financial data is derived from the Company's financial statements. This data should be read in conjunction with the Financial Statements and Notes thereto, and with Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations.

¹⁸⁷ Securities & Exchange Commission (1996): "Form 10-K". Disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002114/0000891618-97-001519.txt> [consulta: 10/02/2025]

	Year Ended December 31,				
	1992	1993	1994	1995	1996
<S>	<C>	<C>	<C>	<C>	<C>
(In thousands, except per share data)					
STATEMENT OF OPERATIONS DATA:					
Revenues:					
Software	\$ 2,179	\$ 4,702	\$ 3,323	\$ 3,144	\$ 6,306
Animation services	2,038	2,127	2,267	2,469	3,947
Film	--	--	--	--	18,847
Patent licensing	--	--	--	6,500	9,127
Total revenues	4,217	6,829	5,590	12,113	38,227
Cost of revenues:					
Software	716	1,327	1,164	513	113
Animation services	1,939	1,692	1,964	1,873	3,039
Film	--	--	--	--	1,551
Total cost of revenues	2,655	3,019	3,128	2,386	4,703
Gross margin	1,562	3,810	2,462	9,727	33,524
Operating expenses:					
Research and development	2,307	1,757	2,288	4,065	6,985
Sales and marketing	1,851	2,368	2,180	1,588	1,768
General and administrative	799	715	831	3,043	5,577
Total operating expenses	4,957	4,840	5,299	8,696	14,330
Income (loss) from operations	(3,395)	(1,030)	(2,837)	1,031	19,194
Other income (expense)	19	(142)	466	716	8,031
Income (loss) before income taxes	(3,376)	(1,172)	(2,371)	1,747	27,225
Income taxes	2	1	1	120	1,906
Net income (loss)	\$(3,378)	\$(1,173)	\$(2,372)	\$ 1,627	\$25,319
Net income (loss) per share			\$ (0.06)	\$ 0.04	\$ 0.54
Shares used in computing net income (loss) per share			39,669	40,350	46,989

</TABLE>

<TABLE>

<CAPTION>

	DECEMBER 31,				
	1992	1993	1994	1995	1996
<S>	<C>	<C>	<C>	<C>	<C>
(IN THOUSANDS)					
BALANCE SHEET DATA:					
Working capital (deficit)	\$ (924)	\$ (638)	\$(1,199)	\$138,688	\$162,983
Total assets	2,002	1,987	1,896	153,015	177,463
Long-term obligations	1,346	1,460	1,573	--	--
Total shareholders' equity (deficit)	(1,333)	(1,216)	(1,675)	142,907	170,804

[...]

PIXAR

NOTES TO FINANCIAL STATEMENTS

Pixar operates principally in three business segments: software, animation services, and film. Financial information relating to business segments follows (in thousands):

	Year Ended December 31,		
	1994	1995	1996
<S>	-----	-----	-----
<C>	<C>	<C>	<C>
Revenues:			
Software	\$ 3,323	\$ 3,144	\$ 6,306
Animation services	2,267	2,469	3,947
Film	--	--	18,847
Corporate and other	--	6,500	9,127
	-----	-----	-----
	\$ 5,590	\$ 12,113	\$ 38,227
	=====	=====	=====
Income (loss) from operations:			
Software	\$ (2,416)	\$ (495)	\$ 1,587
Animation services	63	(55)	302
Film	(484)	(3,826)	9,308
Corporate and other	--	5,407	7,997
	-----	-----	-----
	\$ (2,837)	\$ 1,031	\$ 19,194
	=====	=====	=====
Depreciation expense:			
Software	\$ 111	\$ 125	\$ 176
Animation services	153	158	95
Film	35	104	251
Corporate and other	75	80	210
	-----	-----	-----
	\$ 374	\$ 467	\$ 732
	=====	=====	=====
Capital expenditures:			
Software	\$ 70	\$ 317	\$ 942
Animation services	300	133	51
Film	207	340	1,694
Corporate and other	12	178	1,149
Identifiable assets:			
Software	\$ 784	\$ 1,104	\$ 3,832
Animation services	485	769	627
Film	389	5,534	6,882
Corporate and other	238	145,608	166,122
	-----	-----	-----
	\$ 1,896	\$ 153,015	\$177,463
	=====	=====	=====

[...]

FEATURE FILM AND CD-ROM PRODUCTION

Feature Film Agreement

In 1991, Pixar entered into a feature film agreement with Walt Disney Pictures, a wholly owned subsidiary of the Walt Disney Company (together with its subsidiaries and affiliates collectively referred to herein as "Disney") to develop and produce up to three computer animated feature films (the Feature Film Agreement). Pixar is entitled to receive compensation based on revenue from the distribution of animated feature films and related products. The first feature film, Toy Story, was in production as of December 31, 1994, and released in November 1995. The second and third feature films, and a made-for-home video sequel to Toy Story were in development as of December 31, 1996. On February 24, 1997, Pixar and Disney entered into a co-production agreement which will now

govern the second and third feature films, three additional films, and made-for-home video sequels (see Note 11).

