

GAF: MODELO DE ESTRUCTURACIÓN ALTERNATIVA PARA UNA OPV

TRABAJO DE GRADO

POR

FERNANDO ALONSO VILLAMIL

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN - CESA

FACULTAD DE POSGRADOS EN FINANZAS CORPORATIVAS

MAESTRÍA EN FINANZAS CORPORATIVAS

BOGOTÁ D.C., OCTUBRE DE 2015

GAF: MODELO DE ESTRUCTURACIÓN ALTERNATIVA PARA UNA OPV

TRABAJO DE GRADO

POR

FERNANDO ALONSO VILLAMIL

DIRECTOR

MAURICIO AMADOR PILONIETA

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN - CESA

FACULTAD DE POSGRADOS EN FINANZAS CORPORATIVAS

MAESTRÍA EN FINANZAS CORPORATIVAS

BOGOTÁ D.C., OCTUBRE DE 2015

TABLA DE CONTENIDOS

I.	Sección introductoria	(pág. 4)
	1. Contextualización: ¿Por qué diseñar un modelo alternativo para Ofertas Públicas de Venta?	(pág. 4)
	2. Delimitación del problema	(pág. 16)
	3. Formalización de la hipótesis	(pág. 16)
	4. Objetivos	(pág. 17)
	4.1. Objetivo general	(pág. 17)
	4.2. Objetivos específicos	(pág. 17)
	5. Estado del arte	(pág. 17)
	5.1. Descripción y análisis	(pág. 17)
	5.2. Toma de posición	(pág. 25)
	6. Metodología	(pág. 25)
II.	El Modelo GAF	(pág. 28)
	1. Marco teórico: ¿qué son y cómo funcionan las OPV?	(pág. 28)
	1.1. Conceptualización fundamental	(pág. 29)
	1.2. Las Ofertas Públicas de Venta	(pág. 34)
	1.3. Gobierno Corporativo	(pág. 40)
	1.4. Aproximación regulatoria	(pág. 41)
	2. Elementos transversales del modelo	(pág. 43)
	2.1. Gobierno Corporativo	(pág. 43)
	2.2. Estrategia de articulación	(pág. 43)
	2.3. Flexibilidad metodológica	(pág. 44)
	3. Componentes del modelo	(pág. 44)
	3.1. Atributos de la colocación	(pág. 46)
	3.2. Precio	(pág. 66)
	3.3. Cantidad	(pág. 85)
	3.4. Adjudicación	(pág. 109)
	3.5. Post emisión	(pág. 116)

III. Conclusiones	(pág. 124)
IV. Bibliografía	(pág. 128)

ÍNDICE DE TABLAS

1. Otros instrumentos híbridos	(pág. 34)
2. Objetivo de la emisión vs tipo de oferta	(pág. 49)
3. Principales FBI de Colombia y el mundo	(pág. 51)
4. Componente 1 en el contexto de los elementos GAF.....	(pág. 66)
5. Análisis para el establecimiento del nivel de subvaloración ..	(pág. 70)
6. Escenario sin ajuste de precio y cantidad (ejemplo)	(pág. 74)
7. Escenario con ajuste de precio y cantidad (ejemplo)	(pág. 74)
8. Análisis de la volatilidad generada por el <i>tick</i> de precio de las acciones listadas en la BVC	(pág. 77)
9. Componente 2 en el contexto de los elementos GAF	(pág. 84)
10. Inputs para la emisión de ABC (ejemplo)	(pág. 89)
11. Notación para el análisis del ISM	(pág. 96)
12. Comparación de la participación relativa de cada activo dentro de la LLD y a LED según nivel de riesgo.....	(pág. 97)
13. Distribución de liquidez por activos en el país XYZ según nivel de riesgo de mercado (ejemplo).....	(pág. 98)
14. Impacto sobre el circulante de los instrumentos híbridos y otros eventos corporativos	(pág. 103)
15. Metodología de cálculo del PPAP.....	(pág. 104)
16. Componente 3 en el contexto de los elementos GAF.....	(pág. 109)
17. Resumen de las condiciones (ejemplo)	(pág. 111)
18. Demandas recibidas (ejemplo)	(pág. 112)
19. Adjudicación (ejemplo)	(pág. 113)
20. Componente 4 en el contexto de los elementos GAF.....	(pág. 116)

21. Componente 5 en el contexto de los elementos GAF.....	(pág. 124)
-----------------------------------------------------------	-------------------

INDICE DE GRÁFICAS

1. Evolución del precio de Apple Inc. (NASDAQ: AAPL).....	(pág. 9)
2. Evolución del precio de Canacol Energy Ltd. (BVC: CNEC)....	(pág. 10)
3. Evolución del precio de Avianca Holding (BVC: PFAVH).....	(pág. 11)
4. Evolución del precio de Facebook Inc. (NASDAQ: FB).....	(pág. 13)
5. Evolución del precio de Grupo Aval S.A. (BVC: PFAVAL)....	(pág. 14)
6. Payoff de los compradores de opciones sobre acciones	(pág. 32)
7. Payoff de los vendedores de opciones sobre acciones	(pág. 33)
8. Elementos transversales del Modelo GAF.....	(pág. 44)
9. Elementos y componentes del Modelo GAF.....	(pág. 45)
10. Niveles del componente 1: atributos para la colocación	(pág. 46)
11. Distribución de tipo de acción por rueda en BVC	(pág. 55)
12. Continuidad del proceso de expectativas	(pág. 59)
13. Definición del momento a emitir	(pág. 61)
14. Plazos de la OPV	(pág. 63)
15. Tipos de entidades que participan del <i>programa</i> <i>Educación Financiera para todos</i> de AMV	(pág. 64)
16. Niveles del componente 2: precio	(pág. 67)
17. Mecanismos de fijación de precios	(pág. 69)
18. Análisis para la definición del nivel de subvaloración	(pág. 71)
19. Niveles del componente 3: cantidad.....	(pág. 85)
20. Proceso para la determinación de la cantidad a colocar	(pág. 86)
21. Definición de los rangos de precio indicativos	(pág. 89)
22. Atractivo de una economía para los inversionistas internacionales según la etapa del ciclo económico de Burns y Mitchell (1946)	(pág. 92)
23. Estudio de mercado para el tamaño de la emisión	(pág. 99)
24. Niveles del componente 4: Adjudicación	(pág. 110)

25. Niveles del componente 5: post emisión -----(**pág. 117**)
26. Impacto del dividendo sobre la acción de ECOPETROL ---(**pág. 123**)

TÉRMINOS CLAVE

Banca de inversión
Derechos de inversionistas
Gobierno Corporativo
Modelo de estructuración
Oferta pública inicial
Oferta pública de venta
Valor fundamental

RESUMEN

En el presente documento se plantea y desarrolla un modelo alternativo para la estructuración de ofertas públicas de venta de acciones, a partir de casos de éxito y fracaso evaluados a escala local e internacional, procurando una metodología capaz de eliminar los errores de las distintas ofertas evaluadas, y teniendo como objetivo la armonía de los intereses de los inversionistas, con los del emisor y los banqueros de inversión. De igual forma, se pretende se gestione de manera integral y sea lo suficientemente flexible como para ser aplicado en distintas circunstancias.

En la sección N°1, la introductoria, se contextualiza al lector respecto del problema y las razones que justifican el análisis e investigación subyacentes; de igual manera, se formaliza la hipótesis asociada así como los objetivos, el estado del arte seguido y el detalle de la metodología utilizada. En la sección N°2, se define el modelo en su totalidad, iniciando con una descripción del marco teórico que le corresponde al tema de investigación, seguido de la definición de los elementos transversales del modelo, cerrando con la explicación de cada uno de los componentes del mismo y sus respectivos niveles. En la sección N°3, se presentan las conclusiones del documento y finalmente, en la N°4, la bibliografía utilizada.

GAF: MODELO DE ESTRUCTURACIÓN ALTERNATIVA PARA UNA OPV

I. SECCIÓN INTRODUCTORIA

1. Contextualización: ¿Por qué diseñar un modelo alternativo para Ofertas públicas de Venta?

La globalización y el desarrollo de los mercados de valores han generado alternativas sencillas y ciertamente económicas de consecución de recursos para las empresas del sector público y privado. El alto costo de la deuda, su característica de no permanencia y el impacto de la misma sobre la sostenibilidad de los negocios, además de las facilidades que ahora ofrecen los mercados, han provocado que los gestores financieros y propietarios de empresas vean en la capitalización vía aumento patrimonial, la mejor solución para cubrir necesidades de financiamiento de largo plazo. Actualmente, más de 80 empresas han decidido emitir acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (en adelante: BVC), evidenciando así, que las ofertas públicas de acciones se han establecido como el mecanismo ideal para que el sector empresarial crezca de forma exitosa.

Pero no sólo las han utilizado para capitalizar y crecer, sino también, para vender. Propietarios de empresas tanto públicas como privadas, se han valido de las salidas a bolsa para vender parcial o totalmente su participación accionaria a un precio atractivo, con bajos riesgos de contraparte, y ante todo, de forma rápida, competitiva y transparente.

Es de esta manera entonces, que las Ofertas Públicas de Venta (en adelante: OPV) se han instaurado como el medio idóneo para la consecución de recursos para la financiación de grandes proyectos y para la venta de las empresas. De la mano de las Firmas de Banca de Inversión (en adelante; FBI), los emisores de títulos valores han venido con el paso de los años, fortaleciendo su vínculo con los mercados financieros, convirtiéndolos a éstos, en uno de sus principales soportes para el crecimiento.

Pero de esa misma forma, se ha hecho recurrente que una vez cerradas las OPV, los inversionistas ven cómo por factores que exceden la realidad de la empresa, y que durante la estructuración de la emisión fueron ignorados, el valor de su inversión en

bolsa se aleja del valor fundamental del negocio. Y es que por errores propios de la OPV, se han debido hacer costosos ajustes, perjudicando así al inversionista.

Y claro, esto tiene consecuencias muy negativas para los distintos grupos de interés, pues el inversionista pierde confianza en los mercados, el contexto bursátil se distancia de la realidad económica y el emisor debe incurrir en costosos cambios una vez las acciones están en el mercado secundario¹. Ejemplos reales de esto son, entre otros, los *Splits*.

El pasado mes de junio de 2014, la empresa con la capitalización bursátil más grande del planeta, Apple Inc., decidió hacer un *Split* de 7 a 1. Esto es, multiplicar por 7 la cantidad de acciones que cada inversionista tenía, y reducir, en esa misma proporción, el precio de la acción.

¿Por qué lo hizo? El equipo directivo de Apple Inc. comunicó al público un único motivo: lograr que las acciones sean mucho más accesibles al mercado en general. Y si bien este es el objetivo genérico de la modificación, la realidad es que el precio de la acción, en términos nominales, se encontraba en un nivel en el cual diversos fondos de inversión y otros tantos inversionistas institucionales, dadas sus políticas específicas, no estaban en condición de tomar.

Pero también, y aunque no lo han hecho público, la pretensión de que las acciones hagan parte de la canasta del Dow Jones es determinante. Este índice, que es indudablemente uno de los más importantes del mundo, cuenta con un criterio de selección y ponderación, que si bien para muchos no es el más adecuado, lo mantiene, y es el precio. Con una acción que cotizaba por encima de los USD500, la intención de ingresar a la canasta, y todo lo que ello trae consigo, como mayor atractivo para inversionistas internacionales, y compras masivas de la acción dado que el Dow Jones es replicado por una gran cantidad de ETF, no resultaría posible.

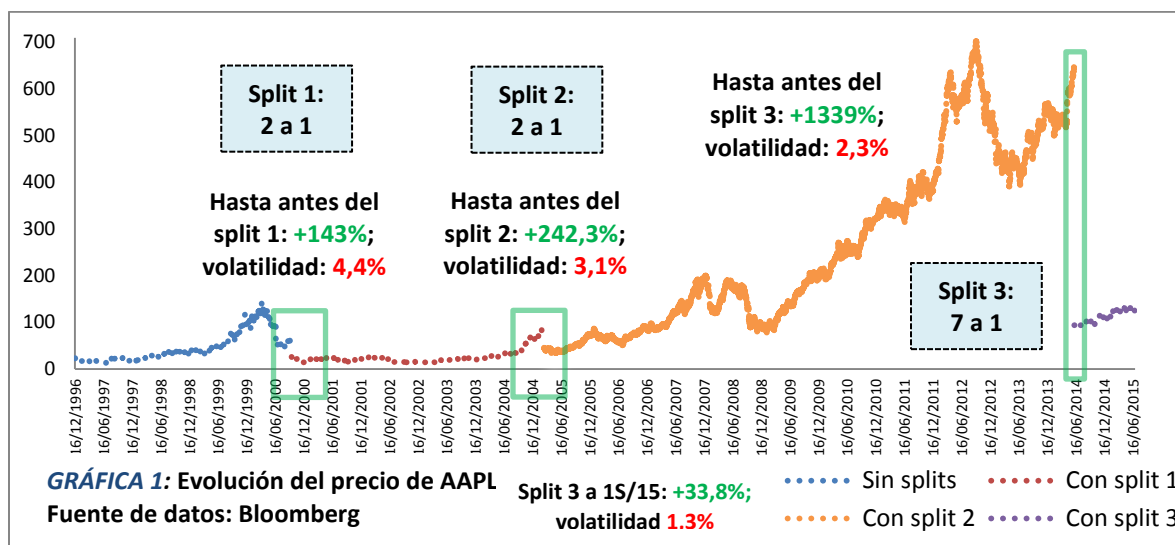
Pero esto no es todo: es ya la tercera vez que Apple Inc. hace un *Split* (el primero fue en el año 2000 y el segundo en 2005), y si bien su realización trae efectos muy positivos para los inversionistas y la empresa misma, un *Split* no es gratis, tiene importantes costos, y si es ya la tercera vez que se realiza, algo no se debe estar

¹En Estado Unidos, en promedio, una emisión cuesta el equivalente al 2,45% de los ingresos anuales de las empresas emisoras (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2012).

haciendo bien. ¿Dónde ha estado el problema entonces? En la OPV, la cual no previó el crecimiento de la acción y la importancia que tendría con el tiempo lograr llegar al pequeño inversionista, adecuarse a las políticas de compra de inversionistas institucionales, y por supuesto, el hecho de hacer parte de uno de los índices bursátiles más importantes del mundo.

Seguramente, si la FBI asociada a la colocación y los dos *Splits* anteriores de Apple Inc., así como el emisor mismo, hubiesen contemplado estas variantes, no resultarían necesarias tres operaciones de este tipo (la Oferta Pública Inicial [en adelante: OPI] fue realizada el 12 de diciembre de 1980 a un precio de USD22 por acción).

Sin contar claro, que mientras no se hacía el último, es decir mientras las acciones rondaban el canal de USD400 – USD800, el más perjudicado era el inversionista. Quien si bien tenía un título participativo de una de la empresas más importantes y con mayor crecimiento del mundo, veía limitado el precio de sus acciones como consecuencia de lo anterior.



Pero también puede ocurrir el caso contrario como respuesta a errores cometidos durante la OPV, es decir, la realización de un *Split* inverso. Y en el plano local, el recuerdo más claro al respecto es Canacol Energy Ltd. En julio de 2010, esta petrolera, quien también cotiza en el mercado de valores de Toronto en Canadá, inscribió parte de sus acciones en la plaza colombiana a un precio unitario de COP1742.92.

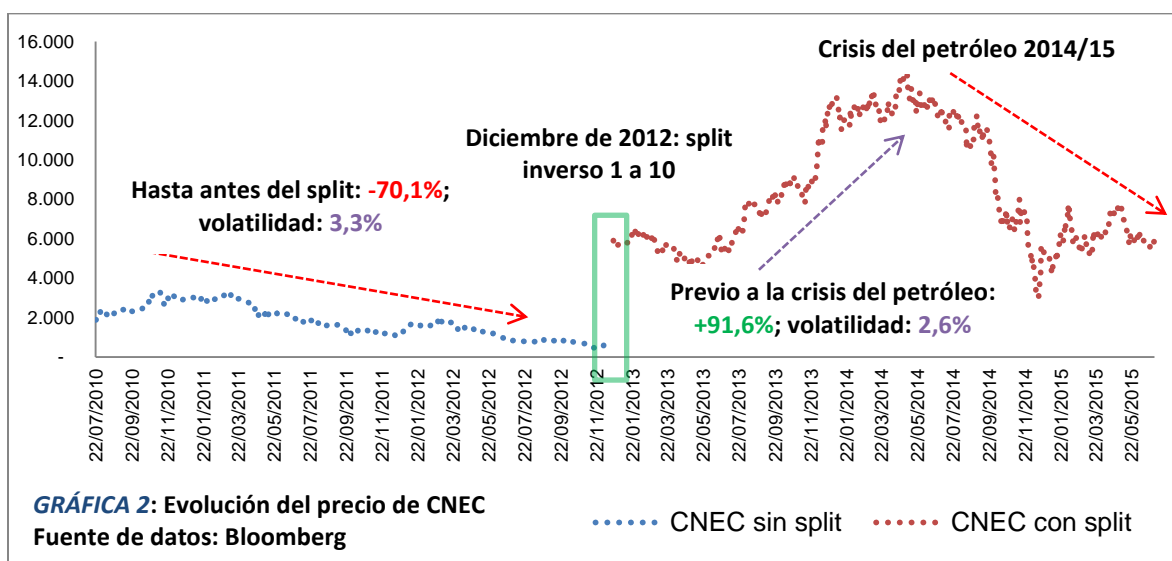
Pero tras más de dos años de bastante volatilidad y un decrecimiento importante en el precio de la acción, la asamblea ordenó realizar un *Split* inverso de 1 a 10. El precio

base fue de COP560 por acción, por lo que después de ello, cada inversionista vio reducida 10 veces su cantidad de acciones, y el precio de la mismas, era ahora de COP5600.

Desde entonces (diciembre de 2012), y hasta mediados de 2014, las acciones presentaron una importante valorización, y también, sus niveles de volatilidad se redujeron. Todo esto se vio perjudicado por la caída en el precio internacional del petróleo, pero de cualquier forma, resultó ser una buena estrategia.

El ajuste fue positivo, tal cual sucedió con Apple Inc., pero esos 30 meses en los cuales la acción se mantuvo a la sombra de los errores cometidos en la colocación, sus inversionistas fueron los más perjudicados. Ya que si bien había un consenso en el mercado de que dicha especie se encontraba subvalorada, el exceso de volatilidad que reflejaba en el mercado secundario, alejaba el ánimo comprador.

Pero ¿cuál error de la colocación generó tales niveles de volatilidad? La respuesta es contundente: se ignoró el *tick* de precio. En la BVC, aquellas acciones cuyo precio se encuentra entre COP1005 y COP5000 (cómo ocurrió recién fue colocada la acción), es de COP5. Es decir, si la acción de Canacol Energy Ltd. se encontraba en COP1010, la siguiente postura a la baja debía ser de COP1005, o sea, el 0.5%.

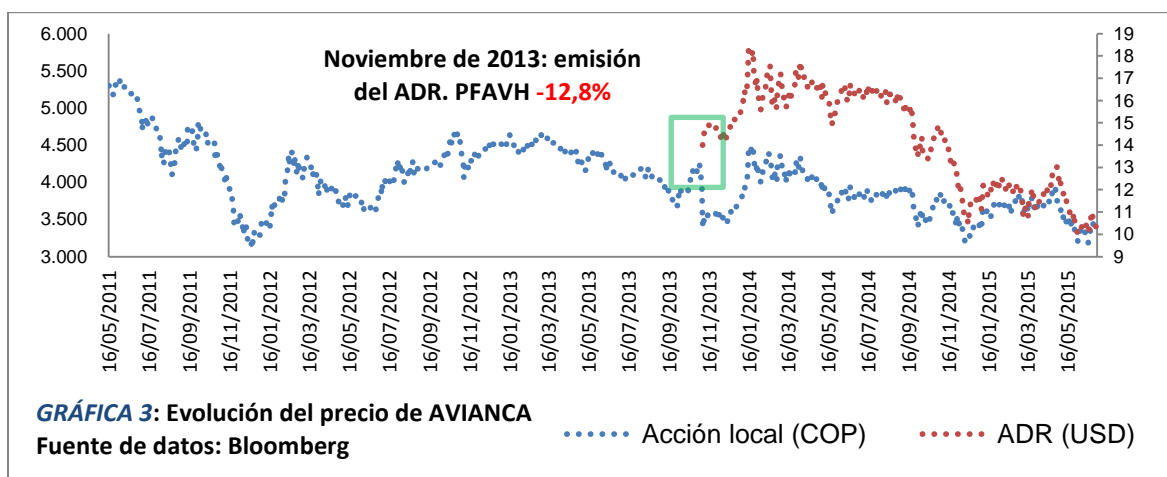


Lo cual, para una especie del sector minero energético, y que además, contaba con un nivel de liquidez muy irregular, resultaba ser peligroso. Cualquier agente, ya fuese de oferta o demanda, podía tomar órdenes a precio de mercado, y con una sola operación, modificar el precio en proporciones similares, acentuando entonces la volatilidad que

podría llegar a tener la especie, dadas las características del negocio del emisor, el tamaño del mismo, y la liquidez del mercado secundario asociada.

Pero lo casos con importantes errores durante la colocación en el mercado local no terminan ahí. Una de las empresas con el mejor *Top of Mind* en Colombia, decidió listarse en la BVC en el año 2011. Avianca Holdings S.A., que en ese entonces figuraba bajo la razón social de Avianca Taca Holding S.A., colocó, en lo que ha sido una de la emisiones más grandes del mercado colombiano, 100 millones de acciones a un precio fijo y determinado por el emisor, de COP5000.

Si bien la colocación pareció ser un éxito debido a la alta sobredemanda que tuvo (de los COP500.000 millones que se esperaba colocar, se recibieron demandas de alrededor COP3 billones, es decir, un *bid to cover* de aproximadamente 6 veces), el comportamiento posterior en el mercado secundario ha sido realmente negativo. Salvo la primera semana de negociación, donde la acción alcanzó rentabilidades respecto del precio de emisión de aproximadamente el 15%, ha estado siempre por debajo de la referencia de COP5000. Incluso, ha alcanzado a cotizar por debajo de los COP1700, materializando una caída de más del 60% para quienes compraron en la OPI.



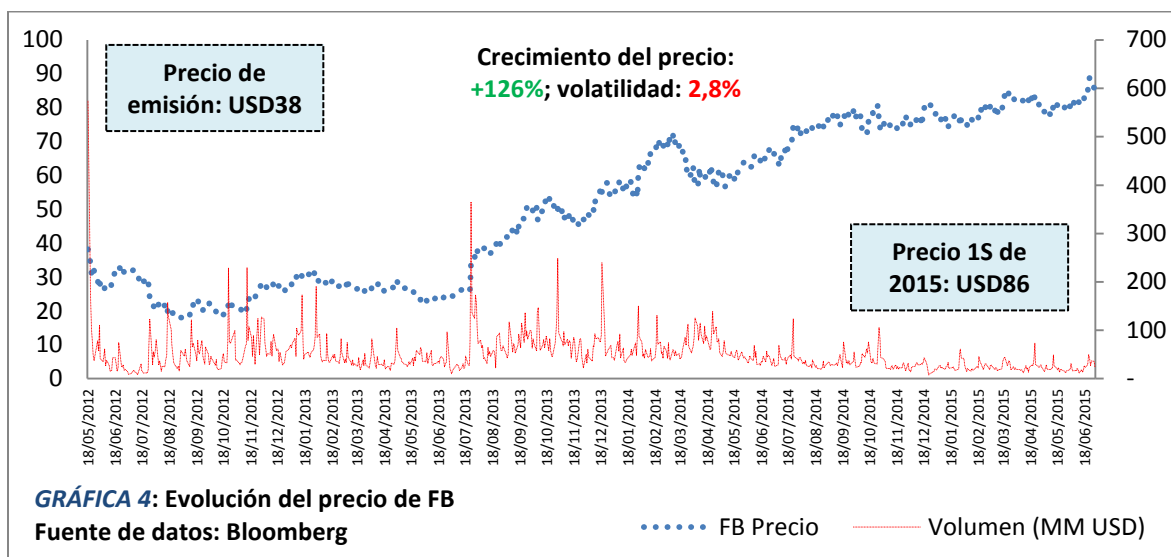
Pero ¿Por qué una acción con una sobredemanda tan alta en la OPI no logra valorizarse? ¿Por qué si el emisor ha tenido desde entonces un importante crecimiento su acción no ha logrado consolidarse? La respuesta está en los dos errores cometidos durante la estructuración de la emisión (además del deterioro de los fundamentales): un precio con muy poco margen de crecimiento, dado su escasa subvaloración respecto al valor fundamental, y un alto volumen colocado en un mal momento, ya que si bien hubo

una alta sobredemanda, lo que no fue absorbido por Avianca Holding S.A., sí lo tomaron otros emisores en un año en el que hubo una avalancha de OPV en Colombia. Todo esto, sin contar además que, si bien la atomización fue alta, dejó gran parte de la emisión en manos de personas naturales desplazando a los siempre importantes inversionistas institucionales. Y las malas decisiones con Avianca no terminan ahí. En noviembre de 2013 listaron formalmente sus acciones en la NYSE bajo la modalidad de ADR. El paquete constituía 8 acciones y tenía un precio de USD15. Y si bien previo a ello, hubo un importante ánimo comprador en el mercado colombiano, dada la posibilidad de listarse en la plaza bursátil más importante del mundo, el bajo precio en dólares estadounidenses respecto del precio en pesos colombianos, hizo que la acción en la BVC cayera más del 10%. ¿Los perdedores? Los tenedores de acciones locales. Y no son los únicos casos: al respecto de los graves problemas generados cuando se opta por fijar el precio de la emisión y esto se hace de forma equivocada, el ejemplo por excelencia a escala mundial es el de Facebook Inc., quien en 2012 hizo la OPI más grande de la historia en Estados Unidos hasta ese momento. Este caso no sólo evidencia lo peligroso que es dejar en manos del emisor y de las FBI la decisión del precio de la adjudicación, sino también, el riesgo que implica hacer emisiones tan grandes y concentrarse en el interés del vendedor, y no del comprador.

Facebook Inc. colocó en el mercado NASDAQ, 337 millones de acciones (cifra que llegó a 421 millones días después) a un precio unitario de USD38. Y si bien en sus primeras jornadas de negociación la acción tuvo importantes valorizaciones (de ahí que haya aumentado la cantidad de acciones vendidas), posteriormente tuvo una fuerte caída y alcanzó incluso a cotizar por debajo de los USD20, lo cual constituyó una caída de casi el 50% respecto del precio de emisión.

¿Los errores? Tanto el emisor como la FBI no sólo colocaron la acción a un precio notablemente sobrevalorado, sino que también, la cantidad colocada fue muy grande. El hecho que haya sido la OPI más importante de la historia en ese entonces, más que motivo de orgullo, debió ser de preocupación; era claro que prácticamente todo aquel que quiso la acción, la obtuvo en la emisión, por lo que en el mercado secundario quedarían muy pocos inversionistas dispuestos a comprar, y por tanto, jalonar el precio

al alza. Incluso, otro elemento clave como los warrants que se entregaron a los empleados, fueron también ignorados al momento de estructurar la OPI.



Después de todo esto, el emisor hizo los ajustes correspondientes y la acción reaccionó de forma positiva, y actualmente cotiza muy por encima de su precio de emisión, pero claro, ello no fue gratis y gran cantidad de inversionistas perdieron sumas importantes de dinero, sin dejar de lado, por supuesto, que el emisor y las FBI quedaron en entredicho después de lo sucedido. Y esto, no es un dato menor.

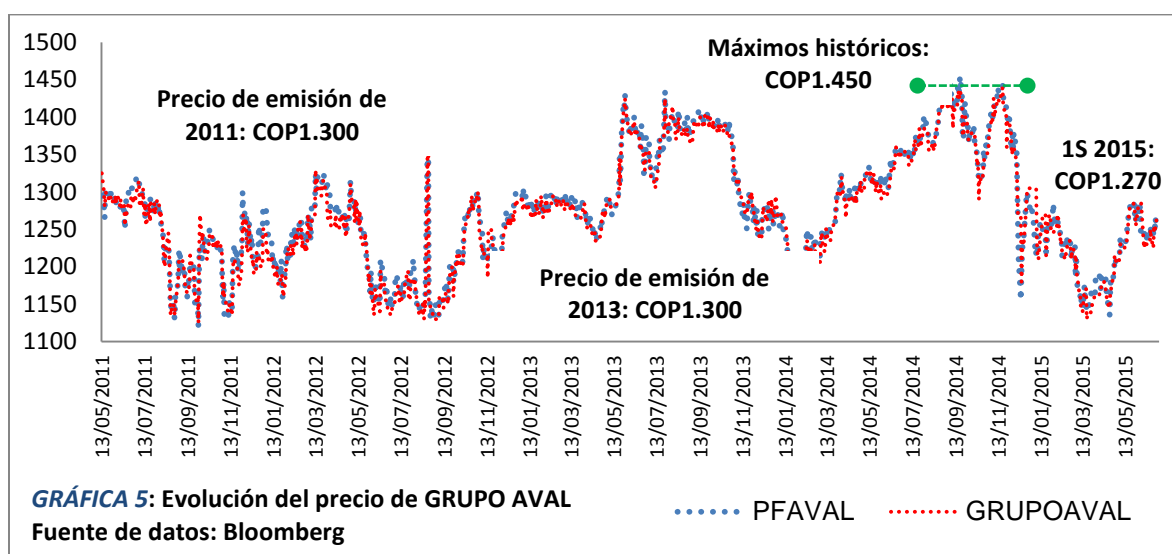
El mercado tiene memoria, y aquellas OPI que resultaron mal, terminan teniendo un efecto muy negativo sobre la imagen de la empresa emisora, y esto claro, perjudica los intereses de la misma y sus intenciones posteriores de volver a emitir. ¿Qué asamblea aprobaría una nueva colocación cuando todavía espera recuperar al menos el valor invertido? Desde la perspectiva de los demás inversionistas ¿Quiénes aceptarían participar de una nueva OPV después de ver lo sucedió en colocaciones anteriores?

En estas situaciones, muy probablemente las eventuales colocaciones deben enfocarse en mercados cerrados donde participen los controlantes actuales; los mismos que con anterioridad aceptaron una oferta pública que finalmente resultó poco o nada rentable. Un ejemplo clave de esto es el Grupo Aval en Colombia.

En el año 2011, al conglomerado financiero le autorizaron colocar en el mercado local 1600 millones de acciones preferenciales a un precio de COP1300, mientras la mayoría de analistas le asignaban un valor fundamental entorno a los COP1400. A día de hoy, su precio máximo histórico se ha ubicado en torno a ese nivel, mientras en la mayoría

de jornadas, se ha negociado alrededor de su precio de emisión. ¿Los motivos? El escaso nivel de crecimiento, consecuencia del alto precio de colocación, y la baja atomización de la propiedad accionaria, que se ha traducido en un bajo nivel de negociación.

Todo esto claro, lesionando la confianza que los inversionistas tienen en el mercado, y particularmente, el emisor. Y sin duda la mayor muestra que en aquella OPV se hicieron las cosas mal, es que en el año 2013 se hizo una nueva colocación, y esta fue al mismo precio del 2011 (COP1300), y como era de esperarse, fue dirigida únicamente a los inversionistas actuales. ¿Cómo explicar a un inversionista que en dos años su inversión no creció? O peor aún ¿Cómo convencerlo de que vuelva a invertir? Por un simple análisis de costo de oportunidad es evidente lo perjudicial que pueden llegar a ser este tipo de situaciones, particularmente, para los accionistas minoritarios.



Vemos entonces que errores cometidos durante las OPV han causado importantes perjuicios al patrimonio de los inversionistas. Desde la fijación de un precio con bajo margen de subvaloración (o en algunos casos, sobrevalorado), un mal momento para emitir, la colocación de una cantidad excesiva de acciones, la no consideración de variantes clave como los instrumentos híbridos o el *tick* de precio, las OPV de acciones ya listadas ignorando la situación actual de la especie, o la distribución no equitativa de las acciones entre los inversionistas postulantes, se han constituido en serios errores que han hecho que **el valor de la acción en el mercado de valores se distancie de su valor fundamental**, siendo entonces el inversionista el principal perjudicado.

Así las cosas ¿Cuáles serían las claves para evitar que esto volviese a suceder? Es claro que la forma como hasta al momento se han estructurado la mayoría de OPV alrededor del mundo cuentan con graves problemas que, dependiendo de la circunstancias, han quedado o no en evidencia. Pero que por lo tanto, obligan a repensar los modelos que desde las FBI y el emisor mismo, se siguen para realizar las colocaciones.

¿Sus mayores problemas? En primera medida, que han dejado en segundo plano los intereses de los inversionistas; y es que los modelos actuales se enfocan principalmente en la maximización del beneficio y la consecución de objetivos tanto del emisor como de las FBI, y no en el amparo del inversionista, quien al fin de cuentas, después de la emisión, será un propietario más de la empresa.

En segundo lugar, los modelos actuales tratan cada una de las variables de la OPV de manera independiente, según la conveniencia de los colocadores y el emisor, y las condiciones en las que se encuentra el mercado; ignorando de esa manera que cada uno de los puntos que deben ser definidos para el éxito de la oferta, se encuentran correlacionados, y que por lo tanto, resulta indispensable gestionarlos de forma integral. Por último, los modelos vigentes son muy estáticos y poco versátiles. Resultan aplicables únicamente bajo ciertas condiciones muy específicas, y ante cambios en alguna de ellas, no cuentan con contingencias que permitan enfrentarlos. Además, la literatura y la evidencia empírica asociada, parecen asumir que las metodologías empleadas en algunos países o industrias, son replicables en cualquier escenario, y como hemos visto, no es así.

De ahí entonces, que resulte necesario y pertinente estructurar un modelo diferente, capaz de resolver estos problemas y maximizar los beneficios tanto del emisor, como de la FBI y los inversionistas, a partir de una gestión integral de cada una de las partes de la OPV y que logre ser adaptable a cualquier escenario.

A continuación se presenta un modelo de estructuración alternativa para OPV, que primero, se enfoca en los intereses de los inversionistas en su conjunto, sin dejar de lado los objetivos que emisores y estructuradores tienen; segundo, entiende que cada una de las variables clave de la OPV no deben tratarse de forma independiente, sino por

el contrario, deben vincularse unas con otras; y tercero, cuenta con la capacidad de ser aplicable en distintas circunstancias, a todos tipos de empresas y en cualquier mercado. Previo a ello, se presenta la base de la estructura investigativa, con el planteamiento en detalle del problema a resolver y la hipótesis propuesta, así como los objetivos del documento. A continuación de ello, se cierra la sección introductoria con la presentación y análisis de la metodología utilizada y el estado del arte asociado.

2. Delimitación del problema

Las OPV se han establecido como el mecanismo ideal para la consecución de recursos para la financiación de grandes proyectos de todo tipo de empresas y para la venta de las mismas. De la mano de las Bancas de Inversión, los emisores de títulos valores han venido fortaleciendo su vínculo con los mercados financieros, convirtiéndolos a éstos, en uno de sus principales soportes para el crecimiento.

Pero de esa misma manera, se ha hecho recurrente que una vez cerradas las OPV, los inversionistas ven cómo por factores que exceden la realidad de la empresa, y que durante la estructuración de la emisión fueron ignorados, el valor de su inversión en bolsa se aleja del valor fundamental del negocio. Y es que por errores propios de la OPV, se han debido hacer costosos ajustes, perjudicando así al inversionista.

Esto tiene consecuencias muy negativas para los distintos grupos de interés, pues el inversionista pierde confianza en los mercados, el contexto bursátil se distancia de la realidad económica y el emisor debe incurrir en costosos cambios una vez las acciones están en el mercado secundario (por ejemplo los *Splits*).

Así las cosas ¿Cómo debe estructurarse una OPV, para que variables asociadas a la emisión no distancien el precio de las acciones de su valor fundamental?

3. Formalización de la hipótesis

La mejor forma de evitar que variables asociadas a una OPV distancien el precio de las acciones de su valor fundamental en el mercado secundario, es estableciendo un modelo de estructuración para la emisión que articule variables clave como el precio, la

cantidad a emitir, los atributos de la colocación y los criterios de adjudicación, e incorporé además, estrategias de seguimientos post OPV.

Esto, entendiendo que dichas variables no son independientes, y que cualquier decisión que se tome desde el momento en que se prepara la oferta, impactará el comportamiento del precio de la acción en bolsa y la forma en que ésta reaccionará ante eventos que modifiquen las condiciones iniciales, tales como los *splits*, la ejecución de bonos convertibles u opciones, recompras por parte del emisor, y por supuesto escisiones y fusiones.

Es decir, un modelo alternativo que actúe de manera dinámica y flexible frente a las condiciones del mercado y el emisor mismo, y que asuma que las responsabilidades del emisor y la Banca de Inversión con el inversionista, van más allá del mercado primario.

4. Objetivos

4.1. Objetivo general

Crear un modelo de estructuración alternativa para OPV capaz de evitar que variables asociadas a la emisión distancien el precio de las acciones de su valor fundamental.

4.2. Objetivos específicos

- a) Establecer cuáles son las variables clave de las OPV que afectan de manera negativa el precio de las acciones en bolsa.
- b) Plantear el comportamiento deseado de las variables de la OPV que afectan las expectativas de los agentes de oferta y demanda en el mercado de valores.
- c) Diseñar un plan capaz de articular las variables de la OPV con los escenarios deseados.
- d) Determinar una estructura de OPV que permita alcanzar los escenarios deseados.
- e) Ajustar el modelo de tal forma que sea capaz de engranar los objetivos de la OPV con el contexto del mercado de valores y del emisor.

5. Estado del arte

5.1. Descripción y análisis

Diversos autores alrededor del mundo han abordado de forma independiente los puntos más importantes del problema propuesto. Bien sea desde la industria bursátil, el periodismo económico o la academia, la documentación al respecto resulta destacada. De la revisión hecha, se podría hacer una clasificación en tres grupos principales:

a) OPI

Autores enfocados especialmente en el caso norteamericano, han hecho importantes análisis de OPI, distinguiéndolas de las OPV en general dado que según la mayoría de argumentos que ellos ofrecen, elementos como la subvaloración, el tipo de acción a emitir, la cantidad a colocar, e incluso, la adopción de mecanismos post emisión, son diferentes en ambos casos. Al respecto se destacan por su metodología y reconocimiento, así como por el acuerdo que posiblemente se tenga con su trabajo y conclusiones, los siguientes:

- i. **Trabajo N° 1:** Ritter, J., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *Yale ICF Working Paper, 02-01*, pp. 1-45.

Ritter, J., & Welch, I. (2002) plantean una explicación alternativa a la importancia que tiene que la OPI se adjudique a un precio subvalorado, premiando así al inversionista que ha aceptado adquirir las acciones en el mercado primario. Y dado que una de las decisiones fundamentales que deben tomar el emisor y los banqueros de inversión, es a qué precio emitir, los criterios que se utilizan para fijar el precio de una OPI son el pilar de cualquier modelo de estructuración.

- ii. **Trabajo N° 2:** Pritsker, M. (2006). A fully-rational liquidity-based theory of IPO underpricing and underperformance. *Finance and Economics Discussion Series*, 12, pp. 1-69.

Pritsker (2006) describe el impacto que tienen los criterios de adjudicación de la OPI sobre la liquidez de las acciones en bolsa. Esto aporta a la resolución del problema planteado dado que el perfil, tanto de los inversionistas que reciben acciones en la adjudicación, como de aquellos que no, marca el nivel de concentración de la propiedad accionaria y por tanto, la liquidez y la perfección con la que el mercado fija el precio de los títulos.

- iii. **Trabajo N° 3:** Gleason, K., Johnston, J., & Madura, J. (2008). What factors drive IPO aftermarket risk? *Applied Financial Economics*, 18(13), pp. 1099-1110.

Gleason, K., Johnston, J., & Madura, J. (2008) describen los riesgos en los que incurre un inversionista al momento de participar de una OP. Fundamentan su análisis en que el precio, el cual normalmente subvalora a la acción, marca las primas por riesgo de mercado que el accionista debe percibir. Esto aporta a la resolución del problema, dado que permite contar con un planteamiento alternativo respecto de los factores que determinan el castigo al precio de una acción por parte de los gestores de la OPI.

b) OPV diferentes a OPI

Autores como Ritter & Welch (2002), Pritsker (2006) o Gleason, Johnston, & Madura, (2008), no son los únicos que destacan la importancia de abordar los problemas de emisiones de acciones, distinguiendo entre OPI, y OPV siguientes a OPI. Otros tantos han planteado lo mismo, y haciendo sus análisis ya no desde las OPI, sino desde emisiones subsiguientes, han establecido, con evidencia empírica, soportada en la mayoría de los casos en análisis estadísticos y econométricos, que parte de los paradigmas comúnmente aceptados en el negocio de la banca de inversión respecto de colocaciones de títulos valores, pueden llegar a tener variantes importantes.

Dado que desde el punto de vista crítico se coincide con gran parte de sus postulados, y se acepta como legítima y pertinente su evidencia, además de claro, lo reciente que han sido sus investigaciones, a continuación se relacionan los autores y textos más destacados al respecto:

- i. **Trabajo N° 4:** Mola, S., & Loughran, T. (2004). Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(01), pp. 1-23.

Aporte: Mola, S., & Loughran, T. (2004), plantean tras un análisis de más de 4814 OPV en EUA, que el porcentaje de descuento de los precios de adjudicación con el tiempo han venido aumentando de forma importante, lo cual ha significado entonces, un incremento muy importante en los costos totales asumidos por los emisores. Su idea se fundamenta en que el más beneficiado con esto ha sido el nuevo inversionista, y claro, los banqueros de inversión que actúan como agentes colocadores; mientras que el emisor y el accionista es quien ha resultado más perjudicado.

- ii. **Trabajo N° 5:** Gibson, S., Safieddine, A., & Sonti, R. (2004). Smart investments by smart money: Evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), pp. 581-604.

Para Gibson, S., Safieddine, A., & Sonti, R. (2004), son más exitosas aquellas OPV en las que los inversionistas institucionales quedan con la mayor parte de las acciones. No sólo por la atención que despierta al resto del mercado el hecho que entidades de ese tipo se hayan fijado en dicha colocación, sino también por el volumen de negociación posterior que puede llegar a generarse. Y si bien desde el punto de vista político al inversionista pequeño le puede resultar negativo el hecho que un gran jugador sea su socio, y lo haga además, con una participación importante, vía crecimiento en el precio de la acción podría llegar a sentirse satisfecho.

- iii. **Trabajo N° 6:** Eckbo, E., & Norli, O. (2005). Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns. *Journal of Corporate Finance*, 11(1,2), pp. 1-35.

Eckbo, E., & Norli, O. (2005) a partir de un análisis realizado al comportamiento en el Mercado secundario de acciones colocadas en el mercado NASDAQ, plantean que la relación riesgo retorno – retorno de las acciones en bolsa depende de forma importante del nivel apalancamiento que tenga el emisor en su estructura financiera y el nivel de valoración de la especie respecto del valor en libros. Y por tanto, todo esto, lo cual incrementa la exposición al riesgo sistémico, puede llegar a generar nuevos riesgos sobre los inversionistas como el de liquidez. Y si bien el análisis lo hacen con el fin de estructurar portafolios inmunes a los efectos del sentimiento de mercado, permite identificar como las decisiones tomadas durante la OPV, pueden afectar positiva o negativamente a los accionistas.

- iv. **Trabajo N° 7:** Cohen, D., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.

Los autores plantean que son los emisores mismos, quienes en la mayoría de los casos, a partir de una reducción de la eficiencia operativa y del manejo de flujo de caja, provocan que los rendimientos de las acciones después de las OPV se reduzcan de forma importante.

- v. **Trabajo N° 8:** Chan, P. T., & Walter, T. (2014). Investment performance of “environmentally-friendly” firms and their initial public offers and seasoned equity offers. *Journal of Banking & Finance*, 44, pp. 177-188.

Los autores plantean cómo los mercados pueden valorar aspectos no financieros de los emisores, y premiarlos con valorizaciones en el mercado secundario tras una OPV. Particularmente, elementos como el enfoque ecológico puede ayudar a que aquellos inversionistas que decidieron participar de una emisión, vean importantes rendimientos en la post emisión. Pero su análisis nos sirve especialmente para notar que la distancia entre el valor fundamental y el precio

de mercado no es sólo a favor del primero, sino que también puede darse el caso contrario, que es la sobrevaloración, lo cual no es más que una burbuja, y esto también, en el largo plazo puede generar un daño importante para los accionistas.

- vi. **Trabajo N° 9:** Intintoli, V., Jategaonkar, S., & Kahle, K. (2014). The Effect of Demand for Shares on the Timing and Underpricing of Seasoned Equity Offers. *Financial Management*, 43(1), pp. 61-86.

En un trabajo muy reciente, Intintoli, V., Jategaonkar, S., & Kahle, K. (2014), plantean la importancia que tiene el momento en que se hace la OPV así como la subvaloración sobre los precios de las acciones en el mercado secundario. Y de esa manera, establecen que los niveles de caja (efectivo) de los emisores, así como las características de los inversionistas que deciden participar de la OPV (si son por ejemplo institucionales), son los factores fundamentales que determinan lo anterior.

- vii. **Trabajo N° 10:** Autore, D., & Kovacs, T. (2014). Investor recognition and seasoned equity offers. *Journal of Corporate Finance*, 25, pp. 216–233.

Los autores plantean que dos de las claves que configuran el comportamiento de una acción en el mercado secundario una vez ha salido de una OPV, son el costo total en el que ha incurrido el emisor para realizar la colocación, y el reconocimiento subyacente por parte de los inversionistas a esto. Si bien incurrir en un alto costo para realizar la emisión puede generar un impacto mayor en los potenciales inversionistas (dado que hacen que la empresa y a la acción sea más nombrada en el medio, aumente el valor corporativo y se reduzca el riesgo de liquidez en bolsa), esto no asegura que las acciones lleguen a tener un comportamiento positivo. Por el contrario, la conclusión a lo que los autores llegan es que parte de los bajos rendimientos en el post emisión son consecuencia de ello.

Toda esta revisión permite concluir, entre otras cosas, que las OPI resultan ser ciertamente un tema aparte y que se deben tratar como tal, pero no por ello, los resultados allí obtenidos no pueden ser también aplicables a las OPV en general. Distinto sucede con las OPV siguientes a la OPI de un mismo emisor, donde la ya existencia de acciones listadas en bolsa, no permite sugerir las mismas soluciones para OPI, donde la especie apenas será colocada en el mercado y no existe cotización alguna.

c) Gobierno Corporativo

La tercera perspectiva desde la cual los trabajos recientes han abordado el problema propuesto, es la del Gobierno Corporativo. Esto no sólo destaca el rol fundamental que este asume en el éxito o fracaso de una OPV, sino que dadas las tendencias internacionales actuales, se constituye en un pilar muy enriquecedor para este tipo de análisis. De ahí que para la presente investigación, el tema del Gobierno Corporativo se asuma como uno de los ejes de la investigación y las conclusiones y propuestas subyacentes.

A continuación se relacionan los textos y autores que han abordado esta temática, y con los que hay coincidencia crítica y metodológica:

- i. **Trabajo N° 11:** Bilbao Calabuig, P., & Rúa Vieites, A. (2007). El efecto de los códigos de buen gobierno españoles sobre el gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35. *Revista Icade*, 70, pp. 57-90.

Los autores hacen un análisis enfocado en España, donde toman las 35 acciones que conforman la canasta del índice bursátil más importante de ese mercado que es el IBEX35. Tras una revisión del cumplimiento de los estándares de Gobierno Corporativo impuestos en aquel país a las empresas listadas, asocian ello con variables de tipo financiero para establecer su impacto. Ellos concluyen que el impacto de la aplicación de tales principios sobre el beneficio del accionista ha sido muy leve, ya que el problema de agencia persiste y se

nota aún más, al momento de tomar decisiones de tipo estratégico, lo cual para el análisis que se hará en este documento, puede ser perfectamente una OPV.

- ii. **Trabajo N° 12:** Lagos, D., & Vecino, C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales*, 30, pp. 73-84.

Los autores hacen un análisis que busca establecer si existe correlación o no entre el costo de capital asociado a la colocación de bonos y la implementación de los estándares de Gobierno Corporativo establecidos en el documento conocido como Código País en Colombia. Si bien el análisis se enfoca en Colombia solamente, las conclusiones que consiguen los autores resultados relevantes, y dadas las características de nuestro mercado y economía, podrían ser aplicables en otras partes del mundo. Ellos concluyen que existen una correlación inversa entre la implementación de dichas reglas y la tasa a la cual colocan títulos de deuda empresas no financieras. Las que sí pertenecen a esta industria, resultan ser indiferentes ante ello.

- iii. **Trabajo N° 13:** Langebaek, A., & Ortíz, J. (2007). Q de Tobin y Gobierno corporativo de las empresas listadas en Bolsa. *Borradores de Economía del Banco de la República*, 447, pp. 1-37.

Los autores, mediante la creación de un índice de Gobierno Corporativo, miden el estado y la efectividad que ha tenido la implementación de buenas prácticas por parte de las empresas listadas en el mercado de valores colombiano. Así mismo, establecen un análisis de correlación con uno de los múltiplos financieros de valoración más importante: la Q de Tobin. A partir de ello, concluyen que a las empresas emisoras de Colombia aún les hace falta fortalecer los estándares de Gobierno Corporativo implementados, y que el impacto de ello sobre los precios de las acciones, dada la evidencia actual y los resultados obtenidos, no es muy claro. Si bien los inversionistas de forma racional optaran por colocar su dinero

en empresas con buenas prácticas, no hacen un énfasis importante en ello y no le dan una ponderación importante dentro de su proceso de toma de decisiones.

5.2. Toma de posición

Una vez revisados los trabajos y posturas más pertinentes respecto del problema planteado, y asociando ello con la hipótesis establecida al inicio, se definió entonces orientar la investigación, más allá de la estrategia metodológica que se definirá en el siguiente numeral, desde un punto de vista muy crítico con los modelos de estructuración de OPV de ventas actuales.

Soportado en los trabajos revisados y la evidencia a tratar, es claro que el paradigma actual da prioridad a los intereses del emisor y de los banqueros de inversión, dejando en un segundo plano los intereses de los accionistas actuales y potenciales, lesionando de esta manera la confianza del mercado de valores y distanciando la información allí generada de la economía.

Siguiendo los trabajos iniciales, se buscó hacer el análisis del problema y el desarrollo de la hipótesis haciendo una marcada diferenciación entre los casos de las OPI y las OPV siguientes a la primera salida a bolsa de una empresa. Atendiendo que las conclusiones que se obtienen de las primeras, son en cierta medida aplicables a las segundas, pero no de la misma manera en vía contraria. La existencia de acciones del emisor ya cotizando, afectan variables de análisis claves como el tamaño del circulante y la subyacente liquidez, el castigo al precio de la colocación, y la existencia o no de derechos de suscripción.

Finalmente, respecto a la implementación y efectividad de los estándares de Gobierno Corporativo a escala mundial, se aceptan las posiciones de los autores consultados, por lo que, como en el caso inicial, se asume una posición muy crítica respecto de los mismos. De ahí que se busque que el alcance del objetivo general de la investigación, correspondiente a la creación de un modelo alternativo para la estructuración de OPV, se cimiente sobre un cambio radical hacia la adopción y cumplimiento de forma estricta de los estándares de Gobierno Corporativo más estrictos y exigentes que existen en la actualidad.

6. Metodología

La estrategia para la solución del problema planteado se basó en el diseño de una investigación de tipo aplicado, pero que no sólo se enfocó en mejorar o profundizar en la aplicación de los modelos existentes, sino a partir de ellos y del análisis de la coyuntura actual, establecer una nueva solución. Y si bien aplicó la metodología de caso para cada uno de los componentes del problema, se buscó también establecer conexiones entre ellos, para entonces poder generar una solución de tipo estándar, y que no se limite únicamente a la solución de problemas similares.

Esto implicó, lograr analizar en detalle cuáles son los errores más recurrentes durante cada una de las etapas previas de una OPV, su ejecución, y momentos posteriores. Dicha investigación se hizo valorando casos de todo tipo y que dadas sus características, lograron acercarse a la generalidad, para de esa manera, lograr respuestas universales. Por ejemplo, no se examinaron casos sólo de un país, industria específica o tipo de colocación, sino que se hizo de todo tipo de OPV con suficientes variantes de tal forma que se logró sentar las bases de un modelo general.

La base de estos análisis fue el establecimiento tanto de criterios de tipo cualitativo como cuantitativo, buscando orientarlos de forma objetiva mediante el uso de un marco teórico aceptado en el medio bursátil y que hayan demostrado ser de éxito. Esta calificación se le asignó a aquellos casos cuya tendencia histórica demostró la menor diferencia posible entre el precio de mercado de la acción y su valor fundamental.

Siguiendo dichos criterios se recolectó información histórica de precios de acciones, movimientos de índices bursátiles, costos y beneficios de OPV, volúmenes de negociación de activos así como niveles de rotación y frecuencia, resultados de colocaciones a escala local e internacional, y del sentimiento del mercado en la post emisión y estándares de buenas prácticas.

Las fuentes que se utilizaron para ello fueron centrales de informaciones potentes, confiables y de cobertura mundial. Se enumeran a continuación:

1. Thomson Reuters Eikon: para información de tipo bursátil asociada a los emisores y sus acciones, particularmente en EUA.
2. Datastream: para información de carácter macro para la valoración regional y mundial.

3. Thomson.ONE Investment Banking: para información asociada al cierre de negocios de tipo corporativo, OPV y demás actividades de banca de inversión.
4. Bloomberg: para información de tipo bursátil asociada a los emisores y sus acciones, particularmente en Colombia.

Con toda esta información, se construyeron índices, se establecieron rendimientos históricos, costos reales, niveles de liquidez, percepciones de agentes de mercado y la efectividad de las estrategias actuales, evaluándolas incluso, en escenarios de estrés. De esa misma manera, se hizo con las variables de tipo cuantitativo, análisis de correlación así como del tipo *backtesting* para buscar establecer patrones de comportamiento en los mercados y preferencias por parte de los inversionistas.

Ya con estos resultados, se hizo una valoración de tipo cualitativo que permitió fijar, primero que todo, un esquema completo y ordenado del proceso de una OPV. De esta manera, se pudo a continuación, fijar a partir de la literatura revisada y de la estimación de escenarios esperados, la estructura más deseada con el fin de resolver el problema, además de por supuesto, los pilares que permitirán que el modelo, aproximado lo máximo posible a la realidad, y con una proyección muy flexible, sea el estándar más adecuado para la elaboración de una OPV.

La muestra correspondió a acciones de EUA y de Colombia, en ambos casos se eligieron aquellas que manejan los mayores niveles de negociación, asociándolas a su nivel de capitalización bursátil. Una vez con ello, se segmentó según los siguientes criterios:

1. Tamaño de la emisión.
2. Objetivo de la emisión.
3. Mecanismo de fijación de precio.
4. Criterios de adjudicación.
5. Existencia o no de estrategias post emisión.
6. Volatilidad en el mercado secundario.
7. Diferencial entre precio de mercado y valor fundamental (delimitado por rangos en términos porcentuales).
8. Mercado de la colocación.
9. Tipo de acuerdo de suscripción.

10. Calidad de los estándares de Gobierno Corporativo.

Respecto del enfoque, tal y como se planteó anteriormente, los errores se cometen desde el emisor y la FBI, y los principales afectados son los inversionistas (en términos monetarios) y el mercado mismo (en términos de reputación y confianza). Así que la investigación, así como las propuestas, están orientadas a maximizar el beneficio de estos últimos, en un marco de beneficio colectivo que cubra a todos los agentes de la estructura bursátil. Se plantea de esta manera, ya que como se verá más adelante, la mayor parte de los modelos se enfocan en el beneficio del emisor y de la FBI, y probablemente ahí está parte de la explicación del problema.

Finalmente, si bien al inicio se planteó como una investigación de tipo aplicativo, es claro que no se limita únicamente a ello, sino que procura tomar atributos de otros tipos de investigación (por ejemplo explicativa, cualitativa y cuantitativa) para completar el análisis y contar con resultados más precisos. Esto ocurre dado que la complejidad del tema, obliga a estructurar una investigación amplia y versátil, alejándola de la rigurosidad metodológica a la que obliga conectarse con un único tipo de investigación.

II. MODELO GAF

Ahora bien, una vez definido el problema y su correspondiente hipótesis, estamos en condición de plantear la solución correspondiente. De esa manera, a continuación, y tras hacer una revisión del marco teórico asociado al tema de estudio, se presenta el Modelo GAF como alternativa para la estructuración de salidas de bolsa.

1. Marco teórico: ¿qué son y cómo funcionan las OPV?

Las aproximaciones teóricas al respecto, se sitúan puntualmente en el estudio de las finanzas corporativas. Allí, desde dos perspectivas diferentes se encuentran fundamentos teóricos: la primera, como parte del análisis de las fuentes de financiación de las empresas, particularmente en las estrategias de largo plazo. En este sentido, las salidas a bolsa resultan ser el tema central. Y la segunda, desde la gestión de los banqueros de inversión, quienes entre otros negocios, intermedian OPV.

Si bien resultan ser puntos de vista de diferentes, pues la primera perspectiva busca el máximo beneficio para el emisor, y la segunda, para el intermediario colocador, la valoración conjunta de las mismas nos permite extraer modelos muy completos de gestión de OPV, ya no con una perspectiva particular, sino general.

A partir de ello, a continuación se presenta el fundamento teórico del trabajo de análisis e investigativo que sigue. Comenzando con una conceptualización de carácter fundamental, que buscará establecer definiciones básicas y comúnmente aceptadas en el ámbito de las finanzas corporativas y los estudios de banca de inversión, se estudiarán bases contables, así como tipo de acciones, derechos de suscripción, y variantes de estos títulos en forma de recibos de depósito, opciones financieras e instrumentos híbridos.

Ya con esto claro, el marco teórico se concentra en el fundamento de tipo financiero asociado directamente a las OPV. Se presenta una única definición, comúnmente aceptada entre la literatura estadounidense, seguida de la descripción de algunos atributos asociados, tales como los beneficios, tipos, actores, y costos asociados, entre otros. Para ya finalmente, cerrar el marco teórico con el estudio de la definición a utilizar de Gobierno Corporativo así como de la descripción de los principales estándares a valorar. Allí, el punto de referencia conceptual es una reconocida organización internacional de carácter multilateral.

Al cierre se estudiará muy brevemente el perímetro regulatorio que rigen a las OPV en Colombia y Norteamérica. Lo cual resulta ser indispensable para la comprensión de apartados posteriores del trabajo investigativo.

1.1. Conceptualización fundamental

a) Aproximación contable

Desde el punto de vista contable, una acción constituye una participación dentro del patrimonio total de una empresa; pero es importante tener en cuenta que las subcuentas de este último, asumen roles diferentes al momento de hacer un análisis más profundo respecto de las modificaciones que puede llegar a sufrir un estado financiero como el balance general, al momento de emitir acciones. A continuación se

definen algunos conceptos asociados a este y que permiten tener más claridad al respecto:

Valor a la par: es el valor nominal que tiene una acción dentro del patrimonio. Cuando una empresa es constituida, los accionistas hacen aportes de capital, y a cambio, reciben un determinado número de acciones. El valor a la par se obtiene de tomar el capital aportado por los socios y dividirlo en el número de acciones entregadas. De ahí entonces, que el valor par sea un número arbitrario, que establece de manera autónoma la empresa misma (Besley & Brigham, 2001).

Capital autorizado: es el capital máximo que una empresa ha solicitado a los entes de control tener en su haber. Es decir, si se analiza desde el punto de vista de una sociedad anónima, es el capital máximo que podrá recibir por parte de los accionistas. Si eventualmente la empresa desea aumentar su capital autorizado, deberá hacer una reforma estatutaria.

Capital suscrito: es la parte del capital autorizado que la empresa que los socios se comprometen a pagar. Puede ser hasta el 100% del capital autorizado.

Capital pagado: constituye la parte del capital suscrito que ya ha sido pagado por los accionistas. Equivale al valor monetario de las acciones que ya han sido pagadas por los socios. Esto, a su valor par. Al capital pagado también se le conoce como capital común.

Capital adicional al pagado: es el dinero recibido por la empresa cuando esta emita acciones y lo recibido por cada una de ellas, supera el valor par (Besley & Brigham, 2001).

Capital contable común: equivale a la suma del capital pagado, el capital adicional al pagado y las utilidades retenidas de la empresa.

Valor en libros: se obtiene de dividir el capital contable común en el número de acciones entregadas a los socios.

b) Tipos de acciones

Existen tres tipos de acciones comúnmente aceptadas entre la literatura de tipo financiero, y que además constituyen la clasificación más utilizada en países como Colombia. Estos son:

Acciones ordinarias: son títulos participativos de la propiedad de una empresa, que además de hacer socio a su tenedor, le otorgan voz y voto en la asamblea de accionistas, así como derecho al dividendo ordinario que anualmente sea decretado. Una vez se liquida la sociedad, el socio podrá recibir parte de los activos en condiciones igualitarias con los demás accionistas.

Acciones preferenciales: así como las acciones ordinarias, son títulos participativos de la propiedad de una empresa, que además de hacer socio a su tenedor, le otorgan la posibilidad de asistir a la asamblea de accionistas. Sólo que en este caso, no podrá tener voto. Así mismo, le otorga derecho al dividendo ordinario que anualmente sea decretado, más uno de tipo preferencial, que eventualmente puede ser establecido por la asamblea misma. Una vez se liquida la sociedad, el socio podrá recibir parte de los activos de forma prioritaria respecto de los demás accionistas.

Acciones privilegiadas: le otorgan al socio propiedad, derecho a voz y voto en la asamblea, además de prelación en pago de dividendos. Así mismo, en caso de liquidación, estará al nivel de aquellos con acciones preferenciales.

c) Los derechos de suscripción

Constituyen la posibilidad por parte de los accionistas, de adquirir de manera prioritaria acciones en eventuales emisiones que realice la empresa. Si la empresa lo establece al momento de entregar el derecho, o de hacer la emisión, dichos derechos podrán además permitirle acceder a las acciones nuevas a un precio más bajo. En la mayoría de mercados bursátiles, incluido el colombiano, el accionista podrá negociar en las bolsas de valores su derecho de suscripción en caso que decida renunciar a él.

Los derechos de suscripción, que son también conocidos como derechos preferentes, tienen dos objetivos principales (Besley & Brigham, 2001):

Mantener el control: esto es, proteger el control que tienen sobre la empresa los accionistas actuales. Con una emisión que esté dirigida al público en general, diversos agentes podrían apoderarse un número importante de acciones y desplazar hacia ellos el poder decisonal.