Under the terms of the Feature Film Agreement, Disney funded each motion picture produced up to the total budgeted film costs. Costs incurred by Pixar, inclusive of salaries and overhead, were billed to Disney and reimbursed on a current basis. All payments to Pixar from Disney for costs of feature film production have been recorded as cost reimbursements; accordingly, no revenues have been recorded for such reimbursements; rather, Pixar has netted the reimbursements against the related costs. The Feature Film Agreement provided that, in the event that production costs for the motion picture exceeded the total budget, Disney would pay a specified amount of the over budget costs (a portion of which has since been deducted from Pixar's Toy Story film revenue) plus all over budget costs that were preapproved in writing by a Disney executive. Pixar was obligated to fund unapproved production cost overages in excess of that specified amount, but was entitled to recover any overages that it had funded if the motion picture met certain criteria.

As of December 31, 1995, total film production costs incurred exceeded budget by approximately \$9,300,000, a portion of which was assumed by Disney, as defined above. Pixar's portion of the film production cost overage incurred, approximately \$3,300,000, and amortization of deferred compensation were capitalized as film production costs as of December 31, 1995. During the year ended December 31, 1996, Pixar's portion of the film production cost overage was reduced by \$1,000,000. Additional costs capitalized as film production costs during the year ended December 31, 1996, included additional amortization of deferred compensation, participation fees related to the first feature film, and costs related to additional films in process. Based on the individual film forecast method, substantially all of the film production costs capitalized related to the first feature film will be substantially amortized by December 31, 1997. Film production costs capitalized related to additional films in process will be amortized when the respective films are released.

The total film production costs and related amounts capitalized are as follows (in thousands):

	Year ended December 31,					Total as of December 31,
	1992	1993	1994	1995	1996	1996
	----	----	----	----	----	----
<S>	<C>	<C>	<C>	<C>	<C>	<C>
Released film:						
Disney production costs (unaudited)	\$ 382	\$5,006	\$5,299	\$ 8,158	\$ 754	\$ 19,599
Pixar reimbursed film production costs	585	1,899	2,570	3,015	53	8,122
Total film production costs (unaudited)	\$ 967	\$6,905	\$7,869	\$11,173	\$ 807	27,721
	=====					
Disney reimbursements of budgeted costs and approved overages (unaudited)						(25,396)
Amortization of deferred compensation						336
Participation fees						350
Amortization of film production costs						(1,551)

Total film production costs capitalized for released film						1,460

	Year ended December 31,		Total as of December 31,
	1995 ----	1996 ----	1996 ----
<S>	<C>	<C>	<C>
Films in process:			
Disney production costs (unaudited)	\$ 903	\$ 5,996	6,899
Pixar reimbursed film production costs	1,904	11,786	13,690
Total film production costs (unaudited)	\$ 2,807	\$17,782	20,589
Disney reimbursements of budgeted costs and approved overages (unaudited)			(19,099)
Total film production costs capitalized for films in process			1,490
Total film production costs capitalized			\$ 2,950

[...]

PATENT LICENSING ARRANGEMENTS

As of December 31, 1995, fees of \$6,500,000 were recognized on the licensing of certain patents.

For the year ended December 31, 1996, fees of \$9,100,000 were recognized with respect to the licensing of certain patents. The Company delivered all rights to utilize the technology underlying the license to the licensee, and received a nonrefundable fixed-fee cash payment of \$6,000,000 and \$5,000,000 in the form of credits for products to be purchased from the licensee by Pixar over the next four years. Following the release of the rights to utilize the patents to the licensee, Pixar maintained no significant vendor obligations to the licensee, so the Company recognized as revenue the fixed and determinable amounts of the \$6,000,000 cash payment received, plus \$3,127,000 that represents the portion of the credits Pixar has used in the year ended December 31, 1996.

[...]

SIGNIFICANT CUSTOMERS AND SEGMENT REPORTING

The following table summarizes the annual percentage contribution to revenues by customers when revenues from such customers exceeded 10% of total revenues in 1994, 1995 and 1996, and the amounts due from these customers as a percentage of total accounts receivable at the corresponding year-end:

	Percentage of Total Revenues Year Ended December 31,			Percentage of Total Accounts Receivable as of December 31,		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996
<S>	<C>	<C>	<C>	<C>	<C>	<C>
J. Walter Thompson USA, Inc.	13%	---	---	---	---	---
Eastman Kodak Company	11%	---	---	16%	---	---
Microsoft Corporation	---	54%	---	---	---	---
Disney	---	---	65%	---	---	34%
Silicon Graphics, Inc.	---	---	24%	---	---	---