Evitar dilución: cuando se hace una emisión, si el precio al cual son colocadas las acciones es inferior al valor de mercado, el incremento del capital contable común, podría ser proporcionalmente inferior al del número de acciones, por lo que con la

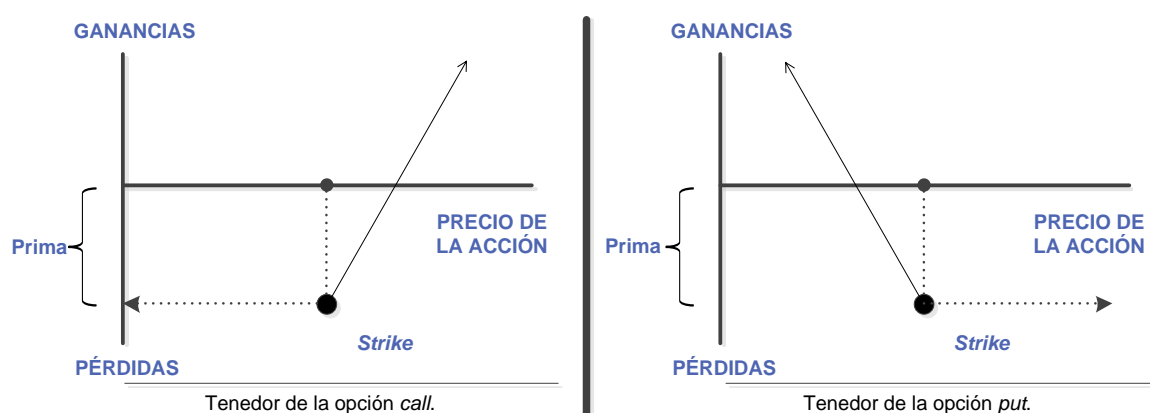
nueva estructura, el valor en libros se reduciría, afectando así a los accionistas actuales.

d) American Depositary Receipt y Global Depositary Receipt

Los American Depositary Receipt (en adelante: ADR), o en castellano, Recibos Americanos de Depositario, son certificados que representan la propiedad sobre un paquete de acciones de una empresa que desde su país de origen, decide hacer una emisión de acciones en el mercado de valores de Estados Unidos de América (en adelante: EUA). Dichos certificados son emitidos por bancos estadounidenses que tienen además la calidad de depósitos centralizados de valores². Cuando una emisión de este tipo se realiza en un mercado diferente al de EUA, los certificados reciben el nombre de Global Depositary Receipt (en adelante: GDR).

e) Opciones *call* y *put* sobre acciones

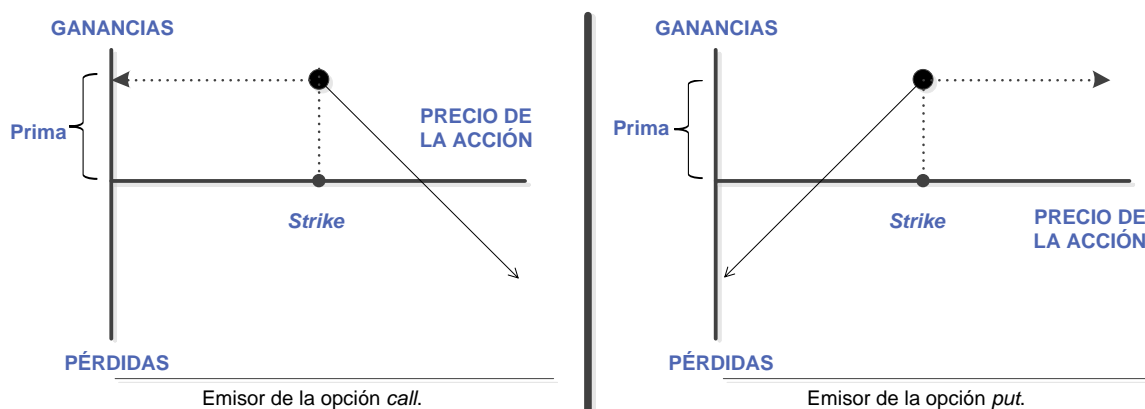
Las opciones sobre acciones son instrumentos derivados que otorgan a sus tenedores, a cambio del pago de una prima, el derecho, más no la obligación, de comprar (si es *call*) o vender (si es *put*) una cantidad determinada de acciones, en una fecha futura a un precio preestablecido (*strike price*). Los inversionistas pueden decidir tener opciones sobre acciones, bien sea por cobertura, especulación o arbitraje. Esto último es común en mercados desarrollados como el de EUA; en Colombia no existe un escenario de negociación formal para instrumentos de este tipo.



GRÁFICA 6. Payoff de los compradores de opciones *call* y *put* sobre acciones.

Elaboración propia.

² Los depósitos de valores son entidades que custodian títulos valores, ya sean físicos o desmaterializados, y son responsables de mantener actualizados los libros de accionistas y hacer los movimientos entre cuentas de inversionistas, una vez se hacen operaciones de compra y venta de acciones.



GRÁFICA 7. Payoff de los vendedores de opciones *call* y *put* sobre acciones.
Elaboración propia.

f) Instrumentos híbridos

Existen otro tipo de fuentes de financiación, distintas a las acciones, que eventualmente pueden conceder a sus tenedores derechos de propiedad sobre una empresa, y que también, según sus características específicas, pueden modificar el número de acciones circulantes o el precio de las mismas, se les conoce como instrumentos híbridos.

Su nombre se debe a que son títulos valores que combinan deuda con derechos de propiedad accionaria. Entre los más comunes están (Van Horne, 2001):

Warrants: son opciones de compra sobre un número específico de acciones de una empresa a un precio determinado. Si bien funcionan de manera similar a una opción *call*, se diferencian principalmente en que en los warrants manejan normalmente plazos al vencimiento superiores a un año, y que además, son colocadas directamente por la misma empresa que emite las acciones subyacentes (las opciones son creadas en mercados organizados por bolsas de valores y emitidas en el mercado mostrador por inversionistas particulares), la cual por supuesto, actúa siempre como contraparte del tenedor del warrant.

Bonos convertibles en acciones: son títulos de deuda que otorgan a su tenedor el derecho a recibir periódicamente un rendimiento (cupón) sobre el valor de su inversión, y que eventualmente, pueden transformarse en un paquete sobre una cantidad específica de acciones de una empresa.

Según como se establezca en el prospecto de emisión, la convertibilidad del bono en acciones puede ser una obligación que recae sobre el inversionista y el emisor (a esto

se le conoce como bonos obligatoriamente convertibles en acciones; en adelante: BOCEAS), o puede ser sólo una opción que alguna de las contrapartes tiene derecho a ejercer durante la vida del título o al vencimiento del mismo.

Deuda convertible: son títulos de deuda muy similares a un bono convertible, pero en el cual las acciones que eventualmente recibiría el tenedor, corresponden a un emisor diferente al del bono.

Otros híbridos: los instrumentos híbridos anteriormente descritos, son los más usuales en los mercados de valores internacionales; pero existen otros que en algunas economías desarrolladas son también utilizados por las empresas para financiarse. A continuación, en la Tabla N°1, se presentan algunos de ellos:

Tabla 1 Otros instrumentos híbridos	
SIGLA	SIGNIFICADO
ACES	Automatic Conversion-Rate Equity Securities
BOUNDS	Buy-Write Option Unitary Derivates
CEPS	Convertible Exchangeable Preferred Stock
DECS	Dividend Enhanced Cumulative Stock
ELKS	Equity-Linked Securities
EPICS	Exchangeable Preferred Income Cumulative Shares
LYONs	Liquid Yield Option Notes
MIPS	Monthly Income Preferred Stock
PEPS	Premium Equity Preferred Stock
PERCS	Preferred Equity Redemption Cumulative Stock
PREPS	Preferred Equity Participation Securities
PRIDES	Preferred Redeemable Increased Dividend Equity Securities
SIRENS	Step-up Income Redeemable Equity Notes
SPINS	Standard & Poor's 500 Indexed Notes
STREPS	Structured Tradable Receipt Exchangeable for Preferred Securities
TOMCATS	Trust-Oriented Convertible Accruable Term Securities
TOPrS	Trust Originated Preferred Stock
YEELDS	Yield Enhanced Equity-Linked Debt Securities

Fuente: Van Horne, J. (2001). *Financial Management Policy* (12 ed.). New Jersey: Prentice Hall.

1.2. Las OPV

a) ¿Qué es una OPV y por qué se realiza?

Una OPV es el proceso mediante el cual una empresa, bien sea pública o privada, emite acciones en el mercado de valores. Dicha colocación puede ser para capitalizar el negocio (aumento patrimonial), o para vender parte de la empresa (se mantiene el patrimonio, sólo que cambia de propietarios). Cuando una empresa hace por primera vez una emisión de acciones, la OPV suele conocerse también como OPI.

b) Beneficios de salir al público

Varios son los beneficios para las empresas que deciden listarse en los mercados de valores mediante la emisión de acciones. Las bondades de ello pueden ser no sólo de tipo financiero, sino también, reputacional, estratégico e incluso político. A continuación se enumeran los que para Ogden, J., Jen, F., & O'Connor, P. (2003) son los mayores beneficios de hacer una OPI:

- i. Reducción de la deuda respecto del patrimonio (riesgo por apalancamiento).
- ii. Reducción de riesgo de portafolio para el accionista actual.
- iii. La diversificación de la propiedad permite contar con un menor costo de capital.
- iv. La existencia de más accionistas aumenta las posibilidades de separación de la propiedad y el control de la empresa.
- v. La empresa puede crear planes de remuneración con acciones y opciones sobre acciones para sus ejecutivos y demás empleados.
- vi. El emisor podrá en adelante financiarse de manera más sencilla.

c) Ofertas públicas V.S. Ofertas privadas

El mercado hacia el cual va dirigida una OPV puede ser, tal y como ocurre en la mayoría de los casos, totalmente público, o también, privado. Según Marshall & Ellis (1995), en el segundo caso, las acciones suelen quedar en manos de inversionistas sofisticados, usualmente de tipo institucional. Pero recientemente se han dado casos, particularmente en Colombia, donde los títulos quedan en manos de un pequeño grupo de accionistas actuales (que podrían ser personas naturales), que han decidido aumentar su participación patrimonial.

La elección de hacer una oferta pública y privada dependerá siempre del objetivo de la emisión (destino de los recursos a recibir), el tamaño de la misma, y ante todo, del mapa político asociado al control decisional de la empresa. Esto es, a cómo esté

repartida la propiedad. Será habitual ver colocaciones privadas en empresas donde la propiedad accionaria no se encuentre atomizada; entre tanto, en sociedades donde la propiedad no esté concentrada en pocos inversionistas, será habitual que la asamblea decida hacer ofertas públicas.

d) Los colocadores

Una de las primeras decisiones que debe tomar el emisor para iniciar el proceso de la OPV, es la elección de un colocador, el cual es una FBI que actúa como intermediario entre la empresa emisora y los potenciales inversionistas (Brealey, Myers, & Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, 2012). Estas entidades prestan diversos servicios durante la OPV, por ejemplo (Ogden *et al.*, 2003):

- i. Asesoría financiera y operativa (por ejemplo, sugerir número de acciones a ofrecer)
- ii. Asistencia en la elaboración y presentación del prospecto de emisión, así como el registro del mismo ante los entes reguladores.
- iii. Ayuda al emisor a dar respuesta a inquietudes y requerimientos hechos por organismos de control.
- iv. Asegurar la transferencia del rol de agente (gestión del problema de agencia).
- v. Establecer el momento adecuado para la emisión.
- vi. Establecer un precio razonable para las acciones.
- vii. Ya sea la compra de la emisión, o la intermediación para la colocación de la misma.
- viii. Soporte al precio una vez la acción sale a ser negociada en el mercado secundario.

Así mismo Ogden *et al.* (2003) señalan que entre los criterios de selección de la FBI por parte del emisor están: el tamaño en términos patrimoniales, la reputación de los mismos, su nivel de especialización por industria y tipo de colocación, el servicio de soporte después de la emisión (mercado secundario), el aseguramiento de acompañamiento continuo durante todas las etapas de la OPV, y por supuesto, los costos asociados.

e) Etapas de las OPV

En sentido estricto, la OPV es un proceso que empieza desde el momento en que el emisor y la FBI deciden los parámetros bajo los cuales se hará la emisión, y concluye con la adjudicación de las acciones entre los inversionistas participantes. Para Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2008), el proceso de emisión incluye tres pasos fundamentales³:

- i. La declaración de registro: entendida como la presentación de la empresa y la emisión misma ante los organismos reguladores, quienes serán claro, los responsables de la aprobación o no de la OPV.
- ii. Promoción de la emisión: comprende la ejecución de los planes de mercadeo que el emisor y la FBI deciden emprender para hacer llegar al mercado objetivo la información asociada a la colocación. En Colombia se conoce a esto como el *road show*.
- iii. Fijación de precio: una vez completado lo anterior, el emisor y la FBI deberán establecer el precio al cual serán adjudicadas las acciones, y completar la entrega de las mismas a los inversionistas.

Siguiendo al autor, dentro de lo anterior hay implícito un proceso asociado exclusivamente a la FBI, que es el de suscripción, y el cual, está asociado a sus cuatro funciones fundamentales. Son:

- I. Origen: implica todo el proceso de asesoramiento al emisor en materia financiera (tipo de acción a emitir, momento para la emisión y precio de adjudicación), y la elaboración del registro, incluyendo tales parámetros, y la correspondiente presentación a los organismos reguladores.
- II. Distribución: es la venta como tal de la emisión. Implica la promoción entre el mercado objetivo. Se hace una vez ha sido aprobado el prospecto por parte de los reguladores.
- III. Transferencia de riesgo: se da cuando la FBI ha decidido comprar toda la emisión para después colocarla bajo su riesgo en el mercado. Este ítem solo

³ Dado que la literatura existente maneja diversas formas de segmentación del proceso de las OPV, durante el cuerpo del trabajo se buscará establecer un proceso más completo que incluya desde fases previas hasta momentos posteriores a la emisión. Ahora, para efectos de presentación del marco teórico, se presentan los pasos comúnmente conocidos en la industria y la academia.

aplica cuando la colocación se ha hecho bajo la modalidad de compromiso en firme (el cual se explicará en el numeral [2g] Tipos de colocación).

- IV. Certificación: la FBI deberá certificar la emisión, lo cual implica respaldar desde el punto de vista reputacional, la colocación ante el mercado. Esto no es un paso final de la OPV, sino se constituye en una actividad de carácter continuo durante la misma.

f) La subvaloración

Probablemente, la decisión más importante que toman tanto el emisor como el banquero de inversión durante la OPV, es el precio de adjudicación. Si bien este se encuentra supeditado al método con el que se quiera establecer, es característica común, y seguramente de éxito, la subvaloración de la acción. Es decir, colocarla en el mercado por debajo de su valor justo o de valoración (en adelante: valor fundamental); esto para el caso de una OPI. Si se tratara de una OPV de acciones de una empresa que ya está listada en bolsa, dicha subvaloración será, también, respecto del precio al que cotizan los títulos existentes en el mercado secundario.

En esencia, lo que se busca con esto es hacer aún más atractiva la emisión, más allá de los elementos favorables asociados al emisor y sus planes a futuro. De ahí que para Brealey *et al.* (2012), la subvaloración represente un costo en el cual incurren los accionistas actuales, para atraer a nuevos inversionistas a su negocio a un precio (por acción) favorable. Y tal como se verá en el numeral [2h] Costos asociados, Ogden *et al.* (2003), incluyen la subvaloración como uno de los costos más importantes asociados a una OPV.

g) Tipos de colocación

El tipo de colocación depende fundamentalmente de los acuerdos establecidos entre la FBI y el emisor, ya que el rol que el primero asuma durante la OPV, dependerá directamente de ello. Hillier *et al.* (2008), sugieren la siguiente clasificación:

- i. Oferta de Compromiso en firme vs Oferta de Mejor Esfuerzo: cuando una FBI decide actuar como colocador de la emisión, puede asegurarle al emisor de forma anticipada, colocar toda la emisión. Esto se conoce como Oferta de Compromiso en Firme (en adelante: OCF), y su clave está en que si

eventualmente la FBI no logra colocar todas las acciones en el mercado, se hará responsable por sí misma, de comprar el remanente, asegurándole así al emisor la venta de todas las acciones. Entre tanto, cuando la FBI se compromete a participar de una Oferta de Mejor Esfuerzo (en adelante: OME), está indicando que si eventualmente no se colocan todos los títulos, el riesgo quedará completamente en manos del emisor. De ahí que la Transferencia de Riesgo o *Risk Bearing* planteada por el autor (ver numeral [2e] Etapas de la OPV), solo aplica para el primer caso.

- ii. Ofertas Negociadas vs Ofertas Competitivas: el emisor podrá negociar con una FBI específica las características del acuerdo de suscripción, a esto se le conoce como Oferta Negociada. Entre tanto, cuando el emisor decide establecer sus propias condiciones, o desea escuchar las propuestas de varias FBI, se realiza una Oferta Competitiva, en la cual, el emisor elegirá al banquero con la propuesta más conveniente. Las ofertas de este tipo no suelen ser habituales.
- iii. Ofertas de Estante: en algunos países, el marco regulatorio permite a las empresas registrar una cantidad de títulos valores superior a la que realmente desea emitir en ese momento. Esto se hace para que en momentos posteriores, cuando el emisor tenga alguna necesidad de financiamiento o identifique que el mercado ofrece mejores condiciones, decida entonces colocarlos sin tener que volver a hacer todo el proceso ante los organismos reguladores. De ahí que se diga que estos títulos se encuentran “en el estante”.
- iv. Oferta de Derechos: las empresas también pueden realizar previo a una OPV de acciones, una Oferta de Derechos, entiendo a éstos últimos, como derechos de suscripción (numeral [1c]). Esto con el fin que los inversionistas logren adelantarse a un alta demanda que eventualmente pueda llegar a tener la OPV, y tener prioridad en la lista de adjudicación, o también, mejores precios.

h) Costos asociados

La preparación y ejecución de la OPV, así como las actividades posteriores a la colocación que decida realizar el emisor, implican importantes costos para este último. Dichos costos pueden ser de oportunidad, de tipo monetario, o incluso, de tipo político. Para Ogden *et al.* (2003), los principales son: (1) la subvaloración con la que

habitualmente se entregan las acciones; (2) costos de la emisión a pagar a la FBI; (3) la pérdida de control para las accionistas; (4) costos de agencia y discreción gerencial; (5) pérdida de posición estratégica en la industria como consecuencia de revelación de información; (6) presiones para el buen desempeño de las acciones a los distintos grupos de interés; (7) distracciones generadas por el cumplimiento de obligaciones con los accionistas, como por ejemplo, visitas y transmisión constante de información.

1.3. Gobierno Corporativo

a) Definición

Diversas posiciones y definiciones han surgido, particularmente en el tiempo reciente, respecto de lo que es el Gobierno Corporativo; y si bien un existe un consenso más o menos aceptados en la industria bursátil y en la academia misma, para efectos de este documento se tomará como punto de referencia la definición propuesta por Fernando Lefort (Gobierno Corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa?, 2003, pág. 208), para quien “el gobierno corporativo consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo.”

Esto, en otras palabras, nos permite valorar el concepto de Gobierno Corporativo como una serie de reglas de juego al interior de las empresas que permite que su gestión se haga de forma correcta procurando la maximización del beneficio de las partes interesadas, atendiendo claro, el actor principal en la misma, que es el inversionista.

b) Estándares generales

Dado que esta investigación está enfocada en el inversionista de una empresa listada en el mercado de valores, se toma como base para la definición de estándares, la propuesta hecha por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante: OCDE), quien en 2004, tras una profunda revisión hecha a escala mundial, definió como principios generales del Gobierno Corporativo:

- i. Garantizar la base de un marco eficaz para el Gobierno Corporativo.
- ii. Los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad.
- iii. Tratamiento equitativo a los accionistas.

- iv. El papel de las partes interesadas en el Gobierno Corporativo.
- v. Revelación de datos y transparencia.
- vi. Las responsabilidades del Consejo.

1.4. Aproximación regulatoria

a) Emisiones de acciones en Colombia⁴

La condición fundamental para que una empresa pueda emitir acciones en Colombia, es que esté constituida bajo la figura societaria que el Código de Comercio (Decreto 410 de 1971) reconoce como Sociedad Anónima⁵, y que por tanto, su capital se encuentre dividido en acciones.

Una vez se cuente con esta condición, la empresa, posterior a la aprobación de los órganos internos, es decir, la junta directiva y la asamblea de accionistas, deberá solicitar a la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante: SFC), la inscripción en el Sistema Integral de Mercado de Valores (en adelante: SIMEV), en el módulo Registro Nacional de Valores y Emisores (en adelante: RNVE), de los títulos que planea emitir así como el de sí misma.

De esa misma manera, es necesario realizar el proceso de registro ante la única plaza de negociación formal de títulos valores en Colombia: la Bolsa de Valores de Colombia S.A. (en adelante: BVC). Esta entidad exigirá al potencial emisor requisitos como: atomización de la propiedad accionaria (un mismo beneficiario real no podrá ser titular de más del 10% de las acciones en circulación), contar con mínimo 100 accionistas, un patrimonio de al menos COP 7.000.000.000, haber ejercido su objeto social por lo menos durante los últimos tres años, y haber generado utilidad operacional en al menos uno de esos tres periodos. Este entre otros requisitos.

Una vez superado el filtro ante la SFC y la BVC, la OPV podrá realizarse, y ya con la adjudicación, se hará la inscripción ante el Depósito Centralizado de Valores de

⁴ Se sugiere al lector ampliar este apartado con la revisión de la normatividad aplicable al respecto: Le Ley Marco del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), el Decreto Único del Sector Financiero, Asegurador y del Mercado de Valores (Decreto 2555 de 2010), el Reglamento General y la Circular Única de la BVC.

⁵ Las características de una Sociedad Anónima están definidas en el título VI, del libro segundo, del Código de Comercio de Colombia.

Colombia S.A. (en adelante: DECEVAL). Esta entidad hará el proceso de anotación en cuenta (registro en el libro de accionistas) de los inversionistas y las acciones mismas, y será la responsable de la custodia de los títulos valores.

b) Emisiones de acciones en EUA

Las OPV que se hagan en mercados de valores estadounidenses, bien sea por empresas locales o extranjeras (estas últimas bajo la modalidad de ADR), deben presentarse ante la Security Exchange Commission (en adelante: SEC). A esta entidad, la cual es la equivalente a la SFC, se debe presentar el prospecto preliminar de emisión, al cual se le conoce también como *Red Herring*, e incluye elementos como descripción de la empresa emisora, sus estados financieros, planes a futuro, destino de los recursos a captar, etcétera. Se le conoce con este nombre dado que el documento mantiene un mensaje en color rojo que indica que el emisor no puede hacer la colocación hasta tanto la SEC no la haya aprobado.

De forma paralela, se debe hacer el proceso de presentación y registro ante organismos autorreguladores del mercado de valores, según la plaza específica que se haya elegido para hacer la colocación. Por ejemplo, si se hace en la New York Stock Exchange (en adelante: NYSE), el proceso debe hacerse ante el ente autorregulador que le corresponde, que es el Financial Industry Regulatory Authority (en adelante: FINRA); si se hiciera en el mercado electrónico National Association of Securities Dealers Automated Quotation (en adelante: NASDAQ), el registro se debe hacer también ante la National Association of Securities Dealers (en adelante: NASD).

Todo esto se complementa con la inscripción de las acciones en depósitos centralizados de valores, los cuales a diferencia de Colombia, son bastantes (en EUA, prácticamente todas las FBI cuentan con un depósito). Incluso, la emisión puede quedar fraccionada en diferentes depósitos.

Sin importar el escenario, uno de los requerimientos fundamentales para poder emitir títulos valores en suelo de EUA, es estar cobijado a los estándares de la Ley Sarbanes-Oxley⁶ (en adelante: Ley SOX). Si bien algunas plazas no condicionan la autorización

⁶ Dicha ley fue consagrada el día de 30 de julio 2002 en el Congreso de EUA y le debe su nombre a sus principales promotores: el Diputado Michael Oxley y el Senador Paul Sarbanes.

de la OPV a que el emisor se encuentre acogido a los estándares establecidos por esta ley, si resulta ser un requisito *informal*, ya que gran parte de los inversionista institucionales (fondos de pensiones, Hedge Funds, carteras colectivas, etcétera), incluyen restricciones dentro de su política de inversión en acciones, como por ejemplo, la compra únicamente de títulos emitidos por empresas acogidas a Ley SOX⁷. Todo esto, además de los requerimientos específicos impuestos por la jurisdicción del Estado en el cual se pretende realizar la emisión, y que no solo aplican para hacer una OPV, sino también, para mantener la acción listada.

2. Elementos transversales del modelo:

Como se mencionó en la sección introductoria, y soportándonos en la base conceptual entregada por el marco teórico, tenemos que dado que los principales problemas de los modelos actuales, y que son los que han generado que en el mercado secundario existan diferencias importantes entre el valor fundamental y el precio de negociación de las acciones, pasan por: **una débil estructura de protección a inversionistas, una gestión que no integra las distintas variables clave de la OPV, y una rigidez estructural que impide su aplicación bajo distintos tipos de circunstancias**, es claro que un modelo alternativo debe basar su diseño y elaboración en:

2.1. Gobierno Corporativo

Primero, la construcción de un esquema de **Gobierno Corporativo** ejecutable en cada una de las etapas de la OPV y que de manera rigurosa vele por los intereses de los inversionistas actuales y potenciales, manteniendo por supuesto, como objetivo principal el éxito de la colocación.

2.2. Estrategia de articulación

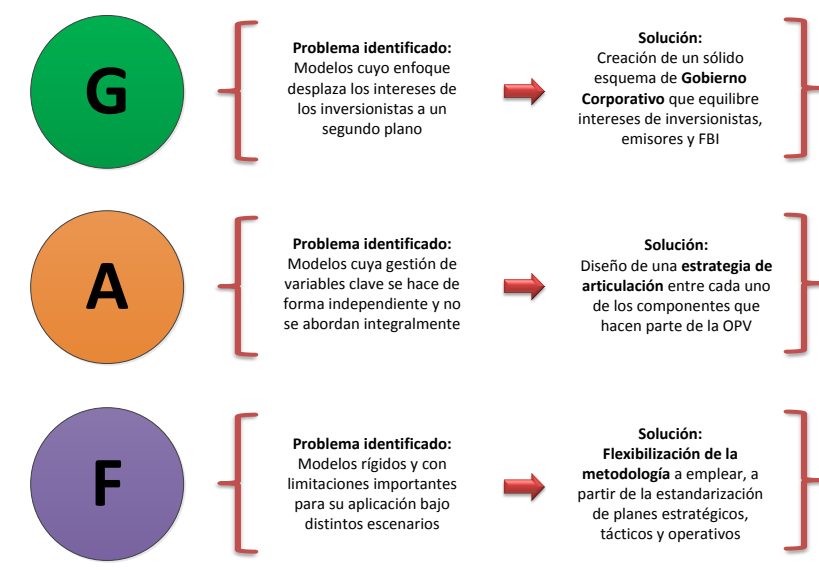
⁷ En Colombia, empresas como el Grupo Bancolombia S.A., que además de estar listada en el mercado local, se encuentra cotizando en la NYSE con la modalidad de ADR, se encuentran ligadas a la Ley SOX.

Segundo, el diseño de una **estrategia de articulación** entre cada uno de los componentes que hacen parte de la OPV, que logre relacionar el impacto que tiene cada uno de ellos sobre los demás, procurando de esa manera, una gestión enlazada e integral que asume la interdependencia de las mismos.

2.3. Flexibilidad metodológica

Tercero, la **flexibilización de la metodología** a emplear, a partir de la estandarización de los planes estratégicos, tácticos y operativos de la OPV, dotándolo de esa manera, de la capacidad para enfrentar cada una de las variantes que puede llegar a tener y su aplicación bajo cualquier escenario.

Así la cosas, se define el **Modelo GAF** (por las iniciales de sus elementos clave: Gobierno Corporativo, Articulación de componentes, y Flexibilidad), como una alternativa para el diseño y ejecución de OPV. La característica primordial de estos elementos, es su carácter transversal dentro del modelo. Esto es, su capacidad de participar de forma activa dentro de cada una de las fases de la colocación. El cumplimiento de ello, será condición indispensable para la ejecución y éxito del mismo. De ahí entonces, que además de definirlos ahora, al momento de estructurar cada uno de los componentes del modelo, se establezca su rol dentro de ellos. En definitiva, los elementos transversales del Modelo GAF y la forma en la que se gestionarán, son:



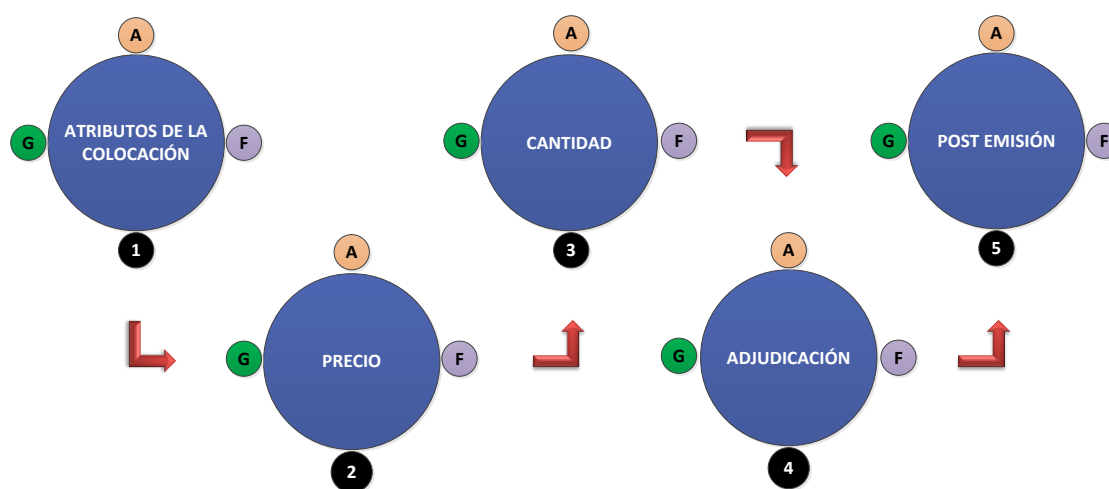
GRÁFICA 8. Elementos transversales del Modelo GAF

Ya habiendo definido cada una de los elementos que lo constituyen así como su carácter transversal, en el siguiente apartado se presentan los cinco componentes base del modelo y la forma en que la metodología GAF permitirá el éxito de la colocación, y claro, de lo que le sigue: la negociación justa en el mercado secundario de las acciones. De esta manera, se conseguirá entonces eliminar aquellos factores asociados a las OPV que han venido generando la distancia entre el valor fundamental de los títulos y su precio en bolsa.

3. Componentes del modelo:

Varias son las maneras en las cuales puede fraccionarse un proceso de OPV. Parte de la literatura existente, inicia el proceso desde la entrega del prospecto a las entidades reguladoras, y termina con la adjudicación de las acciones. Otros autores, por ejemplo Marshall & Ellis (1995), incluyen dentro del proceso mismo, la selección del agente colocador o la implementación de un mecanismo de estabilización de precios.

Pero dado que desde el momento en que la asamblea define por qué hará una emisión, hasta el último día de acompañamiento al inversionista en el mercado secundario, se toman importantes decisiones que pueden llegar a afectar el valor de la especie, y que están estrechamente relacionados con la OPV, a continuación se plantea un proceso de colocación basado en cinco componentes básicos, en los cuales se agrupan los factores fundamentales que marcan una salida a bolsa, y que además, para efectos del Modelo GAF, permiten su conexión con los elementos transversales del mismo.



GRÁFICA 9. Elementos y componentes del Modelo GAF

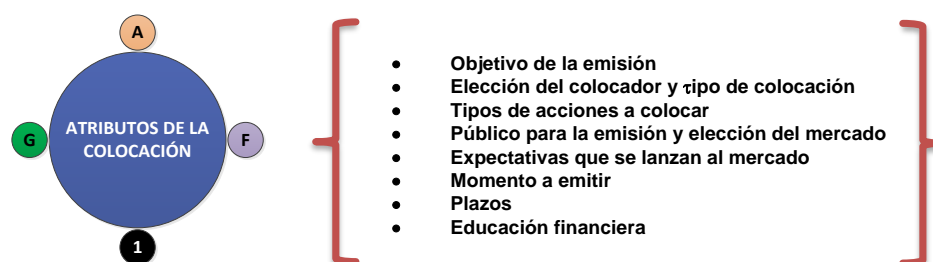
Dichos componentes corresponden, primero, a los atributos de la colocación; segundo, al precio de entrega de las acciones; tercero, a la cantidad a emitir; cuarto, a la adjudicación de los títulos; y quinto, a las estrategias post emisión de acompañamiento al inversionista en el mercado secundario.

A continuación se define cada uno de estos cinco componentes, así como los distintos niveles que los comprenden y la propuesta de realización asociada; basando todo ello, en el marco de los elemento GAF.

Cabe decir que, el modelo y sus componentes no siguen cronológicamente los eventos asociados a la oferta, sino son, más bien, agrupaciones de decisiones que se toman de manera previa a la colocación, y que como se ha dicho, son las claves del éxito, tanto de la emisión, como del comportamiento de la acción en el mercado secundario de forma eficiente⁸.

3.1. Atributos de la colocación

Son el conjunto de decisiones asociadas a la OPV que constituyen la etapa previa a la entrega del prospecto, y que por tanto, son de carácter genérico para cualquier colocación. Comprenden desde el motivo mismo de la oferta, hasta el tipo de acciones a emitir, los costos asociados, y las demás características generales que componen la etapa preparatoria.



GRÁFICA 10. Niveles del Componente 1: Atributos de la colocación

- **Objetivo de la emisión**

⁸ Al respecto, según Gitman & Zutter, uno de los supuestos fundamentales de la Hipótesis del Mercado Eficiente es que: “En cualquier momento, los precios de los valores reflejan por completo toda la información pública disponible sobre la empresa y sus valores, y esos precios reaccionan.” (Principios de Administración Financiera, 2012, página 260).

En el momento en que la asamblea de accionistas aprueba una emisión en el mercado público de valores, se establecen los dos primeros escalones de la colocación: el impacto sobre el patrimonio y el tipo de oferta. Estos dos puntos resultan fundamentales para todas las demás decisiones, asociadas no sólo al componente uno, sino a los cinco en general.

El impacto sobre el patrimonio se refiere a si la emisión corresponde a una venta (o democratización como se le llama cuando se trata de empresa del sector público) o capitalización. En el caso de la venta, el balance general de la empresa se mantiene del mismo tamaño, sólo que ahora, los propietarios de una parte o todo, son diferentes; en el caso de capitalización, el balance sí se modifica, ya que el patrimonio, y por tanto el activo, aumentan.

Dado que la mayoría de capitalizaciones lo que buscan es recaudar dinero (más que aportes en especie), la cuenta del activo que crece puntualmente es la caja, de la cual, después se empiezan a asignar los recursos para los proyectos previamente establecidos (adquisiciones, pago de pasivos, etcétera).⁹

Está claro que el mensaje que recibe el mercado objetivo de la colocación, difiere en una situación a otra. Una empresa que capitaliza, dependiendo de los motivos por los cuales lo haga, puede resultar, aparentemente más atractiva que una empresa que vende. Pero está claro que dicho atractivo, más que de la oferta, depende de la situación presente y proyectada de la empresa. En Colombia, está el caso por ejemplo de Ecopetrol, cuya primera salida a bolsa correspondió a una democratización, y resultó ser muy exitosa; mientras que Avianca Holding S.A., emitió con el fin de aumentar su patrimonio y contar con los recursos necesarios para la renovación de su flota de aviones, y las cosas resultaron bastante mal para los inversionistas.

Por otro lado, el tipo de oferta se refiere a si corresponde a una OPI o una OPV más que hace el emisor. Tener claro esto es la base de cualquier salida a bolsa, ya que de tratarse de una OPV, entran a jugar variables clave que pueden afectar niveles de todos los componentes. Y es que la existencia de acciones ya listadas, obliga a evaluar con

⁹La velocidad y la forma en que se hagan dichas inversiones respecto del momento de la colocación, resulta clave para la valorización de las acciones en bolsa. Según Cohen & Zarowin (2010), si el manejo de ese flujo de caja no se hace de manera eficiente, tal ineficiencia generará que el rendimiento de las acciones emitidas sea negativo.

más cuidado el tipo de acciones que ahora se colocarán, la existencia o no de derechos de preferencia, el nivel de la subvaloración atendiendo la inversión de los accionistas actuales, la cantidad a colocar y el impacto que esto tendrá sobre la liquidez de la especie, así como el nivel de concentración de la propiedad una vez entregadas las acciones, resultan aspectos vitales en este momento. Pero por supuesto, la gestión de estos dos primeros escalones no se hace de forma independiente. En las páginas 49 y 50 se presenta la Tabla N°2, en la cual se plantea una sugerencia de aplicación para este primer gran paso de la oferta. Lo allí establecido, no está exento de las modificaciones que puedan hacerse una vez se analicen más a fondo los demás componentes por parte del emisor y la FBI. Aun así, constituye un buen punto de partida y es el preliminar de la propuesta general del modelo en el marco de los elementos GAF¹⁰.

- **Elección del colocador y tipo de colocación**

Una vez se tiene claro el objetivo de la colocación, se debe determinar cuáles serán las FBI responsables de la colocación, el tipo de acuerdo que el emisor hará con dichas entidades, y si hará o no ofertas de estante y de derechos.

Primeramente, la elección del colocador es un paso fundamental y del cual depende gran parte del éxito de la OPV. Habitualmente se suele escoger a aquellas con la mejor capacidad comercial o que resultan ser más flexibles para aceptar las condiciones que el emisor desea. Se sugiere tener en cuenta dos aspectos principalmente, ambos con la misma relevancia: la características de la FBI como intermediario del sector financiero, y la posibilidad de establecer con dicha entidad lo acuerdos deseados por el emisor.

Dentro de las características de las FBI a valorar, se encuentran su tamaño, experiencia, prestigio y tarifas; la combinación de ello resulta clave, primero para asegurar el éxito comercial y la colocación total de las acciones, y segundo, para procurar la viabilidad en términos de costos. Para autores como Brealey *et al.* (2012),

Texto continúa en página N°51.

¹⁰ Es dicho planteo, no se incluyen las situaciones asociadas a ADR y GDR, dado que por su carácter especial, se valoran de manera más amplia en cada uno de los componentes que les competen.

Tabla 2 Objetivo de la emisión vs Tipo de oferta

OBJETIVO / TIPO DE OFERTA	Componente GAF	OPI	OPV
Venta	Atributos de la colocación	Enfocada en colocaciones garantizadas; acciones de tipo ordinario; preferiblemente dirigida a todo el público; estableciendo con claridad los motivos de la venta y la situación actual de la empresa; actuar con plazos amplios y en momentos de liquidez; procurar contratar más de una FBI con el fin de hacer más competitiva y transparente la venta	Optar por colocaciones garantizadas; acciones de tipo ordinario; dirigida a todo el público, haciendo efectivos los derechos de preferencia; actuar con plazos amplios y en momentos de liquidez; si la OPI fue exitosa, procurar contratar a la misma FBI, de lo contrario, cambiarlas
	Precio	Fijar el precio de venta ofreciendo un alto nivel de subvaloración en caso que no haya sobredemanda, de lo contrario, optar por la construcción de libro; no entregar derechos de preferencia salvo que se trate de venta parcial y que no haya otros atractivos; según la plaza, ubicar la especie en el nivel menos sensible dados los parámetros de <i>tick</i> , sin que ello afecte el eventual ingreso a fondos de inversión e índices bursátiles que se encuentren en el radio de operación de la acción	Optar por la construcción de libro para la fijación del precio; no entregar derechos de preferencia salvo que no haya otros atractivos o que lo que falte por vender sea bastante; si ya existen, tener en cuenta su precio de negociación en bolsa e incluir ese rubro en el nivel de subvaloración al momento de fijar los rangos; si el <i>tick</i> en la OPI se estableció mal, es el momento de hacer un <i>Split</i> que lo corrija
	Cantidad	Si es venta total, colocar por tramos las acciones según tipo de inversionistas, y si es parcial, dependerá de qué tanto se quiera vender; procurar hacer efectivos instrumentos híbridos y opciones; fraccionar el patrimonio de tal forma que haya liquidez en el mercado secundario, procurando ubicarse en niveles favorables para el ingreso a fondos de inversión e índices bursátiles	Colocar por tramos las acciones según tipo de inversionistas; procurar hacer efectivos instrumentos híbridos y opciones, siempre y cuando la situación en el mercado secundario sea favorable para accionistas actuales y la regulación lo permita; garantizar que el exceso de circulante no afecte la negociación en bolsa, procurando ubicarse en niveles favorables para el ingreso o permanencia en fondos de inversión e índices bursátiles
	Adjudicación	Dar prioridad a los socios con derechos de preferencia; establecer niveles mínimos de adjudicación con el fin de garantizar el total de la venta, y máximos, procurando atomizar la propiedad; dar facilidades de pago a plazos; adjudicar a inversionistas pequeños e institucionales en igualdad de condiciones	Crear incentivos para que socios con derechos de preferencia los negocien por bolsa; establecer niveles mínimos y máximos similares a los de la OPI, sino se hizo, establecer de forma correcta favoreciendo la liquidez; dar facilidades de pago a plazos; adjudicar a inversionistas pequeños e institucionales en igualdad de condiciones
	Post emisión	Establecer mecanismos de estabilización de precios que velen por mantener el precio de la acción mínimo en el nivel de venta; contratar creadores de mercado que favorezcan la liquidez en caso que haya dudas al respecto; iniciar proyectos de inmersión en normatividad de carácter internacional; garantizar pagos de dividendos transparentes previo a la venta; promover campañas de educación financiera entre los inversionistas para que conozcan el activo previo a la venta	Establecer mecanismos de estabilización de precios que velen por mantener el precio de la acción mínimo en el nivel de cotización previo a la venta; iniciar proyectos de inmersión en normatividad de carácter internacional; garantizar pagos de dividendos transparentes previo a la venta; promover campañas de educación financiera entre los socios actuales y los inversionistas potenciales para que conozcan el activo previo a la venta

Continuación Tabla N°2			
OBJETIVO / TIPO DE OFERTA	Componente GAF	OPI	OPV
Capitalización	Atributos de la colocación	Optar por colocaciones al mejor esfuerzo; acciones de tipo ordinario y preferencial; dirigida a todo el público; estableciendo con claridad los motivos de la emisión y la situación actual de la empresa; actuar con plazos cortos y en momentos de liquidez; procurar contratar más de una FBI con el fin de hacer más competitiva y transparente la colocación	Optar por colocaciones al mejor esfuerzo, aunque si las FBI ofrecen garantizadas, podría ser mejor; acciones de tipo ordinario y preferencial; dirigida a todo el público; actuar con plazos cortos y en momentos de liquidez; si la OPI fue exitosa, procurar contratar a la misma FBI, de lo contrario, cambiarlas
	Precio	Optar por la construcción de libro para la fijación del precio; no entregar derechos de preferencia salvo que no haya otros atractivos; según la plaza, ubicar la especie en el nivel menos sensible dados los parámetros de <i>tick</i> , sin que ello afecte el eventual ingreso a fondos de inversión e índices bursátiles que se encuentren en el radio de operación de la acción	Optar por la construcción de libro para la fijación del precio; no entregar derechos de preferencia salvo que no haya otros atractivos; si ya existen, tener en cuenta su precio de negociación en bolsa e incluir ese rubro en el nivel de subvaloración al momento de fijar los rangos; si el <i>tick</i> en la OPI se estableció mal, es el momento de hacer un <i>Split</i> que lo corrija
	Cantidad	Colocar en un solo tramo procurando recoger el dinero lo más pronto posible; procurar hacer efectivos instrumentos híbridos y opciones; fraccionar el patrimonio de tal forma que haya liquidez en el mercado secundario, procurando ubicarse en niveles favorables para el ingreso a fondos de inversión e índices bursátiles	Colocar en un solo tramo procurando recoger el dinero lo más pronto posible; procurar hacer efectivos instrumentos híbridos y opciones, siempre y cuando la situación en el mercado secundario sea favorable para accionistas actuales; garantizar que el exceso de circulante no afecte la negociación en bolsa, procurando ubicarse en niveles favorables para el ingreso o permanencia en fondos de inversión e índices bursátiles
	Adjudicación	Dar prioridad a los socios con derechos de preferencia; no establecer niveles mínimos de adjudicación dado que se hará prorrateo tras la subasta, y sí máximos, procurando atomizar la propiedad; dar priorizar el pronto pago y de contado; adjudicar a inversionistas pequeños e institucionales en igualdad de condiciones	Crear incentivos para que socios con derechos de preferencia los negocien por bolsa; no establecer niveles mínimos, y sí máximos similares a los de la OPI, sino se hizo, establecer de forma correcta; priorizar el pronto pago y de contado; adjudicar a inversionistas pequeños e institucionales en igualdad de condiciones
	Post emisión	Establecer mecanismos de estabilización de precios que velen por mantener el precio de la acción mínimo en el nivel de venta; contratar creadores de mercado que favorezcan la liquidez en caso que haya dudas al respecto; concretar proyectos de inmersión en normatividad de carácter internacional procurar pagos de dividendos fraccionados y pronto, en igualdad de condicione para inversionistas actuales y futuros; promover campañas de educación financiera entre los inversionistas para que conozcan el activo adquirido	Establecer mecanismos de estabilización de precios que velen por mantener el precio de la acción mínimo en el nivel de cotización previo a la venta; concretar proyectos de inmersión en normatividad de carácter internacional; procurar pagos de dividendos fraccionados y pronto, en igualdad de condicione para inversionistas actuales y futuros; promover campañas de educación financiera entre los socios actuales y los inversionistas potenciales para que conozcan el activo adquirido

se debe dar prioridad a la experiencia de la firma y su músculo financiero, especialmente para aquellos casos en que el fracaso de la colocación genere pérdidas al colocador.

Mientras que cuando se habla de la posibilidad de que esta acepte o no lo que el emisor pretende, se evalúa puntualmente la flexibilidad en términos de negociación que las FBI ofrecen. Y es que al momento de escoger entre una oferta competitiva y una negociada, es mejor optar por una combinación de ello. Si bien resulta poco habitual que una serie de banqueros de inversión compitan por convencer a un emisor que acepte sus servicios, no deja de ser un mercado de prestación de servicios financieros, por lo que el emisor como cliente debe escuchar y elegir a aquel que le resulte más favorable para la colocación que desea realizar.

La otra decisión clave respecto a la elección, es establecer si será una única firma o si serán varias. Esto dependerá básicamente de la probabilidad que una única FBI pueda hacer toda la colocación y de los costos asociados. Si es posible ello, lo mejor será que haya un único colocador, de lo contrario, se debe optar por dos o más, siempre y cuando la estructura de costos lo permita. De igual forma, según Marshall & Ellis (1995), el que sea elegido deberá ser el responsable del *Due Diligence* asociado, el cual será clave en la intención de proteger a los inversionistas. En caso de ser varios colocadores, dicha responsabilidad recaerá sobre la FBI líder de la colocación.

Tabla 3 Principales FBI de Colombia y el mundo	
Colombia	Resto del mundo
Banca de Inversión Bancolombia	Bank of America Merrill Lynch
Banicol	Barclays
Capitalcorp	Citigroup
Corficolombiana	Credit Suisse
Helm Banca de Inversión	Deutsche Bank
Incorbank	Goldman Sachs
Inverlink	HSBC
Q&A	JP Morgan Chase & Co.
SILK	Morgan Stanley
Valfinanzas	Nomura
Elaboración propia	

En segunda medida, ya con las FBI seleccionadas, se decidirá si se opta por una OCF o una OME. En este caso lo más conveniente será:

- Optar por OCF en caso que sea una venta, independientemente de si es una OPI o una OPV más que hace el emisor. Esto, pues dadas las circunstancias, el emisor debe buscar asegurar la venta de la empresa. No obstante, el hecho de tomar esta decisión, obliga a que tanto el emisor como las FBI diseñen estrategias alternativas en los demás componentes y niveles, para así asegurar que aquel que compra lo hace en condiciones transparentes y convenientes para él.
- Por otro lado, si es una capitalización, la recomendación es que sea una OME; aunque si en la OPV, alguno de los colocadores acepta hacer una OCF, debe ser evaluada, ya que de esa forma se asegurarán los recursos necesarios para la elección del proyecto que motivó la emisión. Sólo si se garantiza que los accionistas actuales no se verán afectados (lo cual resulta muy difícil), valdría la pena hacerlo de esa manera; de lo contrario, las OME en capitalizaciones aseguran transparencia y competitividad para los inversionistas, los cuales según el interés que muestren, darán valor o no al proyecto que la empresa desea realizar, y de esa manera, no se generarán distorsiones negativas sobre el precio en el mercado secundario.

En tercer lugar, se debe establecer si se hará o no oferta de estante. Aquí dos variables fundamentales resultan ser la situación del capital pagado y autorizado, y si bien en el componente 3 se ampliará ese tema, en esta sección se sugiere que sí se realice una oferta de estante, siempre y cuando los plazos establecidos por los organismos reguladores que controlan la jurisdicción de la que hace parte emisor, coincidan con los planes de este último. Es decir, que las exigencias regulatorias en términos de tiempo para el aprovechamiento de los títulos que se encuentran en el estante, coincidan con la necesidades de financiamiento o pretensiones de venta del emisor, ya que de no ser así, se podría incurrir en sanciones y costos innecesarios, o peor aún, colocaciones no deseadas.

La gran ventaja de esto, es que el emisor tendrá a la mano la opción de colocar acciones de manera rápida, sin tener que retomar todas las actividades previas y de

autorizaciones que tanto tiempo consumen. Además, tal y como se verá en el componente 3, si eventualmente las colocaciones son de un tamaño muy grande y las condiciones del mercado no son las más idóneas, fraccionar la OPV y realizarla por tramos en distintos momentos del tiempo, es una gran alternativa.

Finalmente, se decide si se hace o no oferta de derechos. Al respecto, la sugerencia está orientada a no emitir derechos de preferencia de manera previa a la colocación, ya que el hecho que parte de las acciones ya estén “aseguradas” por algún inversionista, puede llegar a generar distorsiones en la posterior colocación y la negociación en bolsa. Además, desde el punto de vista del Gobierno Corporativo, esto puede restarle transparencia a la idea de trato igualatorio, sin contar claro, que también, puede que la propiedad quede altamente concentrada y que el costo de capital, dada la prima adicional que están pagando los inversionistas por el derecho, podría llegar a incrementarse de forma importante.¹¹

No obstante, existe un escenario en el cual sí resultaría conveniente una eventual oferta de derechos, y es cuando ante la posibilidad de una OPV, resulta que gran parte de las acciones a colocar, pueden hacerse efectivas mediante el ejercicio de derechos de preferencia ya existentes. Esto le sucedió al Grupo Bancolombia S.A. en el año 2014, cuando al realizar una OPV de 110 millones de acciones, aproximadamente el 75% quedó en manos de aquellos que participaron de la oferta e hicieron efectivos sus derechos de preferencia.

Ante situaciones en las cuales la cantidad de derechos existentes pueda eventualmente cubrir un porcentaje importante de la colocación a realizar, lo cual puede, además, dejar un sin sabor importante entre los inversionistas que no recibieron acciones, resultaría conveniente hacer una oferta de derechos previa a la OPV, de tal forma que, primero, se le informe al mercado la cantidad de derechos potencialmente ejecutables, y segundo, se procure que el 100% de la emisión quede en manos de inversionistas que hayan ejercido su derecho.

De esa manera, los inversionistas no deberán pagar altos precios por los derechos de preferencia en el mercado secundario, y además, los criterios de adjudicación se

¹¹ Al respecto, en el componente 2 se amplía de forma importante y en detalle la conveniencia o no de la existencia de derechos de preferencia.

concentrarían en otras variables menos sensibles y cuestionables como el valor ofrecido y la cantidad demandada.

- **Tipos de acciones a colocar**

Una vez la asamblea de accionistas ha confirmado que realizará, bien sea la venta parcial o total de la empresa, o la capitalización de la misma, se debe tomar una importante decisión de forma paralela: el tipo de acciones a colocar.

La decisión dependerá principalmente del objetivo de la emisión, y del impacto que tenga en los socios actuales ceder o no el poder político. En primera medida, si se trata de una venta total, independientemente de si esto constituye una OPI o una OPV, las acciones a emitir deberán ser de tipo ordinario. No tiene sentido colocar títulos preferenciales cuando los inversionistas nuevos serán entonces los propietarios plenos de la empresa, y por tanto, deberán tener consigo no sólo derechos económicos, sino también facultades políticas totales.

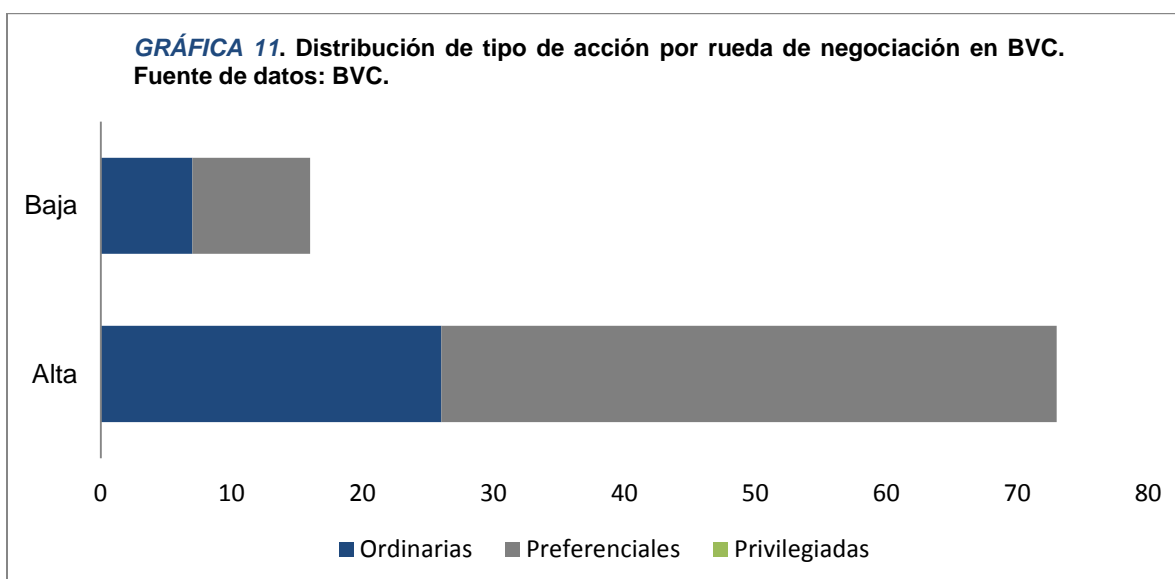
¿Y qué hay de las acciones privilegiadas? Este tipo de acciones parece estar condenado a desaparecer a escala mundial y de ninguna forma es recomendable emitirlos, ni en venta ni en capitalización. Por sus características específicas, terminan por dar a unos accionistas más derechos y poderes que a otros, distorsionando así la gestión de la propiedad y lesionando de forma importante el cumplimiento de los estándares de Gobierno Corporativo En Colombia, actualmente, ninguna empresa tiene listadas acciones de este tipo, y aquellas que alguna vez la tuvieron, como por ejemplo ISA y ETB, ya las transformaron en ordinarias.

Esto no sucede con las ordinarias y preferenciales, pues ninguna es mejor o peor que la otra. Simplemente se hace un intercambio de derechos políticos por mejores retornos de tipo económico. Y es entonces, en estos dos tipos de títulos, en los cuales deben concentrarse eventuales capitalizaciones.

Si bien al respecto, algunos autores como Volpin (2002), plantean que la colocación de acciones preferenciales generan en el largo plazo el desplazamiento de los inversionistas minoritarios a un segundo plano, dado que aquellos con acciones ordinarias aprovechan su poder decisonal para sacar ventaja (y por lo tanto resulta mejor emitir ordinarias), la adopción y cumplimiento de rigurosos estándares de

Gobierno Corporativo en el marco del cumplimiento de los elementos GAF, pueden ser soluciones a este tipo de imperfecciones.

Así la cosas, la elección dependerá entonces del objetivo de la emisión, del tamaño de la misma y del público al cual esté orientada. Una emisión pequeña y que esté orientada a inversionistas que adquirirán carácter minoritario, debería colocar acciones preferenciales para así hacer más atractiva la OPV. Pero por otro lado, una emisión con un tamaño importante, dirigida a unos pocos inversionistas institucionales, con los cuales se esté buscando sociedades de largo plazo, podrían enfocarse en títulos ordinarios, salvo que por algún motivo, la asamblea no desee sacrificar en lo más mínimo el poder político. Pero es claro que una salida a bolsa con estas características, muy difícilmente logrará ser atractiva si no emite acciones ordinarias.



Finalmente ¿Qué tal combinar acciones ordinarias y preferenciales en una misma OPV? Realmente, no es una buena idea. Además de que puede llegar a crear confusión entre el mercado objetivo, no resulta muy conveniente dividir a los accionistas nuevos de esa manera, además, porque en teoría, los recursos aportados tienen todos un mismo objetivo. Salvo que se haga la OPV por tramos y con plazos, objetivos y condiciones fácilmente distinguibles por los inversionistas, no es aconsejable optar por ello. Desde el punto de vista del Gobierno Corporativo, una maniobra de ese tipo podría llegar a generar conflictos en el futuro.

- **Público para la emisión y elección del mercado**

Ahora bien ¿A quién dirigir la emisión? ¿En qué plaza hacerla? Claro, las dos decisiones que siguen son, primero, determinar si se hará una oferta pública o privada, y quien será particularmente el tipo de inversionista al que se buscará llegar; y segundo, el mercado de valores específico en el cual se hará la colocación.

En primera medida, si la oferta es pública o privada, dependerá de dos factores fundamentales: el objetivo de la emisión y el tamaño de la misma. Si al momento de aprobar la salida a bolsa, el emisor no tiene un grupo de inversionistas ya dispuestos a comprar las acciones, la oferta deberá ser pública. De lo contrario, sí podría hacerla privada y de esa manera ahorrarse importantes costos.

Esto puede ocurrir en casos donde es un grupo de socios quienes han propuesto por iniciativa propia comprar una parte más de la empresa o hacer un aporte para capitalizar el negocio. O cuando un inversionista externo se acerca al emisor con la idea de colocar allí su dinero. Es más, cuando esto sucede, no siempre debe hacerse una OPV, sino que puede que deba hacerse más bien una Oferta Pública de Adquisición (en adelante: OPA) o un Martillo. Al respecto, se profundizará en el componente 5.

Pero cuando ha sido la asamblea en su conjunto, la que ha definido hacer una emisión de acciones frente a un tema puntual, lo ideal es que sea una oferta pública, de tal manera, que el mercado en su conjunto tenga a su disposición los títulos, logrando así competitividad y transparencia.

Por supuesto, también pueden hacerse ofertas combinadas, pero esto es sólo recomendable en los casos que se hace venta, y la misma, se fragmenta en tramos. Es común ver a entidades considerablemente grandes del sector público, democratizarse en ofertas que, primero, van dirigidas a grandes empresas del mismo sector y que están en capacidad de asumir el rol de controlantes, segundo, a inversionistas de corte institucional, y tercero, al público en general con el remante.

Lo que sí no es recomendable de ninguna forma, es a una misma colocación de un único tramo, dividirla en dos, dejando una parte para el público, y la otra para un grupo cerrado, pues esto puede llevar a suspicacias y asimetrías en precio e información.

Ya habiendo definido si la oferta será pública o privada, sigue definir, cuál será el perfil del inversionista a buscar. El primer camino, que es evidentemente el más sencillo, es cuando se hace una oferta totalmente pública, y cualquier persona natural o jurídica

puede participar de la OPV; pero cuando se decide restringir la misma, resultará muy importante volver a estudiar el objetivo y tamaño de la colocación, así como el tipo de acciones a emitir.

Si se ha decidido emitir acciones de tipo ordinario y la emisión será de un tamaño importante, los inversionistas institucionales de corte estructural, es decir, con aspiraciones de inversión a largo plazo, deben ser el primer objetivo (por ejemplo, fondos de pensiones y empleados). La persona naturales claro, también pueden hacer parte de este grupo, además que su participación da más transparencia a la colocación, y favorece la atomización de la propiedad ya la eventual liquidez esperada en el mercado secundario. Al respecto, autores como Gibson *et al.* (2004) , sostienen que aquellas colocaciones en las que los institucionales reciben la mayor parte de las acciones, suelen dejar mejores rendimientos en el mercado secundario dado que el interés que despiertan especies cuyos tenedores son los grandes inversionistas es mayor, y además, estos últimos dan un volumen de negociación dinámico.

Por otro lado, si la colocación es de acciones de tipo preferencial, el emisor debe enfocarse en inversionistas que resten importancia al poder político, y estén más interesados en la generación de flujos de caja de forma rápida. Aquí, la personas naturales son de nuevo una alternativa, pero los inversionistas institucionales de corte especulativo, deberán ser el núcleo focal de la OPV. Por sus características propias, Hedge Funds, gestores de ETF y carteras colectivas, resultan claves en este tipo de emisiones.

Ya, en segunda medida, habiendo definido el tipo de oferta y los inversionistas objetivo, se establecerá, basado en eso criterio, la plaza. Al respecto, si es una OPI, lo ideal es que sea en el mercado local del cual hace parte la empresa; ya para OPV siguientes, puede ser ahí mismo, o por diversificación y ganar renombre internacional, pensar en plazas alternativas del extranjero, donde haya un buen potencial de captación y alguna relación por la características del negocio y el emisor, puede ser también una opción.

Atributos puntuales de la plaza bursátil, tales como su reconocimiento internacional, la facilidad de llegada de capital extranjero al país, las exigencias de tipo regulatorio y técnico para listarse, el reconocimiento que tiene el emisor entre los inversionistas de

ese lugar, y claro, los costos asociados, son las variables fundamentales que deben valorarse.

Un caso especial al respecto, sería la emisión de recibos de depósito. En este sentido, la sugerencia es que se emitan en el mercado de valores con mayor conexión e influencia, respecto de la plaza local donde se hizo la OPI (y claro, que haya presencia con productos). Por ejemplo, en el caso colombiano, se deberá emitir el recibo de depósito en forma de ADR en la NYSE. No sería lógico buscar mercados como el asiático o el europeo, sin antes haberse establecido en el estadounidense.

Y claro, otro tema importante a evaluar en este caso, y en el cual toma especial relevancia la FBI, es la elección del banco depositario. Al respecto, dado que habitualmente los emisores locales contratan los servicios de FBI del país donde se hará la colocación, estos habitualmente, suelen tener la capacidad de actuar como depósitos de valores, o cuentan con alguna línea de negocio enfocada en esa actividad, y es entonces allí, donde se puede hacer la elección.

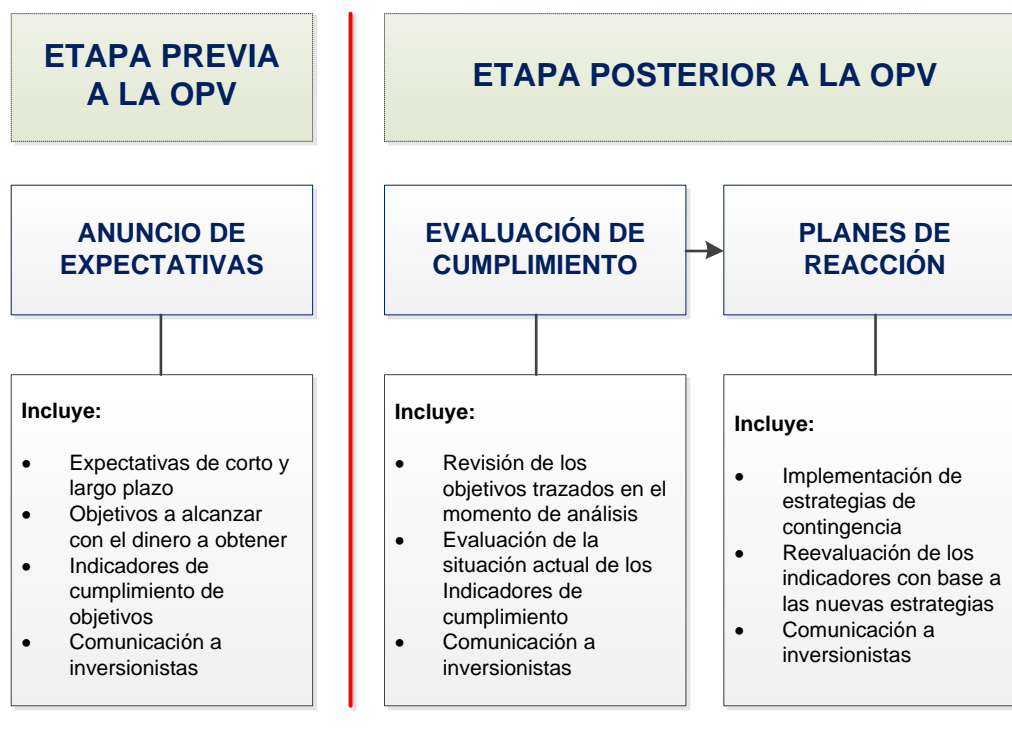
Además por costos, resulta ser mejor; y dado que en el negocio de los depósitos en mercados como el de EUA, esto último resulta ser el gran factor diferenciador (su servicios son muy similares y la intercambiabilidad al momento de la negociación es un estándar para todos), el camino está por el lado de las FBI contratadas.

- **Expectativas que se lanzan al mercado**

Previo a la OPV, las expectativas que, tanto el emisor, como la FBI lanzan al mercado, deben ser totalmente reales. Y si bien esto suele hacerse dado que tras cada colocación hay un riguroso sistema de Gobierno Corporativo basado en estándares de control interno, auditoría interna y externa, y valoraciones por parte de analistas y Firms Calificadoras de Riesgo (en adelante: FCR), lo que deben hacer en este caso los emisores, en el marco del cumplimiento de los elementos GAF, es un seguimiento constante de cumplimiento de objetivos, y comunicárselo al mercado.

Es decir, previo a la OPV, las expectativas deben comunicarse de forma clara y desagregada, estableciendo para cada ello objetivos e indicadores de seguimiento, y una vez puestos en marcha, la realización de estrategias que enfrenten eventuales incumplimientos. Tanto el mercado como el inversionista, necesitan de ello para tomar entonces decisiones con información veraz, completa y oportuna; además, para aquel

que ahora es accionista, esto será un medio de comunicación ideal con el emisor, fortaleciéndose así, la protección de sus intereses.¹²



GRÁFICA 12. Continuidad del proceso de expectativas

- **Momento para emitir**

Ahora bien ¿cuándo emitir? Esta es sin duda una de las decisiones más trascendentales de la OPV y cuyo impacto en el éxito o fracaso de la misma se siente con mayor fuerza. Intintoli *et al.* (2014) demostraron ya que las decisiones asociadas al *timing* de la colocación son más que importantes en el éxito de la colocación. Así, ahora se plantea que los insumos que alimentan este proceso dependen de, primero, factores directamente asociados al emisor y su industria, y segundo, variables del entorno. A

¹² Autores como Garay, González, Guzmán & Trujillo (2013), ya han demostrado la importancia de comunicar información de manera oportuna a los accionistas por parte del emisor, y claro, utilizando medios de rápida difusión como el Internet. Esto además de fortalecer la estructura de Gobierno Corporativo de la empresa, contribuye con la eficiencia en la negociación.

partir de un análisis combinado de ello, se podrá concluir el momento más adecuado para la colocación.

Respecto a lo que depende exclusivamente del emisor y su industria, se debe valorar la situación financiera y operativa que está atravesando la empresa. Se debe procurar lanzar el anuncio de la oferta cuando la empresa se encuentre en una coyuntura interna favorable, de lo contrario, su situación le puede jugar en contra y el apetito de los inversionistas puede no ser suficiente, dado que su costo de oportunidad tendería a incrementarse.

Así mismo, la situación de la industria a la cual pertenece la empresa emisora resulta clave, ya que el mercado también podría premiar o castigar la emisión según ello. Colocar las acciones en un momento de auge o por lo menos de fortaleza del sector, puede aumentar la confianza de los inversionistas y por tanto su apetito por riesgo.

Y claro, aquí la estacionalidad juega un rol fundamental: si los resultados operacionales de la empresa son variantes a lo largo del año, el mejor momento para emitir, será una vez se hayan publicado los estados financieros asociados. Si bien los analistas bursátiles lograrán identificar ello, desde el punto de vista comercial, resultará mucho más sencillo llegar al público con el respaldo de unas cifras favorables.

Pero claro, dentro del marco del cumplimiento del deber de transmisión de información completa que tiene el emisor con el mercado y los inversionistas, y por supuesto, siguiendo lo establecido por los elementos GAF, todo esto debe ir acompañado de una explicación detallada del impacto que tiene la estacionalidad sobre el negocio. De lo contrario, la información dada podría ser mal interpretada, y por tanto, las decisiones que tome el mercado no serán eficientes.

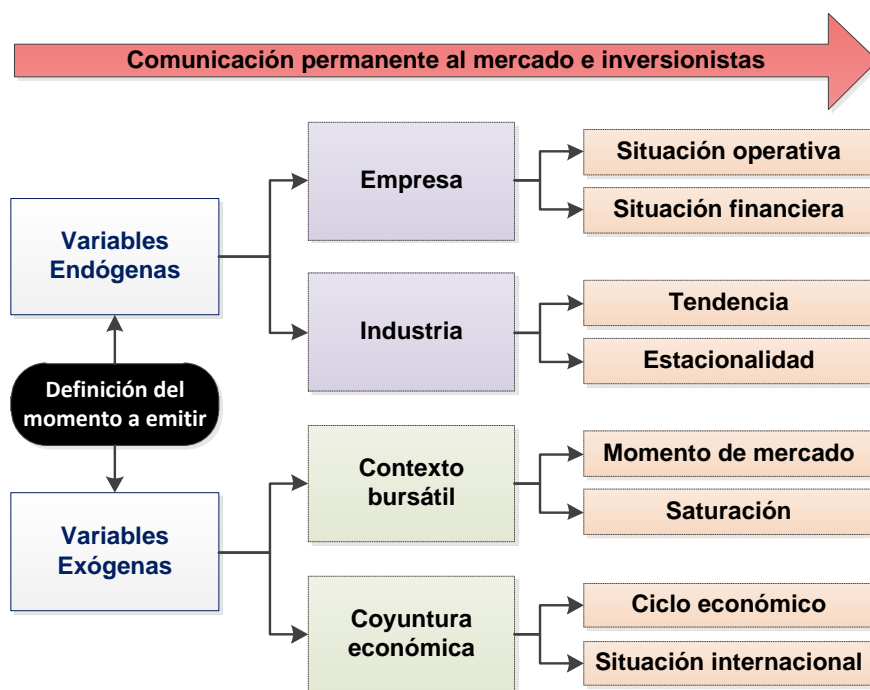
Entre tanto, las variables del entorno estarán principalmente asociadas al contexto bursátil y macroeconómico. Respecto del primero, no es recomendable emitir en momentos de estrés del mercado, porque en primer lugar, el precio por acción podría ser demasiado bajo, y segundo, el apetito por riesgo en esas circunstancias no será alto.

Así mismo, es necesario evaluar el nivel de saturación asociada a las OPV que por la época se están presentando, pues en aquellos momentos en que el mercado primario no ha estado generando nuevas especies, es cuando los inversionistas pueden contar

con más liquidez para salir a participar de colocaciones¹³. Además, la subvaloración, la volatilidad del mercado secundario y la no existencia de costos de transacción, resulta ser muy llamativa.

Respecto del entorno macroeconómico, su análisis también resulta clave. En momentos de crisis, los inversionistas optan por activos de bajo riesgo, y además, para los hogares y empresas, la porción del ahorro que está disponible para inversión, podría reducirse dadas las dificultades económicas.

Las crisis que sí deberían llamar la atención, son aquellas que se dan en mercados internacionales, y que podrían atraer capital al mercado local. Pero aquí será importante evaluar el carácter de permanencia de esos inversionistas y conjugarlo con el objetivo de la emisión a realizar, pues como bien se dijo anteriormente, hay condiciones que favorecen a inversionistas de corte estructural, y otras, a los especulativos, y esta última, sería una de ellas.



GRÁFICA 13. Definición del momento a emitir

¹³ Al respecto, sería recomendable también evaluar la liquidez con la que cuentan inversionistas institucionales, principalmente del sector financiero, y su apetito por riesgo. Por ejemplo, los fondos de pensiones suelen hacer compras una vez han recibido los aportes de empresa y personas, o los bancos, cuando las tasas del mercado monetario no son atractivas y su nivel de caja es alto.

- **Plazos**

Una vez se ha definido en qué momento se hará la emisión, lo que sigue es determinar qué tan extensa será la oferta. Esto resulta ciertamente complejo ya que la OPV debe durar lo suficiente como para que en términos publicitarios y comerciales, alcance a promocionarse lo suficiente y así colocar todo lo que el emisor desea, pero no tanto para no incurrir en excesivos costos de publicidad, y para además, no dar tanta espera a la llegada de los recursos. Además, por un tema de costo de oportunidad, para un inversionista puede resultar poco rentable esperar mucho tiempo por el resultado de la colocación. Todo esto, claro, sujeto a las restricciones regulatorias.

Así las cosas, en primera medida, si se trata de una OPV de un único tramo, lo ideal será que el plazo para recibir órdenes de compra por parte de los inversionistas interesados, sea de entre dos y cuatro semanas, dependiendo del tamaño de la emisión y de la cantidad de intermediarios financieros que estén colaborando comercialmente.

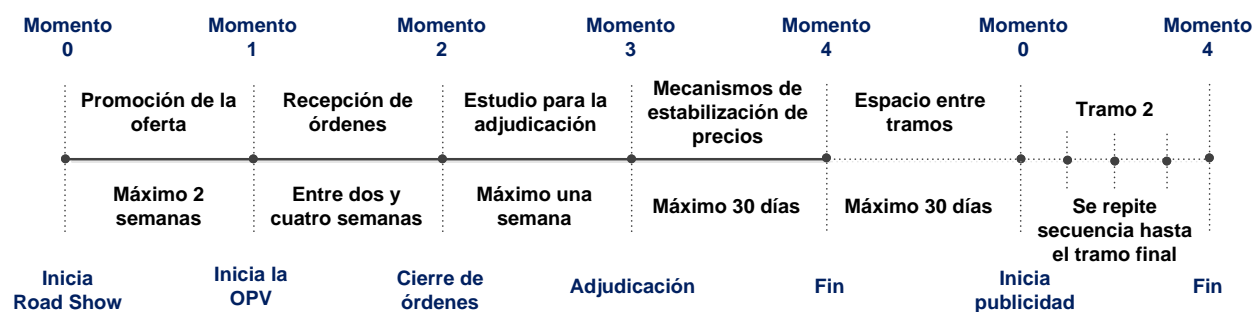
Una buena estrategia al respecto, es según la demanda esperada, apurar las estrategias de mercadeo y publicidad, así como todo el *road show* asociado, una o dos semanas antes de empezar el periodo de recepción de órdenes. Aunque autores como Ross *et al.* (2012), sostienen que esta etapa puede durar incluso varios meses, el riesgo que se corre es que las exigencias regulatorias o incluso las condiciones de mercado, obliguen algún cambio que puede generar confusión respecto de la colocación.

Por otro lado, si se trata de una OPV de dos o más tramos, la recomendación es que cada uno tarde en promedio tres semanas, tal y como habitualmente sucede; pero aquellos que operan con subastas a mercados cerrados, es claro que podrían tardar mucho menos.

En estos casos la clave es que la distancia entre cada uno de los tramos no sea tan amplia, un tiempo prudente podría rondar como máximo un mes. No solo porque hay que optar por estrategias de mercadeo muy extensas y por tanto costosas, sino también, para evitar asimetrías de información, eventuales conflictos de interés y malestar entre los inversionistas. Un ejemplo claro de ello se dio en la OPI de Facebook Inc., donde se especula que en un tramo previo a la colocación pública, varios agentes

privados se quedaron con algunas acciones a mejores precios, causando así el enojo de los inversionistas actuales e incluso demandas.

Finalmente, el plazo entre el cierre de las órdenes y la adjudicación, no debería ser de más de una semana, esto, con el fin de evitar movimientos especulativos y altos costos de oportunidad para los inversionistas; y respecto a los mecanismos de estabilización de precios post emisión, el plazo prudente de duración es de 30 días calendario una vez concluida la adjudicación. Esto, tal y como se verá en el desarrollo del componente 5.



GRÁFICA 14. Plazos de la OPV

- **Educación financiera**

Una de las actividades que debe llevarse a cabo de manera transversal a lo largo de todo el proceso, y que tiene una relación muy importante con uno de los elementos del Modelo GAF, que es el Gobierno Corporativo, es la educación financiera.

En el marco de las buenas prácticas orientadas a velar por los intereses de los inversionistas, el emisor deberá diseñar planes educativos que permitan a sus accionistas actuales y futuros, acercarse más al funcionamiento del mercado de valores, dotándolos así de herramientas más robustas para la toma de decisiones.

En gran parte de los mercados del mundo, como el de Colombia, por ejemplo, las campañas de educación financiera recaen principalmente en los organismos de control. Para el caso local, son la SFC, y con más fuerza, al Autorregulador del Mercado de Valores (en adelante: AMV), los responsables de este tipo de procesos.

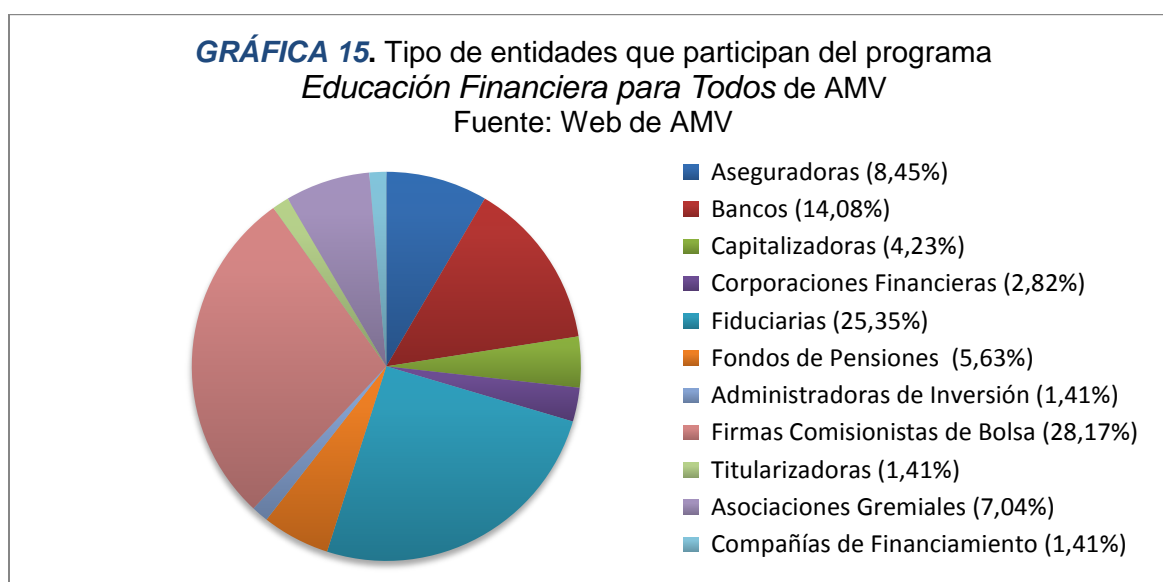
El AMV ha establecido el programa de *Educación Financiera para Todos*, con el apoyo de aproximadamente 67 entidades del sector financiero colombiano, como la

herramienta fundamental para la diseminación del conocimiento financiero y bursátil entre el público en general.

Con estrategias basadas en la elaboración de contenidos educativos, charlas lúdicas, y concursos de corte académico e investigativo, se ha procurado mejorar el lazo existente entre el ciudadano y el mercado de valores.

Y si bien programas de este corte resultan ser muy fructíferos, es evidente que aún hay temas por resolver al respecto; de ahí, que sea necesario entonces, en el marco de los elementos transversales del Modelo GAF, que sean los emisores de títulos valores los que ahora encabecen programas de este tipo, dirigidos a sus inversionistas actuales y potenciales, y por supuesto, durante una OPV, esto resulta indispensable.

Actualmente, sólo asociaciones gremiales e intermediarios del sistema financiero hacen parte de ello. Al respecto, en la gráfica N°15 se presenta el detalle del tipo de entidades asociadas al programa.



El desarrollo de un mapa estratégico, tal y como lo ha hecho el AMV en Colombia, puede resultar ser la base de un programa de educación que debería estar encabezado por la oficina de atención al inversionista del emisor. Atendiendo claro, que este tipo de dependencias deberían incluirse en el organigrama incluso desde antes de iniciar el *road show*, y no hasta después de la adjudicación, tal y como sucede recurrentemente.

Siguiendo la metodología que ha establecido el organismo autorregulador en Colombia, para su programa *Educación Financiera para Todos*, los pilares fundamentales para el desarrollo de actividades de educación financiera (disponibles en su web), y a los cuales, los emisores de acciones se podrían acoger de manera previa a la OPV, y de esa manera desarrollar un modelo propio, son:

- Valores agregados: para el emisor, se destacan el sello reputacional y la capacidad de contar con un canal de comunicación; para inversionistas, autoprotección e inclusión.
- Procesos: para el emisor, se destaca la divulgación de contenidos; para inversionistas, el acceso a herramientas objetivas, efectivas, accesibles, comprensibles, actualizadas y verídicas.
- Productos: para el emisor, se destacan los bancos de contenidos y la posibilidad de contactos internacionales; para inversionistas, las charlas educativas y la participación en eventos asociados.
- Capital estratégico: conformado por el capital humano, los canales de comunicación, la tecnología y los procesos.
- Financiamiento: que para este caso, provendría de los emisores mismos.

De esta manera, las actividades de educación financiera promovidas por el emisor entre los inversionistas, deberán ser a lo largo de todo el proceso. Desde el *road show*, la recepción de órdenes y la adjudicación, hasta los mecanismos post emisión, y claro, durante el mercado secundario. Respecto a esto último, profundizamos en el componente 5.

- **Análisis en el contexto de los elementos GAF**

En la Tabla N°4 (página N°66), se presenta el análisis de cada uno de los niveles del componente 1 (objetivo de la emisión, elección del colocador, tipo de colocación, tipos de acciones, público para la emisión y elección del mercado, expectativas que se lanzan al mercado, momento a emitir, plazos y educación financiera), en el marco de los elementos transversales del Modelo GAF (Gobierno Corporativo, articulación de componentes y flexibilidad metodológica).

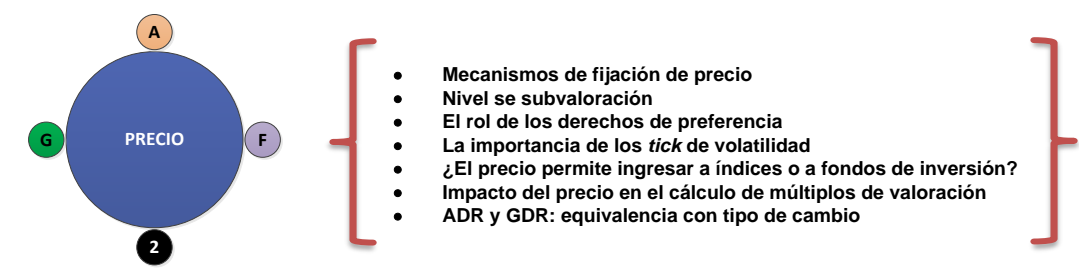
Tabla 4 Análisis del componente 1 en el contexto de los elementos GAF

NIVELES / ELEMENTOS GAF	GOBIERNO CORPORATIVO	ARTICULACIÓN DE COMPONENTES	FLEXIBILIDAD METODOLÓGICA
Objetivo de la emisión	Entendimiento y aceptación por parte de la asamblea. Incluso los minoritarios y tenedores de acciones preferenciales, deben tener claro el proceso, y el mismo, debe favorecerlos en la misma medida que a los demás. Riguroso esquema de selección que procure elegir a la FBI más conveniente para los intereses del emisor en su conjunto, evitando eventuales conflictos de interés y el problema de agencia.	Conexión con: nivel de subvaloración; rol de derechos de preferencia; estado de capital pagado y autorizado; tamaño de la emisión; criterios de adjudicación; precio de entrega; modalidades de pago.	Aplicable para OPI y OPV; independientemente de si el objetivo es vender, capitalizar o posicionar a la empresa en el ámbito internacional.
Elección del colocador	Asegurar que favorezca la consecución del objetivo de la emisión, y la negociación posterior en el mercado secundario sin perjudicar a inversionistas actuales.	Conexión con: tipo de colocación; elección del mercado; educación financiera; costos; tamaño de la emisión; modalidades de pago.	Aplicable para colocaciones locales y <i>off shore</i> ; bien sea para un único colocador, o varios; tramos únicos o parciales.
Tipo de colocación	Se debe garantizar una correcta gestión de la propiedad y del poder decisional, particularmente cuando existan acciones de tipo preferencial.	Conexión con: elección del colocador; público para la emisión; momento a emitir; tamaño de la emisión; criterio de adjudicación.	Aplicable para OPI y OPV; independientemente de si el objetivo es vender, capitalizar o posicionar a la empresa en el ámbito internacional.
Tipos de acciones	Completo esquema de comunicación y asesoría al público según sus características, así como una rigurosa investigación para la elección del mercado de tal forma que se maximice el beneficio de los inversionistas actuales.	Conexión con: objetivo y público de la emisión; nivel de subvaloración; colocación de ADR o GDR; liquidez en el mercado secundario.	
Público para la emisión y elección del mercado	Deben ser reales y uniformes a todos los agentes. Deben estar en línea con las intenciones de los inversionistas actuales. Se recomienda generar mecanismos de evaluación de cumplimiento de dichas expectativas.	Conexión con: educación financiera; rol de los derechos de preferencia; entrada a índices bursátiles y fondos; estudios de factibilidad.	Aplicable para colocaciones locales y <i>off shore</i> ; bien sea para un único colocador, o varios; tramos únicos o parciales.
Expectativas que se lanzan al mercado	Debe ser favorable para los inversionistas actuales, de lo contrario, los costos asociados podrían ser más altos. Debe darse un estudio previo y la asamblea evaluará la pertinencia del momento elegido.	Conexión con: mecanismo de fijación de precios; nivel de subvaloración; objetivo de la colocación; educación financiera.	Aplicable para OPI y OPV; independientemente de si el objetivo es vender, capitalizar o posicionar a la empresa en el ámbito internacional.
Momento a emitir	Deben estar en línea con la idea de comunicación eficiente así como con la necesidad de recursos del emisor.	Conexión con: estudio de factibilidad; liquidez actual y esperada; objetivo de la emisión; impacto en los múltiplos de valoración.	Aplicable para colocaciones locales y <i>off shore</i> ; bien sea para un único colocador, o varios; tramos únicos o parciales.
Plazos	Debe ser desde el momento en que se anuncia la colocación. Dirigida no solo a potenciales inversionistas sino también a los actuales.	Conexión con: objetivo de la emisión; forma de pago; mecanismo de fijación de precios.	Aplicable para OPI y OPV; independientemente de si el objetivo es vender, capitalizar o posicionar a la empresa en el ámbito internacional.
Educación financiera		Conexión con: educación financiera del componente 5.	

3.2. Precio

Son el conjunto de decisiones asociadas al establecimiento del precio de adjudicación de las acciones una vez concluye la OPV. De esa manera, incluye todos los aspectos

que se deben tener en cuenta, en el marco de los elementos GAF, para su correcta determinación. Desde el mecanismo que se utilice para establecer el precio, hasta elementos de tipo operativo como el *tick* de variación según el mercado en el cual se encuentre listada la especie, hacen parte de este componente.



GRÁFICA 16. Niveles del Componente 2: Precio

- **Mecanismos de fijación de precio**

Los mecanismos que la FBI y el emisor utilicen para fijar el precio de la colocación, pueden agruparse en dos grupos principales: el primero, asociado a aquellos en los cuales el precio depende del criterio único y arbitrario de los vendedores (bien sea FBI o emisor); y el segundo, en el que la decisión queda en manos de los compradores. Es decir, el primero es un precio fijado por la oferta, y el segundo, un precio fijado por la demanda.

La elección de cual alternativa es mejor, parte de asumir que, como en cualquier mercado eficiente, ninguna de las partes negociadoras debe imponer precios, sino por el contrario, ambos deben ser tomadores de los mismos. Es decir, lo mejor para evitar que una vez las acciones se negocien en el mercado secundario, sufran distorsiones que eviten que su valor de negociación sea justo, es generando desde la colocación, un escenario en el cual sean las fuerzas del mercado, quienes a partir de la negociación justa e informada, establezcan el precio de forma transparente.

Esto implica no elegir ningún extremo, sino por el contrario, diseñar una estrategia en la cual cada una de las partes logre comunicar su postura de precio, y lograr acercamientos justos, tal y como funciona cualquier mercado.

Que el vendedor fije un precio y deje en manos de los compradores la opción de tomarlo o no, no resulta del todo eficiente, pues su criterio de fijación, si bien puede ser

objetivo al basarse en análisis y metodologías de valoración de empresas y proyectos, ignora factores asociados al mercado, como la liquidez, el momento de la emisión y el ánimo del mismo. Además, por definición microeconómica, la oferta tiende a elevar los precios por encima del valor justo.

Entre tanto, que sean los compradores quienes fijen el precio mediante mecanismos de subastas libres, pueden no sólo dañar el objetivo de recaudo que justificó la emisión, sino también, afectar a los inversionistas que ya tienen acciones; y es que claro, así como la oferta busca elevar precio, la demanda siempre procurará bajarlo.

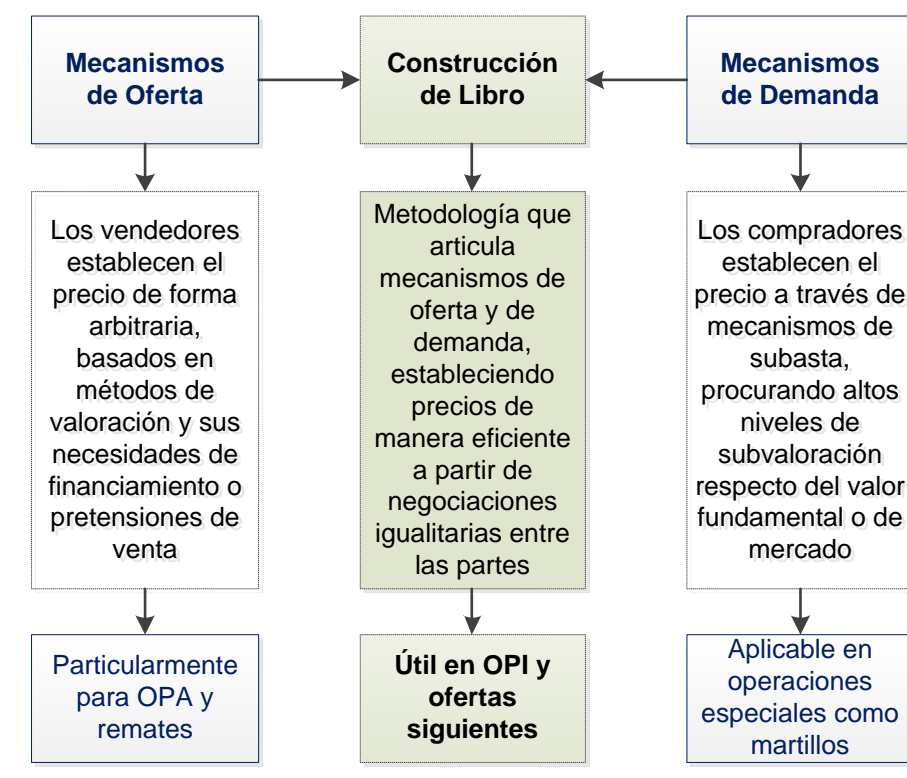
Entonces, la mejor solución resulta ser el mecanismo de Construcción de Libro (en inglés: *book building*). Un esquema en el cual la demanda postula el precio que está dispuesta a pagar a través de subastas, pero con la particularidad, que éstas últimas son del tipo holandés, dejando entonces, en manos del emisor, a partir de las ofertas recibidas, la elección del precio y la cantidad a colocar; todo ello, en el marco de un rango indicativo, más no obligante, de precios sugeridos.

Esto es, verdaderamente un mercado. El esquema de Construcción de Libro se constituye de esa manera, en un modelo ejemplar de negociación justa y eficiente, adaptada al mercado primario, y que además, se establece en el contexto de los elementos GAF.

Aunque claro, existen circunstancias muy específicas en las cuales los mecanismos de fijación de precios basados únicamente en una de las dos partes del mercado pueden resultar útiles, como por ejemplo, ventas de porciones muy pequeñas del patrimonio de empresas o liquidaciones totales del tipo remate. En estas circunstancias, puede resultar incluso más eficiente que sea una de las dos partes involucradas, la que defina el precio, pues la falta de incentivos que puede llegar a tener la contraparte que genera la operación, dado que no busca maximizar el beneficio económico sino simplemente cumplir con un formalismo, puede generar distorsiones aún más negativas que la imposición de precios.

Aunque también hay que tener en cuenta que, en algunos casos, la elección termina dándose como consecuencia de las condiciones del perímetro regulatorio asociado; según Ljungqvist, Jenkinson & Wilhelm (como se cita en Hillier *et al.*, 2008), tras un estudio realizado a 2051 OPI en 60 países, algunos mercados con regulaciones más

flexibles como por ejemplo de Europa y Sur América, han optado por el método de Construcción de Libro, mientras que en algunos países de Asia, donde existen restricciones más fuertes, este método es muy poco utilizado (2003).



GRÁFICA 17. Mecanismos de fijación de precios

- **Nivel de subvaloración**

Como se ha dicho, el objetivo fundamental de este modelo es evitar que el precio de mercado de las acciones se aleje de su valor fundamental como consecuencia de errores cometidos durante la colocación, y al respecto, la variable que resulta ser probablemente la más importante de todas, es el nivel de subvaloración.

Está claro que este es uno de los costos implícitos más altos que tiene consigo la emisión, pero es por eso mismo, una de las claves de su éxito. Ello, pues la decisión de compra por parte de un inversionista, depende en gran medida del potencial de valorización que tenga el título que está comprando, y esto es, la diferencia entre el valor fundamental y el precio de emisión. Según Ritter & Welch (2002), el hecho que las acciones se adjudiquen a un precio subvalorado respecto de su valor fundamental es

esencial no solo en el éxito de la colocación, sino también, en el comportamiento que tales especies tendrán en el mercado secundario. De no premiarse al inversionista por comprar en el mercado primario, este no tendrá incentivos para invertir, y esto podría generar además un deterioro en las expectativas asociadas a la empresa y su acción.

Pero dicho nivel de subvaloración no se debe fijar teniendo en cuenta únicamente las aspiraciones de los compradores, sino también, las necesidades de financiamiento de la empresa y los intereses de los accionistas actuales, pues son ellos los que están aceptando vender su negocio por debajo del valor justo, y por tanto, fijar el nivel de subvaloración no es una tarea sencilla.

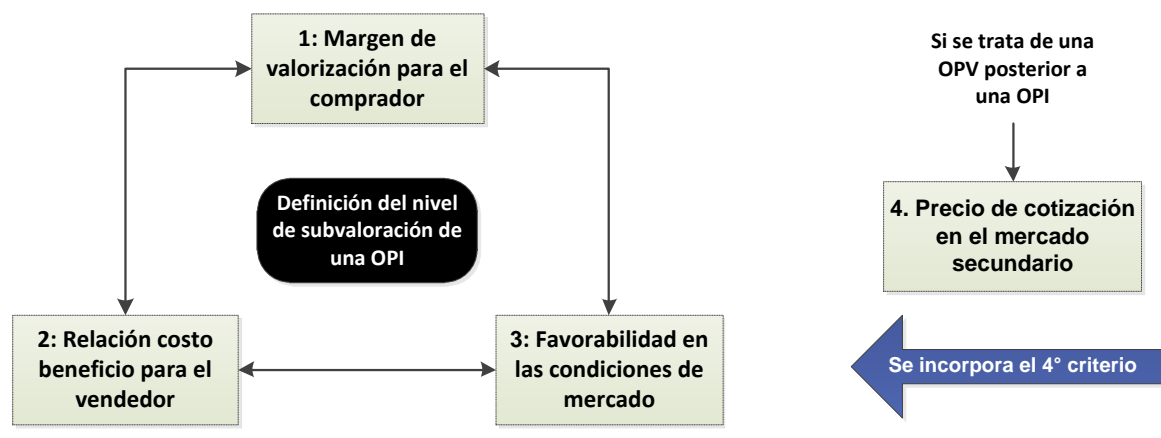
No hay una receta o formulación matemática que nos pueda llevar a establecer dicho nivel (además porque es subjetivo), pero sí se podría hacer una aproximación analítica, que incorpore factores cualitativos y cuantitativos, para fijarlo de la mejor forma posible.

Al respecto, se plantea una alternativa basada en el equilibrio de tres criterios fundamentales: el margen de crecimiento que tiene la acción para el comprador, el costo que implica ello para el vendedor, y la favorabilidad de las condiciones de mercado, para que una vez la acción se encuentre en el mercado secundario, se cierre la brecha entre el valor de mercado y el valor fundamental.

Tabla 5 Análisis para el establecimiento del nivel de subvaloración	
Criterio	Elementos cuantitativos y cualitativos
1: Margen de valorización para el comprador	Diferencial porcentual entre el valor fundamental y el valor a fijar
	Costos para el comprador: comisiones, compra de derechos de preferencia, cuentas de depósito, etcétera
	Tasas de oportunidad vigentes: títulos de renta fija, operaciones de liquidez y <i>dividend yield</i> de empresas listadas
2: Relación costo beneficio para el vendedor	Diferencial porcentual entre el valor invertido por los accionistas actuales y el valor a fijar
	Valor objetivo a captar vs valor potencial según estudios de mercado
	Niveles de subvaloración ofrecidos por emisores de industrias similares
3: Favorabilidad en las condiciones de mercado	Nivel de volatilidad del mercado en su conjunto
	Condiciones de liquidez: flujos de capital, disponibilidad de inversionistas institucionales, apetito por riesgo, <i>fly to quality</i> , etcétera
	Entorno normativo y condiciones establecidas por los proveedores de infraestructura (<i>tick</i> de las bolsas de valores, exigencias de cámara de compensación y liquidación, velocidad de entrega de los depósitos, etcétera)

Un cuarto criterio deberá incluirse en los casos que correspondan a OPV posteriores a OPI, y es el precio de cotización actual. Su tratamiento se basa principalmente en el

castigo que tendrá el precio de la acción de los inversionistas actuales, y la brecha que en ese momento exista entre el valor de mercado y el fundamental¹⁴. Así mismo, un análisis de liquidez basado en elementos clave como la rotación, la frecuencia y el volumen negociado de la especie actual, permitirá hacer una aproximación adicional acerca de estos casos puntuales, y la viabilidad para que una vez incorporados los nuevo títulos, el flotante se encuentre en un punto tal que el mercado pueda aproximarse a la eficiencia y ajustar el precio.



GRÁFICA 18. Análisis para la definición del nivel de subvaloración

- **El rol de los derechos de preferencia**

Hace un momento se planteó que para fijar el nivel de subvaloración de la colocación, un aspecto fundamental resulta ser la rentabilidad potencial y esperada por el inversionista que está comprando, y que allí, uno de sus costos iniciales, podría ser eventualmente la adquisición de un derecho de preferencia. Y dada la relevancia que esta prima adicional asume en los casos de OPV posteriores a OPI, resulta pertinente ampliar el análisis al respecto. Pero esto no solo es un costo para el comprador del derecho, sino también para el emisor, quien debe asumir el diferencial por el premio

¹⁴ Al respecto, Mola & Loughran (2004), establecen tras un estudio realizado a más de 4000 OPV en EUA, que el nivel de castigo a los precios de adjudicación respecto al precio de las especies del mismo emisor ya listadas, ha venido en aumento, lo cual genera un conflicto importante pues si bien el nuevo inversionista obtiene beneficios importantes, aquel que ya es propietario desde antes de la nueva colocación, resulta muy perjudicado y es quien asume el costo de la alta subvaloración. Para efectos del Modelo GAF, la asociación de este nivel con el esquema de Gobierno Corporativo resulta fundamental (detalle en la Tabla N°9).

que otorga a los inversionistas que ejecutan tal beneficio. Aunque como lo han demostrado autores como Brealey *et al.* (2012), si se tiene éxito en la colocación, el precio puede absorber dicho costo del emisor.

Normalmente, los tenedores de los derechos son los actuales inversionistas tenedores de la especie, y que además del título, al comprar, recibieron la opción de tener prioridad en emisiones futuras. Cuando se hace una nueva OPV, llega el momento en que aquel que recibió el derecho en el pasado decide si lo ejerce o no. Si la decisión es la de no participar de la nueva oferta, puede negociar en el mercado de valores el derecho, y venderlo a un inversionista que sí quiera participar de la colocación y garantizar la adjudicación.

Dependiendo del apetito que haya por la emisión, y la dificultad de adjudicación subyacente como consecuencia de la alta demanda, el valor del derecho y su volumen de negociación pueden llegar a incrementarse durante las jornadas previas al cierre de la oferta, y es en ese momento, cuando el emisor y la FBI deben hacer un análisis juicioso de cuánto están pagando los inversionistas, para entonces, incorporar ese valor como un sobre costo que ellos están pagando.

Si eventualmente esto no se incorporara, y suponiendo que la acción sí llegue a su valor fundamental, el *payoff* potencial del comprador estaría dado por: $R_{Ci} =$

$$\frac{\text{Valor Fundamental}}{\text{Precio de compra}_i + \text{Comisiones}} - 1; \text{ advirtiendo claro, que para que la emisión resulte exitosa,}$$

R_C deberá ser mayor al costo de oportunidad del inversionista (C_i). Pero en un escenario en el que haya compra de derechos de preferencia, el *payoff* cambia y la rentabilidad disminuye, dado que en ese caso estaría dada por:

$$R_{Cj} = \frac{\text{Valor Fundamental}}{\text{Precio de compra}_j + \text{Comisiones} + \text{Costo del derecho}} - 1, \text{ y según el costo del derecho, podría}$$

darse que $C_i > R_{Cj}$, y entonces, resulta inviable la colocación.

De ahí que sea tan importante hacer ese análisis, y que tanto el emisor como la FBI, valoren todo ello antes de fijar el precio de colocación, pues como bien hemos visto, en el marco de los elementos GAF una de las claves es el equilibrio entre los intereses del colocador, los inversionistas actuales y los compradores potenciales.

Pero tan importante como saber cuánto están pagando por los derechos, es establecer cuántos de ellos serán ejecutados y la cobertura de adjudicación correspondiente a

compradores con los derechos. Esto es, saber exactamente del total de acciones a colocar, cuántas serán entregadas a inversionistas con derechos de suscripción.

Entre mayor sea dicha cobertura, mayor será la influencia que tendrá el costo de los derechos sobre la rentabilidad esperada de los inversionistas. Y dado que dicho valor puede ser aleatorio, la alternativa propuesta para distribuir ese costo en la colocación e incorporarlo en el precio de adjudicación es:

Primero, calcular el sobre costo pagado por el mercado en su conjunto para quedarse con el total de las acciones (S_T), entendido esto, como la porción invertida en derechos de suscripción (precio promedio ponderado de los derechos de suscripción (P_{ds}) multiplicado por el total de derecho ejecutados (D)) respecto del total mínimo a colocar en unidades monetarias ($M\$$).

Matemáticamente:

$$S_T = \frac{P_{ds} * D}{M\$} \%$$

Segundo, aplicar ese nivel de castigo al precio preliminar de adjudicación (P_{pa}), este es, el precio al cual el emisor cubre el monto mínimo a recaudar. Estableciendo así, el precio definitivo de adjudicación (P_{da}).

Matemáticamente:

$$P_{da} = P_{pa} * (1 - S_T)$$

Tercero y último, a la cantidad de acciones que mantiene en el nivel mínimo el monto a recoger (Mq), sumarle una cantidad adicional para adjudicar (λ), de tal forma que se alcance de nuevo el monto mínimo ($M\$\prime$).

Matemáticamente:

$$Mq' = Mq + \lambda$$

Expresada también como:

$$M\$ = Mq' * P_{da} \rightarrow Mq' = \frac{M\$}{P_{da}}$$

Veamos un ejemplo: Suponga una OPV con la siguiente información: (1) Valor fundamental = COP50.000; (2) P_{pa} = COP40.000; (2) comisión de compra de la acción = 1% (COP400); (3) comisión de venta de la acción = 1% (COP500); (4) comisión de

compra del derecho de suscripción = 1% (COP20); (5) $M\$ = COP200.000$; (6) $P_{ds} = COP2.000$; (7) $Mq = 5$; (8) $D = 2$; (9) $C_i = 18\%$.

Con ello, se tendría inicialmente que la rentabilidad esperada de aquellos que pagaron por los derechos es significativamente inferior que la de aquellos que no:

Tabla 6 Escenario sin ajuste de precio y cantidad							
Acciones adjudicadas	¿Comprada con derecho?	Comisión de compra	Comisión derecho	Valor invertido	Precio teórico de venta	Comisión de venta	Rentabilidad esperada
1	Sí		\$20	\$42.420			16,50%
1							
1	No	\$400	\$0	\$40.400	\$50.000	\$500	22,25%
1							
1							

Entonces, el sobrecosto equivale a:

$$S_T = \frac{P_{ds} * D}{M\$} \% = \frac{2.000 * 2}{200.000} \% = 2\%$$

Entre tanto, el precio definitivo de adjudicación:

$$P_{da} = P_{pa} * (1 - S_T) = 40.000 * (1 - 2\%) = 39.200$$

De esa manera, la cantidad óptima será:

$$Mq' = \frac{M\$}{P_{da}} = \frac{200.000}{39.200} = 5,10 \approx 6$$

De esta manera entonces, haciendo los ajustes correspondientes se tendría que la rentabilidad esperada vendría dada por:

Tabla 7 Escenario con ajuste de precio y cantidad							
Acciones adjudicadas	¿Comprada con derecho?	Comisión de compra	Comisión derecho	Valor invertido	Precio teórico de venta	Comisión de venta	Rentabilidad esperada
1	Sí		\$20	\$41.612			18,73%
1							
1	No	\$392	\$0	\$39.592	\$50.000	\$500	24,71%
1							
1							

Así las cosas, se repartiría el costo de los derechos adquiridos y se mejoraría la rentabilidad de los inversionistas que lo compraron, logrando superar el costo de oportunidad y sin que ello afecte el monto a colocar por parte del emisor.

- **La importancia de los *tick* de precio**

Hay un aspecto de carácter técnico que está estrechamente ligado a las condiciones de negociación de las acciones, y que dado el impacto que tiene sobre los niveles de volatilidad, cobra especial importancia desde el momento mismo de la colocación, y es, el valor múltiplo o *tick* de precio.

Si bien el valor nominal al cual se emite una acción en una OPI resulta ser algo más indicativo y subjetivo, que una medida comparativa respecto de otras acciones, dicha cantidad expresada en unidades monetarias resulta clave al momento de evaluar el mercado en el cual se negociará, por lo que la tabla de múltiplos que allí se haya establecido, es entonces, el punto principal al respecto.

Por ejemplo, en Colombia, el *tick* de las acciones que cotizan por debajo de los COP10, es de COP1, así que si una acción cotiza en COP5, su siguiente precio a la baja, es decir, aquel cuyo valor es menor en múltiplos de COP1, será COP4, y esto implicará entonces una variación negativa del 20%. Entre tanto, para una acción que cotice por encima de los COP10.000, su *tick* será de COP20. O sea que, por ejemplo, para especies como la del Banco de Bogotá (BVC: BOGOTA), que ronda los COP60.000, su siguiente precio a la baja será COP59.880, esto es apenas -0.20%.

Es claro que para los inversionistas, resultará mucho más conveniente fijarse en una acción cuyo múltiplo interfiera lo menor posible sobre la volatilidad de la especie, de ahí entonces, que resulte prioritario para el emisor y la FBI, fijar un precio de colocación, específicamente en las OPI, cuyo rango de ubicación asociado al *tick*, sea el más favorable posible. Esto podría evitar costosos ajustes en el futuro, como los ya mencionados *splits*.

En la página N°77 se encuentra la Tabla N°8, donde se presenta un análisis estadístico de sensibilidad elaborado con 8.200 precios diferentes y que eventualmente serían posibles en el mercado colombiano. Tomando como punto de referencia los rangos establecidos para la fijación del *tick* por la BVC, allí se evidencia el impacto que esto

tiene sobre las especies listadas, y por qué dada la estructura local, entre más alto sea el valor de la acción expresado en términos monetarios, menor es el impacto que esto tendrá sobre la negociación, y de esa manera entonces, se contribuirá con el hecho de evitar que factores asociados a la colocación, alejan el valor fundamental del valor de mercado.

- **¿El precio permite ingresar a índices o a fondos de inversión?**

Más allá de los factores de tipo fundamental y técnico que puedan motivar el crecimiento del precio de una acción, los actores que puedan llegar a operar como compradores o vendedores de la misma en el mercado secundario, resultan ser determinantes en la evolución de los títulos. Y claro, los inversionistas de corte institucional son claves en este sentido. Para Intintoli *et al.* (2014), incluso, el momento en que se hace la colocación y el nivel de subvaloración de la especie, pueden llegar a ser determinados incluso por la participación de inversionistas de este corte.

Así las cosas, los fondos de pensiones, de cobertura (Hedge Funds) y de inversión (ETF), han resultado ser hoy en día los actores privados más importantes de los mercados de valores alrededor del mundo. La masificación de los mismos y su crecimiento continuo, les han permitido adquirir un gran poder de negociación, estableciéndose como referencia de las plazas bursátiles; de ahí entonces, que resulte pertinente hacer un análisis de cuáles activos pueden llegar a comprar.

Son diversos los criterios que estos agentes tienen en cuenta al momento de abrir una posición: calificación de riesgo del emisor, volumen de negociación, capitalización bursátil, características de los controlantes, etcétera. Pero dado que la mayoría utiliza índices bursátiles de todo tipo como *benchmark*, en algunos casos, y como instrumentos de replicación, en otros, resulta indispensable para que una especie tenga un desarrollo destacado en los mercados, que esta haga parte de los índices de referencia.

Bajo estas condiciones, las dos variables que más deben interesar al emisor y a la FBI en el momento previo a la oferta, son el precio, entendido como factor de ponderación en algunos índices, y la cantidad, determinante de la capitalización bursátil y la liquidez.

Texto continúa en la página N° 78.

Tabla 8 Análisis de la volatilidad generada por el tick de precio de las acciones listadas en la BVC (elaboración propia)

Mínimo (\$)	Máximo (\$)	Tick (\$)	σ al alza	σ a la baja	μ al alza	μ a la baja	Precios posibles	Percentil	Rango	Volatilidad al alza	Volatilidad a la baja	Δ Promedio al alza	Δ Promedio a la baja
0,00	10,00	0,01	3,99%	2,45%	0,75%	-0,65%	1000	1	0,01-2,50	7,755%	3,512%	2,448%	-1,849%
								2	2,51-5,00	0,056%	0,056%	0,278%	-0,276%
								3	5,01-7,50	0,019%	0,019%	0,162%	-0,162%
								4	7,51-10,00	0,010%	0,056%	0,115%	-0,118%
10,10	50,00	0,10	0,20%	0,19%	0,40%	-0,40%	400	1	10,10-20,00	0,142%	0,137%	0,696%	-0,686%
								2	20,10-30,00	0,048%	0,047%	0,406%	-0,403%
								3	30,10-40,00	0,024%	0,024%	0,288%	-0,286%
								4	40,10-50,00	0,014%	0,078%	0,223%	-0,230%
50,50	100,00	0,50	0,14%	0,14%	0,70%	-0,69%	100	1	50,50-62,50	0,059%	0,057%	0,897%	-0,881%
								2	63,00-75,00	0,039%	0,038%	0,732%	-0,721%
								3	75,50-87,50	0,028%	0,027%	0,619%	-0,611%
								4	88,00-100,00	0,021%	0,094%	0,536%	-0,550%
101,00	1000,00	1,00	0,19%	0,18%	0,26%	-0,25%	900	1	101,00-325,00	0,184%	0,180%	0,525%	-0,519%
								2	326,00-550,00	0,036%	0,035%	0,234%	-0,233%
								3	551,00-775,00	0,015%	0,015%	0,153%	-0,152%
								4	776,00-1000,00	0,008%	0,027%	0,113%	-0,115%
1005,00	5000,00	5,00	0,10%	0,10%	0,20%	-0,20%	800	1	1005,00-2000,00	0,070%	0,069%	0,347%	-0,345%
								2	2005,00-3000,00	0,024%	0,024%	0,203%	-0,202%
								3	3005,00-4000,00	0,012%	0,012%	0,144%	-0,144%
								4	4005,00-5000,00	0,007%	0,009%	0,112%	-0,112%
5010,00	10000,00	10,00	0,03%	0,03%	0,14%	-0,14%	500	1	5010,00-6250,00	0,012%	0,011%	0,179%	-0,178%
								2	6260,00-7500,00	0,008%	0,008%	0,146%	-0,146%
								3	7510,00-8750,00	0,006%	0,005%	0,123%	-0,123%
								4	8760,00-10000,00	0,004%	0,009%	0,107%	-0,107%
1020,00	100000,00	20,00	0,04%	0,04%	0,05%	-0,05%	4500	1	10020,00-32500,00	0,037%	0,036%	0,105%	-0,105%
								2	32520,00-55000,00	0,007%	0,007%	0,047%	-0,047%
								3	55020,00-77500,00	0,003%	0,003%	0,030%	-0,030%
								4	77520,00-100000,00	0,002%	0,002%	0,023%	-0,023%

De la cantidad nos ocuparemos al desarrollar el Componente 3 del modelo, y en el precio, nos concentraremos ahora. Y es que si bien, dadas las estructuras de la mayoría de los índices bursátiles del mundo, la cantidad podría resultar ser más relevante que el precio, algunos índices que son importantes referencias, tales como el Dow Jones en EUA, el Nikkei en Japón y el IGBC en Colombia, ponderan aún por precio, y este es por tanto, uno de los criterios de ingreso a los mismos.

Entonces, los estructuradores de la colocación se enfrentan a dos problemas importantes: el primero, establecer un precio de tal forma que la especie sea susceptible de ingresar al índice de referencia, y el segundo, que ese precio, además, logre maximizar la ponderación de la misma dentro de la canasta de selección. Por supuesto, esto no es tarea sencilla, ni mucho menos, debe ser la prioridad al momento de establecer el precio de adjudicación, pero sí resulta relevante que por lo menos sea contemplado.

Ya en la sección introductoria se repasaron casos de grandes empresas, cuyas especies no podían ingresar a índices como consecuencia de sus altos precios, y tuvieron que acudir entre otras medidas, a la realización de *splits*.

Así las cosas, en este sentido la recomendación principal se centra en evaluar los principales índices de referencia del mercado en el cual se va a operar, y si alguno de estos contempla el precio como criterio de selección o ponderación, incluir dentro del análisis este elemento. Como atractivo a inversionistas en el mercado primario, y para los potenciales compradores en el mercado secundario, es claro que este aspecto de una u otra manera, terminará por ser relevante.

Pero la modificación o no del precio con base a esto, está sujeto a la flexibilidad y el margen de maniobra que tenga el emisor para modificar el mismo, y siempre atendiendo, claro, que dependiendo del objetivo de la emisión y de la expectativa que la misma genere, un análisis de este tipo puede llegar a asumir o no un rol prioritario.

- **Impacto del precio en el cálculo de múltiplos de valoración**

En la industria financiera existen diversos múltiplos de común aceptación, que son utilizados para hacer valoración relativa de empresas. Todos ellos tienen la particularidad de depender de una variable fundamental: el precio de la acción.

Hablamos de la Relación Precio Ganancia (en adelante: RPG), el Precio Valor en Libros (en adelante: PVL) y la Utilidad Por Acción (en adelante: UPA).

En todos los casos, el precio asume un rol relevante al ser la variable de mercado que termina por establecer si la especie se encuentra sobrevalorada o subvalorada respecto de sus pares del mercado. De ahí entonces, que la fijación del precio de adjudicación tenga que estar también en conexión con la valoración que la FBI ha hecho previamente al emisor.

Al respecto, existe evidencia empírica de lo relevante que resulta dicho proceso. Por ejemplo, Eckbo & Norli (2005) concluyeron tras un estudio realizado en el mercado NASDAQ, que el retorno de las acciones listadas en ese mercado depende directamente de la valoración respecto a su valor en libros.

Varias son las metodologías que se pueden utilizar para valorar a una empresa. El método de Gordon, el de flujo de caja libre operacional descontado, o la metodología de valor contable, son algunas de las alternativas para ello. Pero independiente del que se elija, resulta indispensable desde el marco de los elementos GAF, que tanto el emisor como la FBI, procuren ajustar el precio de adjudicación y su correspondiente nivel de subvaloración, con aquel que obtienen tras una valoración completa y objetiva, coordinando por supuesto, con los múltiplos ya mencionados.

En el momento en que se hace la emisión, la valoración relativa de la empresa se hará basada en el precio de adjudicación, y en adelante, este será la referencia para la negociación en el mercado secundario, y por tanto, para la valoración que con los múltiplos se pueda hacer día a día. De ahí que resulte fundamental para que el precio de mercado no se distancie del valor fundamental, fijar un precio que permita que la valoración por múltiplos se haga de forma correcta.

Bajo ese orden de ideas, y tal como se profundizará en el Componente 3 al hacer el análisis contable, el múltiplo que se toma como punto de partida es el PVL, el cual se calcula como:

$$PVL = \frac{\text{Precio de mercado}}{\text{Precio en libros}}$$

Así las cosas, una decisión fundamental que deben tomar la FBI y el emisor, es definir cuál será el valor de la empresa en el mercado, respecto del capital social de la misma. Es decir, cuántas veces se sobre/subvalorará el patrimonio, respecto del valor invertido por lo socios fundadores.

Y en este sentido, el primer análisis a realizar dependerá del objetivo de la emisión: si se trata de una venta o de una capitalización. Es claro que una empresa cuyo patrimonio crecerá, es decir, si trata de una capitalización, en términos de valoración, debe ser más valiosa que si se tratase de una venta, donde el volumen patrimonial se mantendrá constante.

En segundo lugar, una aproximación al respecto podría buscar que la diferencia entre el precio en libros y el precio de adjudicación, sea proporcional al crecimiento en el valor de la empresa desde el momento de su fundación. De tal forma que el ajuste del múltiplo vendría dado por:

$$PVL = \frac{\text{Precio de adjudicación}}{\text{Precio en libros}}$$

$$PVL = \frac{\text{Precio en libros} * \frac{\text{Valor actual de la empresa}}{\text{Valor inicial de la empresa}} * (1 - \% \text{ de subvaloración})}{\text{Precio en libros}}$$

$$PVL = \frac{\text{Valor actual de la empresa}}{\text{Valor inicial de la empresa}} * (1 - \% \text{ de subvaloración})$$

En cuanto a la UPA, ya se incluye una variable de las cuentas de resultados dentro del análisis: la utilidad neta.

$$UPA = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Número de acciones}}$$

La utilidad neta es un valor que no tiene discusión pues vendrá dada por la operación de la empresa resumida en el estado de pérdidas y ganancias; pero el número de acciones sí se deberá ajustar, en particular, en aquellos casos donde

instrumento híbridos y productos derivados, tales como lo warrants, los bonos convertibles en acciones y la opciones, pueden llegar a modificar la cantidad de acciones.

De esta manera, se llega a un concepto más completo y ajustado que la UPA, y es la UPA Diluida. En este, y siguiendo lo establecido por las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante: NIIF), la cantidad de acciones se calcula como el promedio ponderado por tiempo del total de acciones en circulación, si eventualmente se ejecutasen todo los híbridos y derivados asociados, y si además, hubiesen eventuales incrementos de capital, lo cual resulta fundamental cuando se trata de una capitalización (Vázquez & Díaz, 2013). En adelante, se usará el acrónimo PPAP, para hacer referencia a dicho concepto (Promedio Ponderado de Acciones Posibles). Así las cosas, la UPA Diluida viene dada por:

$$UPA \text{ Diluida} = \frac{\textit{Utilidad neta}}{\textit{PPAP}}$$

Hacer las valoraciones con la UPA Diluida resultará mucho más ajustado a la realidad y permitirá evaluar la verdadera situación de la empresa y las utilidades generadas conforme a las acciones totales de la misma. Así que es recomendable excluir la UPA ordinaria del análisis de valoración relativa, y aún más, en la época actual, donde es claro, que los instrumentos híbridos, las opciones y los aumentos de capital, son cada vez más significativos, importantes y frecuentes.¹⁵

Por el lado del RPG, resulta conveniente incorporar entonces la dilución de la cantidad de acciones en circulación en lugar de la UPA ordinaria. Dado ello, este múltiplo se calcularía como:

$$RPG = \frac{\textit{Precio de la acción}}{\textit{UPA Diluida}}$$

Ajustándolo al nivel de subvaloración y agregando el análisis ya hecho para el cálculo del PVL, vendría dado por:

¹⁵ En el Componente 3, se profundizará sobre la metodología de cálculo de la PPAP bajo distintos tipos de eventos corporativos.

$$RPG = \frac{\text{Precio en libros} * \frac{\text{Valor actual de la empresa}}{\text{Valor inicial de la empresa}} * (1 - \% \text{ de subvaloración})}{UPA \text{ Diluida}}$$

- **ADR y GDR: equivalencia del tipo de cambio frente a la especie local**

La colocación de un ADR o un GDR implica una emisión paralela en un mercado *off shore* donde seguramente la moneda es diferente a la local, y por tanto, el tipo de cambio entre los dos países resulta fundamental al momento de fijar el precio de venta de los recibos de depósito.

Es indispensable, no sólo para el éxito de la colocación de los recibos, sino también, para salvaguardar los intereses de los inversionistas tenedores de la especie local, que dicha oferta se realice siguiendo todos los parámetros establecidos por el Modelo GAF y que son aplicables con especies locales. Pero es claro, que el tema del tipo de cambio obliga a hacer un ajuste especial al precio.

En el último bimestre del año 2013, Avianca Holding S.A. realizó la venta de cien millones de acciones preferenciales (la misma especie local), en la NYSE bajo la modalidad de ADR. El tamaño del paquete fue de 8 acciones y el precio de adjudicación de USD15. Esto fue un miércoles, día en el que la TRM amaneció a COP1901.22 (precio de referencia fijado el martes), por lo que lo normal era que la especie local estuviese cotizando en niveles de COP3565 $\left(\frac{1901.22*15}{8}\right)$, pero esto evidentemente no fue así.

El martes la acción preferencial de Avianca Holding S.A. cerró en la BVC a un precio de COP3945, por lo que al siguiente día, al conocerse el precio del ADR, la evolución de su precio de negociación en la plaza neoyorquina y el desequilibrio al realizar la equivalencia con el tipo de cambio vigente, la especie en el mercado colombiano se ajustó y tuvo una desvalorización de 12.80% (-COP505), cerrando en COP3440.

Es decir, la no alineación del precio en el mercado secundario local con el mercado primario extranjero, generó un detrimento en el portafolio de los inversionistas de la BVC de más del 12%. De ahí que resulte importante hacer

previo a la oferta *off shore*, un análisis de la especie local y cruzar ello con la equivalencia del tipo de cambio.

Para esto último, lo más conveniente podría ser proyectar el valor de la divisa ajustando la tasa de cambio vigente a los puntos *Non Delivey Forward* (en adelante: NDF) correspondientes a la fracción de la curva a plazo de la divisa involucrada. Si se trata de un mercado con el cual no hay un tipo de cambio directo, el proceso deberá hacerse entonces con la tasa cruzada, contemplando las dos curvas correspondientes (la que conecta a la moneda local con la de referencia, y la que conecta a la de referencia con la de la plaza de la colocación). Todo esto, ya que si bien es claro que la colocación requiere de un nivel de subvaloración importante respecto del valor fundamental, y tal vez, del precio de las acciones ya listadas, ello podría hacerse de forma progresiva y restándole volatilidad al activo mediante la transmisión de información al mercado con plazos prudentes.

Además, una situación de estas debería ser la ideal para procurar reducir la distancia entre el valor fundamental y el precio de mercado de la especie; ya que si se fija un precio de adjudicación tomando como referencia el valor fundamental, el mercado local podría tender a ajustarse según el nivel de subvaloración. De ahí entonces, que ahora se proponga que el precio base para los cálculos sea el del valor fundamental.

Así las cosas, y tomando en cuenta los aspectos ya tratados en el Componente 1, se propone que el precio de adjudicación del paquete, en los casos que haya cambio directo (moneda fuerte vs moneda cotizada; en adelante CD), se calcule de la siguiente manera:

$$\text{Precio del paquete}_D = \frac{\# \text{ acciones} * \text{Precio justo} * (1 - \% \text{ de subvaloración})}{CD + \text{Puntos NDF}}$$

Entre tanto, si se tratase de una emisión en un mercado con el que el tipo de cambio depende de una tasa cruzada, es decir, del producto entre un cambio indirecto marcado por, primero, la moneda de referencia vs moneda local (en

adelante CI_1), y segundo, la moneda extranjera vs la moneda de referencia (en adelante CI_2), el precio vendría dado por:

$$\text{Precio del paquete}_1 = \frac{\# \text{ acciones} * \text{Precio justo} * (1 - \% \text{ de subvaloración})}{(CI_1 + \text{Puntos NDF del } CI_1) * (CI_2 + \text{Puntos NDF del } CI_2)}$$

- **Análisis en el contexto de los elementos GAF**

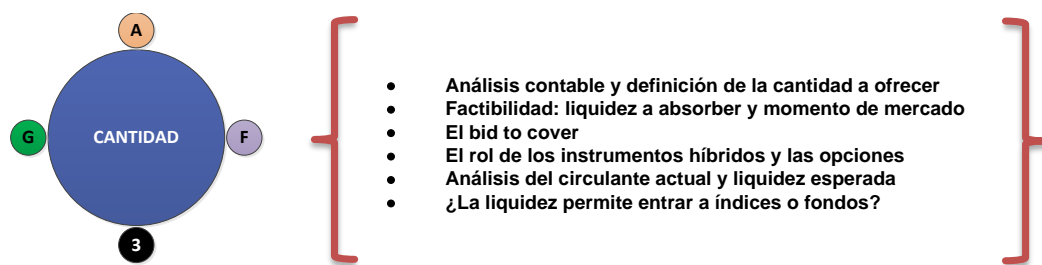
En la Tabla N°9, se presenta el análisis de cada uno de los niveles del componente 2, en el marco de los elementos transversales del Modelo GAF.

Tabla 9 Análisis del componente 2 en el contexto de los elementos GAF			
NIVELES / ELEMENTOS GAF	GOBIERNO CORPORATIVO	ARTICULACIÓN DE COMPONENTES	FLEXIBILIDAD METODOLÓGICA
Mecanismo de fijación de precios	Debe ser transparente, regido por la demanda total y solamente podrá haber discriminación por: mejor precio, forma de pago, orden de llegada.	Conexión con: tipo de colocación, tipo de acciones a colocar, factibilidad y todo el componente 4.	Aplicable para OPV y OPI con la suficiente demanda para cubrir todo el valor ofrecido.
Nivel de subvaloración	Debe equilibrar el potencial de rentabilidad que se dará a nuevos inversionistas, con el castigo que pagarán los actuales.	Conexión con: tipo de colocación, tipo de acciones a colocar, factibilidad y todo el componente 4.	Aplicable para OPV y OPI con la suficiente demanda para cubrir todo el valor ofrecido.
Rol de los derechos de preferencia	El esquema debe garantizar el cumplimiento de los beneficios por contar con este derecho, así como su transparencia ante aquellos que no los tienen.	Conexión con: tipos de acciones a colocar, expectativas que se lanzan al mercado, bid to cover y todo el componente 4.	Aplicable para OPV y OPI, ya sea de venta o capitalización. Si es off shore, se debe contemplar la regulación respecto al castigo en precio.
Tick de volatilidad	Se procurará establecer un precio cuyo tick reduzca la volatilidad y proteja a los inversionistas.	Conexión con: tipo de colocación, tipo de acciones a colocar, factibilidad y todo el componente 4.	Aplicable en todos los casos, la única variante consistirá en evaluar la regulación de la plaza respecto a los tick de precio.
¿Precio permite ingresar a fondos e índices?	Se debe procurar que así sea, de lo contrario, se debe aclarar en el prospecto de la colocación ello para que los inversionistas conozcan de este riesgo y el impacto que este impedimento tiene sobre la rentabilidad.	Conexión con: público y momento a emitir, factibilidad, liquidez actual y todo el componente 4.	Aplicable para OPV y OPI, para vender y capitalizar, local y off shore. Debe contemplar por aparte la posibilidad que existe de entrada de extranjeros al mercado local.
Impacto en los múltiplos de valoración	Debe hacerse de forma prudente respecto de las referencias que usan para el cálculo de los múltiplos, de lo contrario podría generarse desconfianza y confusión.	Conexión con: tipo de acciones a colocar, el análisis contable y todo el componente 4.	Depende de la forma de cálculo de los múltiplos y de aquellos que sean más utilizados según las preferencias de los analistas.
ADR y GDR	Debe haber uniformidad con los precios de especies listadas en otros mercados para así evitar posibilidad de arbitraje y pérdidas potenciales.	Conexión con: tipo de acciones a colocar, el análisis contable, factibilidad y todo el componente 4.	La uniformidad solo será posible si la regulación del mercado en el cual está listado el recibo de depósito, lo permite.

3.3. Cantidad

Son el conjunto de decisiones asociadas a la determinación del tamaño de la colocación. Partiendo de la necesidad de financiamiento, o de la expectativa de venta que tengan los accionistas (según sea el caso: capitalización o venta), se conjugan una serie de aspectos fundamentales que podrían obligar a ajustar dicha cantidad, como la sobredemanda que eventualmente tenga la emisión, la existencia o no de instrumentos que puedan modificar la cantidad circulante, y la condición de liquidez con la que quedará la acción en el mercado secundario, para de esa manera, procurar establecer la cantidad más conveniente a colocar.

Es claro que el objetivo principal en este caso, enmarcado bajo los elementos del Modelo GAF, es fijar la cantidad óptima a emitir, teniendo como restricciones las expectativas del emisor, además de las condiciones necesarias para que, una vez en el mercado secundario, la negociación de la especie sea exitosa.

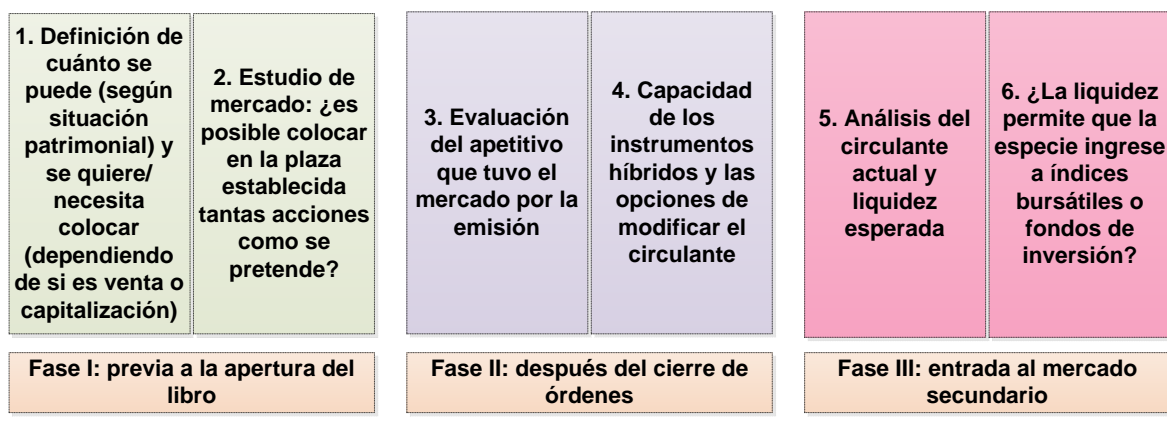


GRÁFICA 19. Niveles del Componente 3: Cantidad

Si bien este componente contempla seis niveles en total, estos podrían ser clasificados en tres grupos principales, ya que en ello se basa la propuesta de gestión de esta parte de la oferta. Primero, se trata de la etapa preparatoria de la OPV que se enfoca en la determinación de la cantidad a emitir, esto implica responder dos preguntas clave: ¿Cuánto puedo, necesito y quiero emitir? Y ¿El mercado tiene la capacidad de comprar todo lo que pretendo?

En este sentido, los dos niveles capaces dar solución a ello, implican realizar un análisis contable de la situación del emisor y definir entonces, según las necesidades de financiación o la expectativa de venta, la cantidad que se pretende colocar; y luego, ya con dichas conclusiones, establecer qué tan viable es recoger dicha cantidad en el mercado objetivo.

Segundo, está la etapa de evaluación al cierre del libro de órdenes. Allí, con la valoración de dos niveles puntuales: el *bid to cover* y la entrada en juego de instrumentos híbridos y opciones financieras, se podrá establecer la cantidad óptima a ingresar al mercado, para que ya, en la fase tres (situación del mercado secundario), a través de un análisis de cómo queda la liquidez para la negociación post emisión y la posibilidad de ingresar a índices bursátiles y ETF.



GRÁFICA 20. Proceso para la determinación de la cantidad a colocar

- **Análisis contable y definición de la cantidad a ofrecer**

El punto de partida para definir la cantidad a colocar, es hacer un análisis del estado contable de la empresa. En este sentido, tal y como se definió en el marco teórico, las cuentas clave son las del patrimonio, particularmente el capital pagado, suscrito y autorizado.

El emisor deberá tener en cuenta, si se trata de una venta y es la primera vez que sale al mercado, que lo máximo que podrá enajenar en cantidad de acciones, es el equivalente al capital que ya ha sido suscrito y pagado. Claro, en términos monetarios, muy seguramente el valor que se reciba será diferente. Y por ello, no se modificará el capital pagado, sino que la prima adicional se contabilizará en el patrimonio como capital adicional al pagado.

Así las cosas, si se trata de una OPI cuyo objetivo es la venta, la cantidad máxima que el emisor podrá vender equivale a las acciones que ya han sido suscritas y pagadas por los accionistas actuales. Pero si la venta correspondiera a una OPV, es decir, si ya en el pasado han sido colocadas parte de las acciones en el

mercado de valores, lo máximo que se podrá vender, son las acciones del capital pagado, restando claro, aquellas que ya se encuentran listadas.

Ahora bien, si se trata de una capitalización, entra a jugar un rol preponderante el capital autorizado, pues la empresa podrá recibir recursos nuevos, equivalentes a, como máximo, la diferencia entre el capital autorizado y el suscrito. Esto aplicará tanto para OPI como OPV. Es claro que si el emisor desea poder colocar una cantidad de acciones superior, deberá realizar una reforma estatutaria y solicitar a los organismos de control correspondientes, una ampliación del capital suscrito.

Con esta primera restricción, entonces, el emisor ya sabrá cuántas acciones podrá colocar como máximo en el mercado. Y es aquí donde la definición del tamaño de la colocación, se conecta con el rango de precios indicativo al cual se podrá hacer la adjudicación. Atendiendo claro, que el límite inferior de dicho rango, deberá ser el nivel mínimo al que, si trata de una venta, quedarán satisfechos los propietarios de la empresa, o si es una capitalización, se cubre la necesidad de financiación del emisor. A esto último, lo llamaremos Monto Mínimo a Recaudar (en adelante: MMN).

Dado esto, independientemente de si se trata de una OPI o una OPV, se sugiere que el Precio Límite Inferior (en adelante: PLI) al cual se haga la emisión, sea:

$$PLI = \frac{MMN}{\# \text{ acciones máximo a colocar}}$$

Entre tanto, el Precio Límite Superior (en adelante PLS), vendrá dado por el Monto Máximo a Recaudar (en adelante: MMX), el cual, tal y como se verá más adelante, estará definido, por ejemplo, por el potencial máximo que se establezca en el estudio de mercado. Además, este se conjugará con la cantidad de acciones que deberán ser colocadas como mínimo, la cual vendrá determinada por las restricciones regulatorias aplicables, el éxito que tenga la subasta y el nivel de subvaloración mínimo deseado para que la especie mantenga potencial de valorización en el mercado secundario.

Es claro que entre mayor sea el precio de adjudicación, menor tendrá que ser la cantidad a adjudicar, y el remanente, podrá ser colocando en ofertas futuras

(fraccionamiento por tramos) o fijarse como una cantidad adicional a colocar en caso de una alta sobredemanda.

Entonces, el PLS será:

$$PLS = \frac{MMX}{\# \text{ acciones mínimo a colocar}}$$

Sujeto a:

$$PLS \leq \text{Valor fundamental} * (1 - \% \text{ subvaloración mínimo})$$

$$\# \text{ acciones mínimo a colocar} = \text{mínimo exigido por el regulador}$$

Y si bien esto parece ser un tema que debió tratarse en el Componente 2, resulta muchas más conveniente analizarlo ahora, pues es precisamente de la definición del rango indicativo de precios, que puede fijarse el tamaño de la emisión (y viceversa). Además, dicho rango es susceptible de ser ajustado en caso que llegue a afectar a los accionistas actuales, de ahí que deba incorporar otras variables como el precio de cotización en el mercado secundario, precio de la acción al pagar el capital suscrito, etcétera.

Entonces, despejando las dos últimas ecuaciones, tenemos que el rango en el cual podrá oscilar el monto a colocar, será:

$$MMN = PLI * \# \text{ acciones máximo a colocar}$$

$$MMX = PLS * \# \text{ acciones mínimo a colocar}$$

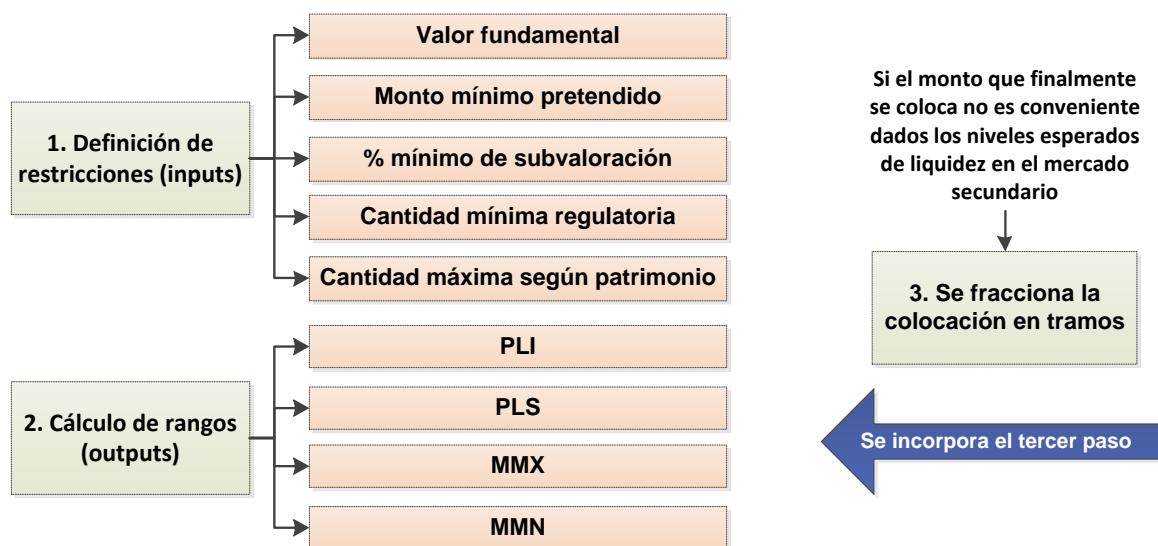
Es claro que las fórmulas de cálculo del MMX y el PLS pueden caer en referencia circular, por lo que resulta necesario realizar un proceso iterativo de optimización, sujeto a las restricciones definidas para ambos, procurando maximizar el MMX. Y dado que el PLS nunca podrá superar el valor fundamental castigado al nivel mínimo subvaloración, lo ideal es que ese sea el PLS. Así las cosas, depurando tenemos que:

$$PLS = \text{Valor fundamental} * (1 - \% \text{ subvaloración mínimo})$$

En resumen, el tamaño mínimo de la emisión no es algo que revista mayor discusión pues el emisor ya tiene establecido cuanto es lo mínimo que espera

recibir, pero el nivel máximo, así como los precios a los cuales se podrá colocar, además del remanente que se mantendrá en caso de sobredemanda, son las variables que complementarán este análisis.

Así mismo, debe quedar abierta la posibilidad de fraccionar la oferta en dos o más tramos, esto en caso que el tamaño de la colocación deba ajustarse como consecuencia de un eventual impacto negativo sobre lo accionistas actuales (especialmente en OPV). Al evaluar los niveles siguientes del Componente 3, se ampliará al respecto.



GRÁFICA 21. Definición de lo rangos de precios indicativos y cantidad a ofrecer

Un ejemplo puede facilitar el análisis: suponga que la empresa ABC desea capitalizarse y se cuenta con los siguientes inputs:

Valor fundamental	\$200
MNR	\$5.000.000
% mínimo de subvaloración	20%
Cantidad mínima regulatoria	40.000
Cantidad máxima según patrimonio	50.000

Lo primero que se calcula es el PLS:

$$PLS = Valor\ fundamental * (1 - \% \text{ subvaloración mínimo})$$

$$PLS = \$200 * (1 - 20\%) = \$160$$

Segundo, el PLI:

$$PLI = \frac{MMN}{\# \text{ acciones máximo a colocar}}$$

$$PLI = \frac{\$5.000.000}{50.000} = 100$$

Tercero, el MMX:

$$MMX = PLS * \# \text{ acciones mínimo a colocar}$$

$$MMX = \$160 * 40.000 = \$6.400.000$$

Así las cosas, el rango indicativo de precios estará entre \$100 y \$260; mientras el monto máximo a colocar equivale a \$6.400.000 (es decir, existiría un remanente de \$1.400.000). Este último, sujeto de ser modificado en caso que el eventual ingreso de todas las acciones disponibles al mercado secundario, afecte de manera negativa la negociación en bolsa de la especie. Según el análisis que se haga, y en el cual profundizaremos más adelante, podrá dividirse entonces en dos o más tramos la colocación.

- **Factibilidad: liquidez a absorber y momento de mercado**

Una vez la empresa ya ha definido cuánto dinero necesita o desea, y ha establecido también las condiciones generales de la colocación, deberá concentrarse, junto con la FBI, en realizar un estudio de mercado que le permita establecer qué tan factible es que la OPV tenga éxito. Es decir, a partir de un análisis de la liquidez que el emisor buscará absorber, así como del momento específico del mercado, podrá determinar la viabilidad del proceso.

Es claro que de las conclusiones que deje este nivel, el emisor y la FBI podrían reconsiderar no sólo el momento a emitir, sino también la forma (atributos tratados en el Componente 1), el precio, y ante todo, el tamaño de la emisión; y es en esto último, donde precisamente, cobra especial relevancia el nivel anterior, pues la flexibilidad de la cantidad a colocar, es la característica fundamental que permitirá realizar cambios como estos, sin que haya un impacto significativamente negativo. Según Sánchez, “el tamaño de la oferta se basa en un estudio del mercado potencial, el cual puede llevar a replantear las necesidades de capital de la firma que motivaron la emisión de títulos” (Los costos y beneficios de emitir acciones por

primera vez al público según la teoría de la firma el caso de ISA: acciones para todos, 2000, pág. 3), así que este, más que un paso intermedio del proceso, se constituye en un momento de evaluación, que según su resultado, podría obligar a repensar todo, de ahí su altísima relevancia.

Pero ¿Qué se debe contemplar para dicho estudio? Parte de la respuesta está en uno de los niveles tratados en el Componente 1: definición del momento a emitir. Y es que la primera etapa del estudio de mercado, consiste en establecer, según la plaza que se ha elegido para la colocación, el mejor momento para hacer la oferta; esto es, el momento en el cual las probabilidades de éxito son mayores.

Una vez se ha logrado ello, el análisis obliga a empezar a mirar hacia atrás. Y para efectos del estudio de mercado, hay un aspecto que resulta clave, y en el cual se deben concentrar los esfuerzos: las variables exógenas. ¿Por qué? Es claro que una vez se haya logrado establecer que la situación de la empresa es lo suficientemente llamativa como para que el mercado se fije en la emisión (variables endógenas), lo que debe convertirse en la principal preocupación del emisor y de la FBI, es evaluar si el contexto bursátil y económico permiten direccionar la suficiente liquidez hacia la emisión.

Así las cosas, se propone que la segunda etapa del estudio de mercado implique, primero, una evaluación del entorno económico orientada principalmente a la posibilidad de que parte de la liquidez a absorber corresponda a inversionistas internacionales; y segundo, a una diagnóstico del contexto bursátil que permita establecer si una emisión con las características deseadas, es viable o no.

- **Evaluación de la coyuntura económica**

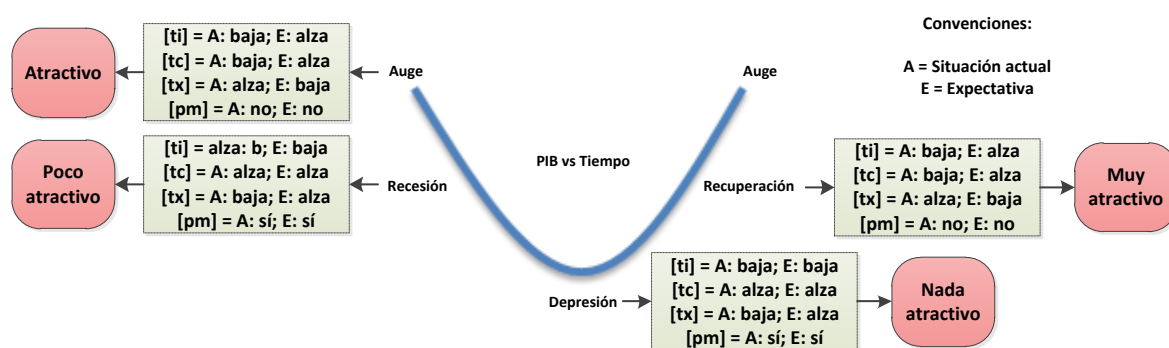
La globalización de los mercados de valores, he generado que los inversionistas con disposición a ubicar su capital en escenarios *off shore*, asuman un rol muy relevante en las plazas bursátiles, especialmente, en aquellas que carecen de liquidez local. Así que, bajo este orden de ideas, la evaluación macroeconómica del estudio de mercado, está enfocada en establecer si los capitales extranjeros están en condición de comprar parte de la emisión, desde el punto de vista

económico. Para ello, las dos variables clave que se propone evaluar son, el ciclo económico y la situación internacional.

Ciclo económico: la entrada o salida de capital especulativo de un país, depende en gran medida de la expectativa que tengan los inversionistas extranjeros respecto del ciclo económico, ya que de este se desprenden decisiones de política macroeconómica que los afectan de manera muy importante. Siguiendo el modelo de ciclo económico de Burns & Mitchell (1946), una economía podrá encontrarse en uno de cinco momentos: auge, recesión, depresión, recuperación o auge.

Y es claro que, según corresponda, las expectativas (no lo condición actual) de la política monetaria (vía tasa de interés $[ti]$), de la política cambiaria (vía tasa de cambio $[tc]$), así como de la política fiscal (vía impuestos a inversiones de portafolio $[tx]$) y la existencia o no de control de capitales (vía exigencias de permanencia mínima $[pm]$), son variables que afectan el apetito de estos capitales por inversiones en la plaza bursátil del país de análisis.

En el gráfico N°22, se muestra una aproximación macro de cómo funcionaría ello (tomando como idea que las políticas son contra cíclicas), y la viabilidad o no de hacer la OPV según la condiciones del ciclo económico. Es claro que según el modelo de gestión económica y la situación particular por la que esté atravesando el país, ello podría sufrir variaciones, pero de igual forma, es la idea general comúnmente aceptada por la ciencia económica.



GRÁFICA 22. Nivel de atractivo de una economía para los inversionistas internacionales según la etapa del ciclo económico de Burns y Mitchell (1946). Elaboración propia.

Bajo dicho contexto, resultará entonces muy atractivo hacer la emisión mientras el ciclo económico se encuentre en recuperación o auge; donde la tasa de cambio favorezca a los inversionistas extranjeros, y no haya riesgo de control de capitales y de imposición de impuestos a inversiones de portafolio. Y bajo la idea de establecer la cantidad a colocar, resultará más conveniente que la emisión sea grande en estos casos; mientras que si el ciclo se encuentra en recesión o depresión, la oferta deberá ser pequeña, y se debería optar por fraccionar en tramos.

Situación internacional: ahora, tan importante como la situación del país para establecer la viabilidad o no de la entrada de capital hacia inversiones de bolsa, resulta la coyuntura económica mundial. En un mundo donde existe la libertad de capitales, la forma en que estos migren de una región a otra, y los incentivos para ello, resultan cruciales. Y en este sentido, existen dos conceptos fundamentales a evaluar: el *fly to quality* y el *carry trade*.

Respecto al primero, se entiende por *fly to quality* el fenómeno en el cual los capitales especulativos presentes en un mercado con un alto riesgo país, migran de forma colectiva hacia mercados de países con bajo riesgo país. Esto puede ocurrir como consecuencia de una mejora en las variables macro del país poco riesgoso, o por un empeoramiento de esas mismas variables en las economías más riesgosas.

La clave para poder aprovechar este concepto, está en definir si el país en el cual está la plaza elegida para realizar la OPV, se considera de alto o bajo riesgo. Si es de bajo (por ejemplo, las economías emergentes y los países del tercer mundo), entonces se espera que el tamaño de la emisión sea grande en momentos de *fly to quality*, es decir, cuando esté retornando un volumen fuerte de capital especulativo a ese mercado. Bajos esas mismas circunstancias de aversión al riesgo, en los mercados especulativos se debe optar por emisiones pequeñas, enfocadas en la demanda interna, y que preferiblemente, se fraccionen por tramos.

Mientras que si se trata de un momento de preferencia por riesgo, los mercados poco desarrollados podrán optar por emisiones grandes y de un sólo tramo;

mientras que en las economías de bajo riesgo, la ausencia de capital podría provocar el aplazamiento de las colocaciones o hacerlas pequeñas y por tramos.

De esa manera entonces, está claro que entre menos profundo sea el mercado en el cual se hará la OPV, más se depende de los inversionistas extranjeros, por lo que la aversión al riesgo juega un rol fundamental en el tamaño de la colocación.

Respecto al segundo, se entiende por *carry trade* el fenómeno en el cual los capitales aprovechan las diferencias en las tasas de interés, entre un mercado con moneda de referencia y un mercado con moneda alterna o cotizada¹⁶, para endeudarse en aquel con bajo costo de crédito, e invertir ese dinero en aquel con tipo más altos. Sin duda alguna, este fenómeno es uno de los que más influye en la movilidad de capitales en búsqueda de inversiones de portafolio.

Así que bajo ese orden de ideas, un mercado verá entrada de capital con apetito por riesgo en caso que la tasa de interés de referencia de su economía, sea mayor a la de su par. Entonces, en ese momento la liquidez será mayor por lo que el emisor y la FBI podrán optar por hacer una colocación de gran tamaño; si se da el caso contrario, es decir, que la liquidez disponible corresponde en su mayoría a inversionistas locales, la oferta deberá ser pequeña y fraccionada por tramos.

- **Diagnóstico del contexto bursátil**

Momento de mercado: el mercado accionario, medido por el rendimiento de sus principales índices bursátiles y de volatilidad, también puede darle señales al emisor y a la FBI respecto de las posibilidades de éxito de una emisión de gran tamaño. Un mercado bajista, con desvalorizaciones importantes en sus principales referencias y con elevados niveles de volatilidad, son una señal clara que no hay apetito por riesgo y de la preferencia de los inversionistas por activos de renta fija; así que, bajo dichas circunstancias, una OPV tendrá menor probabilidad de éxito, por lo que el emisor y la FBI deberán optar por aplazar la colocación, o hacerla de un tamaño pequeño y fraccionada por tramos.

¹⁶ Podría hacerse la semejanza, respecto de la explicación anterior de *fly to quality*, con países de bajo riesgo (monedas fuertes) y países de alto riesgo (monedas débiles o dependientes).

Entre tanto, un mercado alcista y con baja volatilidad, evidencia ánimo comprador, por lo que resultaría más conveniente un escenario de este tipo para emisiones de gran tamaño. El hecho que el mercado esté sobrecomprado, puede hacer muy atractiva una nueva emisión, ya que en algún momento los inversionistas tendrán que tomar su utilidad y direccionar esos recursos a nuevos activos. Si se tratase de un momento de mercado lateral, la recomendación será evaluar, primero, la tendencia previa a ese estado de indecisión (según si es alcista o bajista, podría dársele el tratamiento anterior), y segundo, darle una relevancia especial al análisis de saturación que a continuación se hará.

Saturación: probablemente uno de los aspectos más importantes del estudio de mercado, es el nivel de saturación de la escena bursátil. Es claro que entre más saturado se encuentre un mercado, más difícil será tener éxito con una OPV de gran tamaño, de ahí que resulte vital hacer una aproximación acertada de ello. Al respecto, se propone la implementación de un Indicador de Saturación de Mercado (en adelante: ISM), que a partir del análisis de la capacidad de liquidez interna, la entrada y salida de capital de portafolio, así como los niveles históricos de concentración, permitirá al emisor y la FBI determinar qué tan conveniente es optar por una gran colocación.

La base del indicador, es entender que la liquidez disponible total para inversiones en bolsa (en adelante: *LDT*), está dada por la suma de la liquidez local disponible (en adelante: *LLD*) y la liquidez proveniente del extranjero disponible (en adelante: *LED*) en un determinado momento del tiempo. Entonces:

$$LDT = LLD + LED$$

Entendiendo que históricamente los mercados de valores de un país siguen patrones de concentración de inversión entre activos, para efectos del cálculo del ISM, se entenderá que la *LLD* para inversiones en mercados de capitales se repartirá en cuatro clases de activos, y que la ponderación que cada uno tenga dentro del total, dependerá de la aversión al riesgo en el momento de análisis;

son: deuda pública local (DUL_L), deuda privada local (DVL_L), acciones (A_L) e inversiones extranjeras (IE_L). Así que:

$$LLD = DUL_L + DVL_L + A_L + IE_L$$

De manera equivalente, la LED se distribuirá entre tres clases de activos: deuda pública local (DUL_E), deuda privada local (DVL_E) y acciones (A_E). En este caso, no se incluye la IE dado que la LED equivale a la inversión extranjera de portafolio que en promedio entra a un mercado según los niveles de riesgo. Es claro que la repartición de capital entre las tres alternativas por parte de los extranjeros, dependerá también del momento de mercado, tal y como se vio en líneas anteriores. Entonces:

$$LED = DUL_E + DVL_E + A_E$$

La notación a emplear según los niveles de aversión al riesgo será:

Tabla 11 Notación para el análisis del ISM					
Estado	ISM	LDL	LEL	Activos LDL	Activos LEL
Apetito por riesgo	ISM_A	LLD_A	LED_A	$DUL_{LA}, DVL_{LA}, A_{LA}, IE_{LA}$	$DUL_{EA}, DVL_{EA}, A_{EA}, IE_{EA}$
Neutralidad	ISM_N	LLD_N	LED_N	$DUL_{LN}, DVL_{LN}, A_{LN}, IE_{LN}$	$DUL_{EN}, DVL_{EN}, A_{EN}, IE_{EN}$
Aversión al riesgo	ISM_V	LLD_V	LED_V	$DUL_{LV}, DVL_{LV}, A_{LV}, IE_{LV}$	$DUL_{EV}, DVL_{EV}, A_{EV}, IE_{EV}$

De esa manera entonces, atendiendo que la preferencia por riesgo se materializa en la forma en la que los inversionistas distribuyen los niveles de concentración en activos, para efectos de este análisis, se entenderá que según los tres estados establecidos, la ponderación por activos variará. En la Tabla N°12 se presenta ello.

Tabla 12 Comparación de la participación relativa de cada activo dentro de la LLD y la LED según nivel de riesgo		
Estado	LLD	LED
Apetito por riesgo	$\frac{DUL_{LA}}{LLD} < \frac{DVL_{LA}}{LLD} < \frac{A_{LA}}{LLD} \leq \frac{IE_{LA}}{LLD}$	$\frac{DUL_{EA}}{LLD} < \frac{DVL_{EA}}{LLD} < \frac{A_{EA}}{LLD}$
Neutralidad	$\frac{DUL_{LA}}{LLD} \approx \frac{DVL_{LA}}{LLD} \approx \frac{A_{LA}}{LLD} \approx \frac{IE_{LA}}{LLD}$	$\frac{DUL_{EA}}{LLD} \approx \frac{DVL_{EA}}{LLD} \approx \frac{A_{EA}}{LLD}$
Aversión al riesgo	$\frac{DUL_{LA}}{LLD} > \frac{DVL_{LA}}{LLD} > \frac{A_{LA}}{LLD} \geq \frac{IE_{LA}}{LLD}$	$\frac{DUL_{EA}}{LLD} > \frac{DVL_{EA}}{LLD} > \frac{A_{EA}}{LLD}$

Si la LTD actual de mercado ($LDT_{ActualMK}$) es menor que la LTD potencial ($LDT_{PotencialMK}$), calculada esta última como el promedio histórico para el país de análisis, entonces no habrá saturación total en el mercado, y quedará espacio para que los inversionistas destinen recursos a nuevos activos. La relación entre la LTD actual y la LTD potencial constituirá el ISM_{TOTAL} . Entonces:

$$ISM_{TOTAL} = \frac{LDT_{ActualMK}}{LDT_{PotencialMK}}$$

si $ISM_{TOTAL} < 1 \rightarrow$ No hay saturación del mercado total

Para completar el alcance del análisis del índice, se deberá hacer una valoración equivalente exclusiva para las acciones. Allí, si la LTD actual en acciones ($LDT_{ActualAC}$) es menor que la LTD potencial ($LDT_{PotencialAC}$), entonces no habrá saturación en el mercado accionario, y quedará espacio para que los inversionistas destinen recursos a nuevas emisiones de acciones. La relación entre la LTD actual y la LTD potencial para acciones constituirá el $ISM_{ACCIONES}$. Entonces:

$$ISM_{ACCIONES} = \frac{LDT_{ActualAC}}{LDT_{PotencialAC}}$$

si $ISM_{ACCIONES} < 1 \rightarrow$ No hay saturación del mercado accionario

$$\text{Tamaño máximo de la OPV} = LDT_{PotencialAC} - LDT_{ActualAC}$$

¿Por qué calcular los dos? Si el $ISM_{ACCIONES}$ es menor a 1, es claro que hay espacio para que haya una OPV adicional. Pero si es mayor o igual a 1, no hay que descartarlo, ya que si el ISM_{TOTAL} es menor a 1, entonces se debe evaluar la posibilidad que, según las condiciones específicas del momento que se está estudiando, parte de la liquidez destinada a deuda pública y privada, así como inversiones internacionales, pueda destinarse también a acciones, y allí, el atractivo que tenga la emisión resultará fundamental.

Veamos un ejemplo: suponga que el mercado del país XYZ se encuentra en una situación de apetito por riesgo, en la que el 50% de la liquidez suele concentrarse en acciones y que cuenta con las distribuciones de liquidez establecidas en la Tabla N°13, y que el potencial total de LLD es igual a 110, mientras el potencial de LED es de 45.

Tabla 13 Distribución de liquidez por activos en el país XYZ según nivel de riesgo de mercado							
Estado	DUL_L	DVL_L	A_L	IE_L	DUL_E	DVL_E	A_E
Apetito por riesgo	10	10	50	30	5	5	20

Así las cosas, lo primero que se calcula es la LLD , la LED y la $LDT_{ActualMK}$ y $LDT_{PotencialMK}$:

$$LLD = 10 + 10 + 50 + 30 = 100$$

$$LED = 5 + 5 + 20 = 30$$

$$LDT_{ActualMK} = 100 + 30 = 130$$

$$LDT_{PotencialMK} = 110 + 45 = 155$$

Así, el ISM_{TOTAL} será:

$$ISM_{TOTAL} = \frac{LDT_{ActualMK}}{LDT_{PotencialMK}} = \frac{130}{155} = 0.86$$

Ahora, se hace el análisis particular para el mercado accionario:

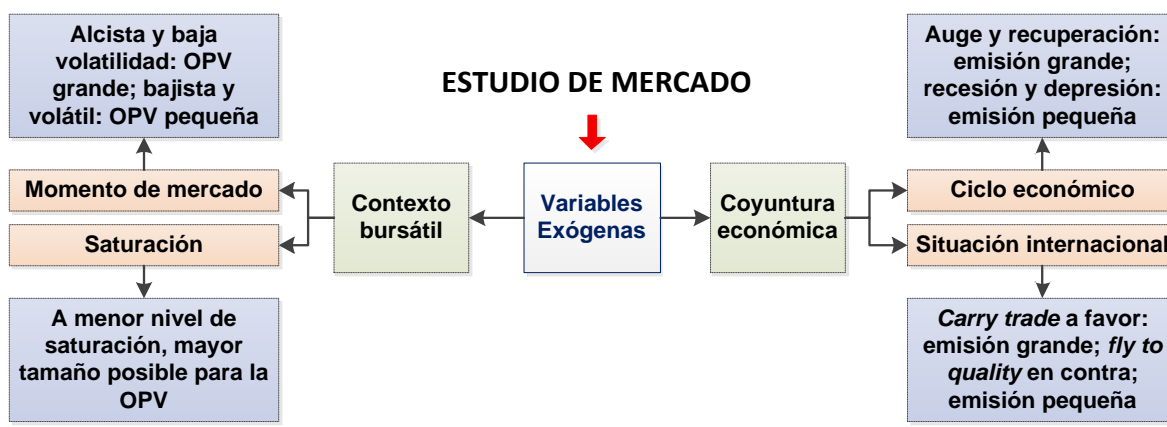
$$LDT_{ActualAC} = A_L + A_E = 50 + 20 = 70$$

$$LDT_{PotencialAC} = 50\% * LDT_{PotencialMK} = 50\% * 155 = 77.5$$

$$ISM_{ACCIONES} = \frac{LDT_{ActualAC}}{LDT_{PotencialAC}} = \frac{70}{77.5} = 0.90$$

$$Tamaño\ máximo\ de\ la\ OPV = LDT_{PotencialAC} - LDT_{ActualAC} = 0.5$$

En conclusión, ni el mercado total ni el accionario se encuentran saturados, por lo que hay margen para una OPV. El tamaño máximo de la misma es de \$0.5 ya que el nivel de saturación en acciones es del 90%; pero igualmente, dado que el mercado total aún tiene un margen de saturación del 14% (1-0.86), si la condición actual de apetito por riesgo se mantiene, y si la emisión logra ser lo suficientemente atractiva, entonces parte de esa liquidez podría interesarse por la oferta.



GRÁFICA 23. Estudio de mercado para determinar el tamaño de la emisión

- **Evaluar el *bid to cover***

Dado que una de las premisas fundamentales de los elementos del Modelo GAF es asegurar también el éxito en la negociación de las acciones en el mercado secundario (para de esa manera asegurar que no existan errores durante la OPV que generen un distanciamiento entre el valor de mercado y el valor fundamental),

resulta primordial que previo a establecer la cantidad a emitir, se haga una evaluación adicional ya con el monto total que ha sido demandado por el mercado. Y claro, al respecto, el concepto clave es el *bid to cover* (en adelante, BTC).

Ya como se pudo ver en la parte introductoria, el BTC relaciona la cantidad inicialmente ofrecida por el emisor al mercado, y la cantidad total que este último ofreció comprar. Así las cosas, se calcula como:

$$BTC = \frac{\text{Cantidad total demandada}}{\text{Cantidad total ofrecida}}$$

Este nivel es la piedra angular de la fase II del estudio de mercado: después del cierre del libro de órdenes. El valor del BTC es lo primero que tanto de la FBI como el emisor deben contemplar, para decidir o no, hacer ajustes a la cantidad total a adjudicar, ya que se constituye en el apetito marginal que tuvo el mercado en su conjunto por la emisión.

Gran parte del éxito de la especie una vez listada en el mercado secundario, depende del apetito que se tenga por la misma en los primeros días post emisión y hasta el cierre del periodo *lock up* (tiempo establecido por el emisor para no hacer más emisiones de acciones). Y claro, allí los inversionistas que tengan apetito por la acción, serán los que estén en condiciones de mantenerla por un sendero alcista, buscando ajustarse hasta su valor fundamental.

Y más allá de la liquidez que pueda migrar desde otras acciones o inversiones hacia la especie recién emitida, la clave del éxito de ello, será el tamaño de la demanda insatisfecha después de la OPV. Es decir, aquellos inversionistas que pujaron durante la emisión, pero que una vez hecha la adjudicación por parte de la FBI y el emisor, no recibieron acciones. Así que el BTC posterior a la adjudicación (BTC') será:

$$BTC' = \frac{\text{Cantidad adjudicada}}{\text{Cantidad ofrecida}}$$

Tal demanda insatisfecha (en adelante: DI) la puede establecer el mismo emisor, al momento de evaluar el BTC y decidir cuánto adjudicar. Así las cosas, la DI viene dada por:

Antes de la adjudicación:

$$\%DI = 1 - \frac{1}{BTC}$$

Después de la adjudicación:

$$\%DI = 1 - \frac{1}{BTC'}$$

También visto en términos absolutos como:

$$DI = \text{Cantidad adjudicada} - \text{Cantidad demandada}$$

Pero dado que el objetivo de calcular la DI es establecer el apetito potencial por la acción una vez esté siendo negociada en el mercado secundario, resulta mucho más conveniente tratarla como un porcentaje respecto del monto total; y dado que la tarea que tendrá esa DI es ajustar el precio de la acción desde el nivel de subvaloración fijado con el precio de adjudicación, hasta el valor fundamental, se sugiere que dicha porción se fije como:

$$\%DI = \% \text{ de subvaloración}$$

Lo que podría ser visto también como:

$$1 - \frac{\text{Cantidad adjudicada}}{\text{Cantidad demandada}} = \% \text{ de subvaloración}$$

Despejando:

$$\text{Cantidad adjudicada} = (1 - \% \text{ de subvaloración}) * \text{Cantidad demandada}$$

Si bien en este nivel se anticipa algo de cuánto debería ser la cantidad a adjudicar, lo cual hace parte del estudio de componente 4, hacer este análisis ahora resulta trascendental para el establecimiento de la cantidad total de acciones asociada a la oferta, y el apetito que debe mantenerse en el mercado para que el mercado secundario tienda a ajustar el precio de mercado al valor fundamental.

Es claro que este no es el único criterio para ajustar la cantidad (a continuación veremos más), pero dado que el arreglo que aquí se propone depende del BTC, resulta el punto de partida en el periodo post emisión. Por supuesto, ello debe también articularse con otros niveles del modelo, principalmente con el asociado al momento del mercado bursátil. Y este análisis ya es más de tipo cualitativo.

Si el momento de mercado resulta positivo y mantiene una tendencia alcista, será mucho más sencillo que la DI tienda a ajustar el precio hacia el valor fundamental; pero si por el contrario, se trata de un mercado lateral o bajista, podría necesitarse un mayor volumen para ello.

- **El rol de los instrumentos híbridos y las opciones**

Ya en el Componente 2, fueron revisadas las consideraciones principales asociadas al rol de los instrumentos híbridos y las opciones en el cálculo de los múltiplos de valoración relativa y la fijación del precio de adjudicación; pero estaba pendiente, ampliar el análisis asociado al cálculo de la PPAP, ya que en ese valor, se refleja el impacto de esto, y no tanto sobre el precio, sino sobre el circulante, y esto último, debe ser contemplado por la FBI y el emisor para la fijación de la cantidad de acciones a emitir.¹⁷

En este nivel entonces, se profundizará en el rol que asumen tanto los instrumentos híbridos como las opciones en el cálculo del PPAP, ya en el siguiente, ubicaremos ello en el análisis de la fase 3 del estudio de este componente: el impacto de la cantidad en la etapa post emisión. Este nivel, sumado al anterior del BTC, permitirá hacer una aproximación del total del

¹⁷ Al respecto cabe recordar que, por ejemplo, en el caso de Facebook Inc., en agosto de 2012 su acción alcanzó el 50% de desvalorización respecto al precio de emisión tras el vencimiento y ejecución una cantidad importante de warrants en manos de sus empleados. Lo cual evidencia lo relevante de este análisis dentro del modelo.

circulante resultando, además de los ajustes propios que este deberá tener, para que de esa manera, la acción logre en el mercado secundario un nivel de negociación lo suficientemente equilibrado y favorable.

Así las cosas, serán entonces seis, como máximo, la variables a incluir en el PPAP (para efectos de notación, estas cinco variables serán llamadas i): (1) Número de acciones en circulación al inicio del año ($i1$); (2) Número de acciones incluíbles por ejecución de Warrants y bonos convertibles ($i2$); (3) Número de acciones incluíbles por la ejecución hecha por contrapartes de opciones *put* emitidas por la empresa ($i3$); (4) Número de acciones incluíbles por capitalización ($i4$); (5) Número de acciones excluibles por recompras hechas por el emisor ($i5$) (6) Número de acciones excluibles por ejecución de opciones *call* por parte de la empresa ($i6$).

Tabla 14 Impacto sobre el circulante de los instrumentos híbridos y otros eventos corporativos						
Circulante vigente	Warrants por cumplir	Opciones <i>Put</i> por cumplir	Recompras por bolsa	Capitalización	Opciones <i>Call</i> por ejercer	<i>Splits</i>
Base de cálculo	Aumentan	Aumentan	Disminuyen	Aumentan	Disminuye	Aumenta

Dado que el tiempo es el factor de ponderación (t_i), este vendrá dado por la fracción del año que cada una de las variables haya estado presente. Entonces:

$$t_i = \frac{\# \text{ de días en el año de la variable } i}{360}$$

En caso de *splits* o *splits* inversos realizados durante el periodo de análisis, todo esto se estandariza mediante un Factor de Ajuste (en adelante: FA) basado en el ratio de conversión de las acciones. De ahí que sea necesario entonces expresar siempre la cantidad de acciones en términos previos al *Split* (c_i). El FA se calcula de la siguiente manera:

$$FA = \frac{\# \text{ de acciones después del split}}{\# \text{ de acciones antes del split}}$$

Dado esto, a continuación se relaciona la metodología de cálculo de la PPAP propuesta, estableciendo escenarios que combinan tipos de oferta con objetivo de la emisión.

Tabla 15 Metodología de cálculo de la PPAP	
Objetivo / Tipo	OPI y OPV
Venta	$PPAP = FA * [(\sum_{i=1}^3 c_i * t_i) - ((c_5 * t_5) + (c_6 * t_6))]$
Capitalización	$PPAP = FA * [(\sum_{i=1}^4 c_i * t_i) - ((c_5 * t_5) + (c_6 * t_6))]$
Elaboración propia	

- **Análisis del circulante actual y liquidez esperada**

La PPAP es entonces el resultado de cómo queda el circulante total de la especie una vez ha sido cerrada la emisión. Pero hay una situación puntual, asociada a las OPI posteriores a OPV, que requiere un análisis especial, y tiene mucho que ver con el *i1* (número de acciones en circulación al inicio del año).

Es decir, antes de hacer la colocación ¿Cuál es la situación actual del circulante? ¿El volumen actual de negociación es alto? ¿La capitalización bursátil es suficientemente llamativa? Estas preguntas resultan ser de vital importancia dado que en el marco de los elementos del Modelo GAF, es fundamental que la cantidad de acciones que se inyectarán al mercado con la nueva oferta, no sea únicamente establecida en razón a las necesidades o aspiraciones puntuales del emisor, sino que también, como hemos visto, en función de los intereses de los inversionistas actuales y nuevos.

De esta manera entonces, en aquellos casos en los cuales se trata de OPV posteriores a OPI, el estudio de mercado debe establecer un diagnóstico previo del circulante actual y la liquidez asociada. Dicha valoración *ex ante* deberá incluir los criterios básicos del análisis de liquidez de una empresa listada en bolsa, y el cual, es seguido por buena parte de los índices bursátiles del mundo y que son evaluadores de liquidez: el porcentaje del flotante, la capitalización bursátil ajustada, la frecuencia, la rotación y el volumen.¹⁸

En primer lugar, el flotante se refiere a la cantidad de acciones que se encuentran listadas, y que por el carácter de no intención o interés de control por parte de sus

¹⁸ En Colombia, el índice bursátil más importante que maneja la BVC es el COLCAP, y este utiliza dicha metodología. Tal cual lo hacen también el S&P500 de la NYSE.

tenedores, se entiende que se encuentran disponibles para la negociación (acciones libres). Es claro que entre mayor sea esta cantidad, mayores son las posibilidades que la especie sea líquida. El nivel de atomización de la propiedad y la no existencia de controlantes resulta vital en este sentido.

De esa manera, el porcentaje de flotante vendría dado por:

$$\% \text{ flotante actual} = \frac{\text{Número de acciones libres en circulación}}{\text{Número de acciones totales}}$$

En segunda medida, la capitalización bursátil ajustada (en adelante: CBA) es un concepto que asocia el flotante anteriormente descrito con el precio de cotización de la especie. Resume el tamaño de la empresa en unidades monetarias, restando el patrimonio que se encuentra en manos de controlantes. Se calcula como:

$$CBA = \text{Número de acciones libres en circulación} * \text{Precio}$$

Así como en el caso anterior, entre mayor sea la capitalización bursátil, la liquidez de la especie mejor podrá ser. Además esta variable, toma una relevancia particular en el cálculo de los ponderadores de algunos índices bursátiles, lo cual confirma lo importante que resulta para que su negociación en el mercado secundario sea fluida y exitosa.

Una vez hecho el análisis correspondiente al porcentaje de flotante y la capitalización bursátil de la empresa emisora, lo que sigue, es una valoración mucho más profunda de la liquidez que la especie listada tiene en el mercado secundario. Y para ello, la convención internacionalmente aceptada como Función de Liquidez, y que es utilizada, por ejemplo, en Colombia por la BVC, es la aproximación de evaluación más pertinente.

Es precisamente de dicha Función de Liquidez, que se derivan los tres elementos clave que deberán ser utilizados por el emisor y la FBI para evaluar la liquidez de la especie, previo a una nueva inyección de acciones: la frecuencia, la rotación y el volumen.

La BVC (2013), define la frecuencia como “la proporción del total de ruedas realizadas en los últimos noventa (90) días calendario, contados desde la fecha de corte de información (incluyéndola), en las cuales se realizó por lo menos una operación de contado de la acción (sin importar que marque precio o no).”

Es decir, es una medida de continuidad en la negociación de la acción, evaluada a partir del número de veces que fue negociada en jornadas diferentes. Y esto último, resulta fundamental para hacer una evaluación de la liquidez. Si únicamente se contarán el número de operaciones realizadas en un periodo determinado, podría ignorarse el hecho que hay jornadas en la que hubo una cantidad de operaciones importante, como consecuencia de un evento corporativo o noticia relevante, y que durante las demás ruedas, ello no fue sostenible. Así, podría entonces estarse distorsionando la realidad en cuanto a la liquidez de la especie.

Así las cosas, la frecuencia viene dada por:

$$Frecuencia = \left(\frac{\text{Número de ruedas en la que se negoció la acción}}{\text{Número de ruedas realizadas en el periodo}} \right) * 100$$

Entre tanto, para la BVC (2013) la rotación “corresponde a la relación entre el número de acciones negociadas de una especie sobre sus acciones en circulación. Esta relación se calcula para los últimos ciento ochenta (180) días calendario, contados desde la fecha de corte de información (incluyéndola).”

Así las cosas, la rotación equivale a:

$$Rotación = \sum_{i=1}^{180} \left(\frac{\text{Número de acciones negociadas el día } i}{\text{Número de acciones en circulación vigentes el día } i} \right)$$

Finalmente, el volumen se refiere el monto negociado en unidades monetarias durante un periodo de tiempo específico. La BVC (2013), establece que la ventana de tiempo más pertinente para hacer esta evaluación es de 360 días calendario.

Es claro que entre mayor sea el dinero asociado a la negociación de la especie, presumiblemente, más líquida es.

Así las cosas, el volumen vendría dado por:

$$Volumen = \sum_{i=1}^{360} (\text{Dinero negociado el día } i)$$

Entonces, una vez el emisor y la FBI han evaluado estos cinco elementos, puede emitir un diagnóstico de la situación del circulante actual y de la liquidez asociada al mismo en el mercado secundario. Y claro, como lo ideal es lograr que una vez hecha la OPV se llegue a un circulante óptimo, donde se logra maximizar la liquidez de la especie, sujeto a la restricción de demanda insatisfecha necesaria para cerrar el *gap* entre el valor fundamental y el precio de mercado mediante la negociación, resulta necesario que la cantidad a colocar (λ) logre llevar a la especie a tal escenario deseado. Por supuesto, este tipo de evaluaciones son las que le permitirán al emisor y a la FBI lograr ello.

$$\text{Flotante futuro} = \text{Flotante actual} + \Delta \text{ de instrumentos híbridos} + \lambda$$

siendo λ el maximizador de la liquidez sujeto a la DI mínima necesaria

Pero ¿Cómo establecer cuál es dicha cantidad óptima? La respuesta está en comparar la situación actual de la especie emisora, con la de aquellas que ya se encuentran consolidadas en el mercado secundario. Pero ello sólo es posible relativizando las variables de la Función de Liquidez, mediante la estandarización estadística de las mismas. Según lo establecido por la BVC (2013), ello se haría de la siguiente manera (siendo μ igual a la media y σ a la desviación estándar poblacional de la muestra de datos analizada):

Para la normalización de la Frecuencia (F):

$$F_N = \frac{F - \mu_F}{\sigma_F}$$

Para la normalización de la Rotación (R):

$$R_N = \frac{R - \mu_R}{\sigma_R}$$

Para la normalización del volumen (V):

$$V_N = \frac{V - \mu_V}{\sigma_V}$$

Una vez han sido estandarizadas las variables de la Función de Liquidez de la especie de la empresa emisora, y comparada con la información de aquellas acciones que mantienen un nivel de liquidez óptimo, el emisor y la FBI podrán determinar cuál es el volumen a inyectar más pertinente, con el fin de que las nuevas frecuencia, rotación y volumen, se aproximen a los estados deseados. Desde el punto de vista metodológico, ello se logra mediante procesos de iteración y la proyección de escenarios en búsqueda del óptimo.

De esta manera entonces, se puede establecer el λ y contar en el mercado secundario con una especie lo suficientemente líquida que no solo será más atractiva para los inversionistas, sino que además, logrará ajustar, mediante la demanda insatisfecha tras la emisión, el precio de mercado al valor fundamental de la especie.

Además, es claro que a pesar que al inicio del nivel se planteó que este tipo de análisis resultaba más pertinente en OPV posteriores a OPI, se puede, de todas formas, realizar para OPI. Lo único que se debe ajustar es el $i1$, el cual será igual a cero.

- **¿La liquidez permite ingresar a índices o fondos de inversión?**

Ya al evaluar el Componente 2 se planteó lo importante que es pertenecer a un índice bursátil, así como atraer a los inversionistas institucionales y los fondos de inversión, en vistas a lograr que la negociación en el mercado secundario logre reducir la diferencia entre el precio de cotización y el valor fundamental. Y si bien

el precio resulta ser clave, la liquidez es sin duda alguna el factor determinante. El análisis de este nivel abarca lo estudiado entonces (pág. 75).

- **Análisis en el contexto de los elementos GAF**

En la Tabla N°16, se presenta el análisis de cada uno de los niveles del componente 3, en el marco de los elementos transversales del Modelo GAF.

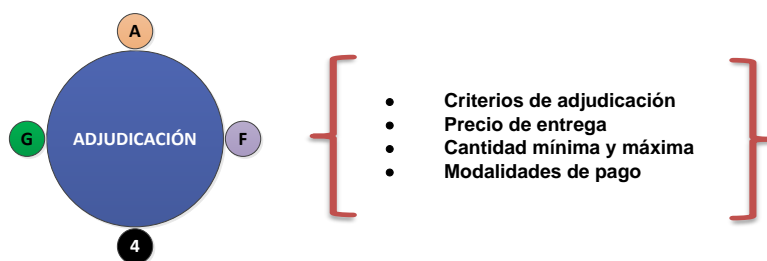
TABLA 16 Análisis del componente 3 en el contexto de los elementos GAF			
NIVELES / ELEMENTOS GAF	GOBIERNO CORPORATIVO	ARTICULACIÓN DE COMPONENTES	FLEXIBILIDAD METODOLÓGICA
Análisis contable y cantidad a ofrecer	La cantidad debe ubicarse en un nivel tal que no impacte de manera negativa los intereses de los inversionistas actuales dado el incremento en el circulante.	Esta cantidad deberá estar en línea con lo establecido en el componente 1 (objetivo y momento a emitir), 2 (rol de los derechos de preferencia) y 4 (en su totalidad). Este estudio deberá estar en línea con lo establecido en el	Aplicable para OPV y OPI, para vender y capitalizar, local y off shore. Varía según las normas de contabilidad aplicables.
Factibilidad	Los resultados del estudio de factibilidad deben ser evaluados objetivamente respecto de los intereses del emisor y de la FBI.	componente 1 (público y momento a emitir), 2 (mecanismo de fijación de precios y rol de los derechos de preferencia) y 4 (en su totalidad). Este estudio deberá estar en línea con lo establecido en el	Aplicable para OPV y OPI, para vender y capitalizar, local y off shore.
Bid to cover	El exceso de bid to cover, deberá ser suficiente para asegurar liquidez en el mercado secundario y no perjudicar a los inversionistas actuales y adjudicados.	componente 1 (expectativas que se lanzan al mercado), 2 (nivel de subvaloración y mecanismo de fijación de precios) y 4 (en su totalidad).	Aplicable para OPV y OPI, para vender y capitalizar, local y off shore. Pero en tramos únicos, si son varios, debe fraccionarse.
Híbridos y opciones	La eventual ejecución de híbridos y opciones deberá ser contemplada como contingencia y se debe garantizar que su entrada no afectará de manera negativa los intereses de los inversionistas actuales y adjudicados.	El análisis de estos instrumentos deberá estar en línea con lo establecido en el componente 1 (tipos de acciones a colocar), 2 (nivel de subvaloración) y 4 (en su totalidad).	Aplicable para OPV y OPI, para vender y capitalizar, local y off shore.
Liquidez: actual y esperada	Estos estudios deben ser objetivos y sus resultados deberán ser criterio principal al establecer la cantidad a colocar, para de esa manera no perjudicar a los inversionistas.	Este análisis deberá estar en línea con lo establecido en el componente 1 (público y momento a emitir), 2 (rol de los derechos de preferencia y entrada a fondos de inversión e índices) y 4 (en su totalidad).	Aplicable para OPV y OPI, para vender y capitalizar, local y off shore.
¿La liquidez actual permite ingresar a índices y fondos?	Se debe procurar que así sea, de lo contrario, se debe aclarar en el prospecto de la colocación ello para que los inversionistas conozcan de este riesgo y el impacto que este tiene sobre la rentabilidad.	Esta evaluación deberá estar en línea con lo establecido en el componente 1 (público y momento a emitir), 2 (mecanismo de fijación de precios y entrada a fondos de inversión e índices) y 4 (en su totalidad).	Aplicable para OPV y OPI, para vender y capitalizar, local y off shore. Debe contemplar por aparte la posibilidad que existe de entrada de extranjeros al mercado local.

3.4. Adjudicación

Son el conjunto de decisiones asociadas al cierre de la OPV, es decir, los criterios de entrega de las acciones. En esencia, lo que este componente busca es

responder preguntas como: ¿A qué precio, exactamente, se adjudicarán las acciones? ¿Quiénes las recibirán? ¿Qué medios de pago tendrán? ¿Cuántas acciones recibirá cada uno? Si bien gran parte de estas determinaciones se fijan al inicio de la oferta, su impacto real sobre la misma es notorio sólo hasta el final.

Dados los niveles que lo conforman, este resulta ser el componente integrador de los tres anteriores, y el que establece las condiciones preliminares necesarias para determinar el Componente 5: cuáles serán las medidas post emisión que tanto el emisor como la FBI deberán tomar para asegurar que la especie aproxime su precio de negociación a su valor fundamental.



GRÁFICA 24. Niveles del Componente 4: Adjudicación

- **Criterios de adjudicación**

Una vez recibidas las ofertas, la pregunta es ¿cuál es el criterio para adjudicar las acciones? Lo más recomendable es que dicho criterio se construya a partir de la integración de variables críticas de decisión que tuvieron en cuenta los inversionistas, y que además haga la repartición de manera justa y equitativa y promueva la atomización de la propiedad accionaria. A continuación se desarrollan cuatro niveles de ese componente que aproximan lo recién enunciado. No obstante, el nivel actual ha sido desarrollado con el objetivo de establecer la importancia de no contar con único criterio de adjudicación, sino más bien, con una combinación de los siguientes. Según Pritsker (2006), los criterios de adjudicación resultan ser los determinantes de la liquidez de las acciones en el mercado secundario, lo cual, como hemos venido discutiendo, resulta clave para que la negociación sea eficiente y el precio de cotización se ajuste lo mejor posible al valor fundamental.

- **Precio de entrega**

El precio al cual será adjudicada la acción dependerá en gran medida del método de colocación seleccionado y del mecanismo de fijación de precio (niveles definidos en los componentes 1 y 2). Como ya hemos dicho, el método de *book building* es el ideal. Entonces, el margen de selección que tienen el emisor y la FBI según los precios y cantidades demandadas, deberá tener un único objetivo: el equilibrio entre: un precio ajustado al valor fundamental y con un margen de subvaloración suficiente, y una cantidad de acciones totales a entregar capaz de equilibrar oferta y demanda, y por tanto, mantener el apetito por la especie en el mercado secundario.

Como vemos, todo ello comprende decisiones que ya han sido discutidas en los componentes anteriores, pero que para este momento de la oferta deben materializarse en un número: el precio. Además resulta fundamental la fijación de un único precio de adjudicación, para evitar así dar señales equivocadas al mercado y que den lugar a imperfecciones en la negociación. Por supuesto, si bien el precio es único, habrá inversionistas que reciban las acciones más baratas, como por ejemplo aquellos que ejercieron sus derechos de preferencia, o más caras, como para aquellos que optaron por un pago a plazos. La clave es que el precio de referencia sea universal, y que dichos cambios por premios o castigos, sean respecto a ese único precio. De igual forma, según Gleason *et al.* (2008), un precio de adjudicación correctamente establecido, es la suma de las primas por los riesgos asociados a la inversión que está tomando el mercado, lo que le da el carácter de universal, por lo que bajo el actual análisis, contar con un único precio sí evitará distorsiones entre los agentes y por tanto en la negociación.

Ahora, veamos un ejemplo. Suponga una OPV con las siguientes características:

Tabla 17 Resumen de condiciones	
Valor fundamental	\$15.000
Nivel de subvaloración deseado	20%
Premio preferencial	5%
Castigo forma de pago	2%
Cantidad de acciones a colocar	\$100.000.000
<i>Bid to cover</i>	2,2x
Máx. adjudicable por inversionista	500.000

De igual forma, las demandas recibidas en el libro fueron las siguientes:

Tabla 18 Demandas recibidas		
Precio	Cantidades	Bids
\$17.000	5.000.000	5
\$16.500	1.000.000	10
\$16.000	8.000.000	2
\$15.500	2.000.000	12
\$15.000	2.000.000	2
\$14.500	1.000.000	2
\$14.000	3.000.000	6
\$13.500	25.000.000	5
\$13.000	50.000.000	100
\$12.500	45.000.000	90
\$12.000	20.000.000	40
\$11.500	60.000.000	120
Totales	222.000.000	394

Si el objetivo del emisor es colocar la cantidad deseada al mayor precio posible, es claro que la adjudicación debería hacerse a un precio entre \$12.500 y \$13.000. Pero esto claro, ignorando las cantidades máximas a entregar por inversionistas dada la intención de atomizar la propiedad (hay por ejemplo, dos inversionistas que se quedarían cada uno con 4 millones de acciones, esto es el 4% del total de la colocación), o también, el margen deseado de subvaloración (emitir en ese rango de precios implicaría entregar las acciones con un muy bajo o casi nulo margen de crecimiento respecto del valor fundamental).

En cambio, si partimos de la base que el precio más atractivo, incluyendo el castigo por subvaloración, es de \$12.000 ($\$15.000 \cdot 80\%$). Tenemos que a ese precio podrían ser entregadas 115 millones de acciones en 230 paquetes de 500 mil cada uno. Y que ese exceso de 15 millones, dejaría sin acciones a aquellos que habiendo demandado a \$13.000, solicitaron paquetes más grandes u optaron por pagos a plazo. De esa manera no solo se está atomizando la propiedad, sino que se está siendo justo con los inversionistas y se está repartiendo a un precio con un nivel de subvaloración muy atractivo.

Tabla 19 Adjudicación			
Precio	Cantidades	Bids	Adjudicación
\$13.000	50.000.000	100	Prorrateo según condiciones
\$12.500	45.000.000	90	Total
\$12.000	20.000.000	40	Total
Totales	115.000.000	230	

- **Cantidad mínima y máxima**

Los límites del tamaño del paquete a adjudicar también resultan ser muy relevantes, tal y como lo vimos en el ejemplo anterior. Al respecto, lo más recomendable es, tanto para la cantidad mínima como máxima:

El límite inferior (cantidad mínima) deberá lograr un equilibrio entre un tamaño tal que pueda ser negociado en el mercado secundario en condiciones justas y eficientes, y donde los costos de transacción no impacten de forma importante la rentabilidad del inversionista. Pero también, se logre llegar al pequeño inversionista y la intención de atomización de la propiedad se materialice.

Analizar el mercado y condiciones de este, tales como los costos mínimos de transacción, los montos por operación normalmente operados a precios justos, así como la capacidad de compra de los pequeños inversionistas, resultan relevantes en este sentido. Todo esto claro, relativizándolo respecto a la cantidad total a colocar.

Veamos un ejemplo. Suponga un mercado con las siguientes características y una intención de OPI por 200 millones de acciones, a un precio de \$10.000 cada una: primero, el costo de comisión mínimo por transacción en bolsa es de \$100.000; segundo, el mercado opera normalmente, sin castigar precios, montos de \$10.000.000; por último, los pequeños inversionistas están en capacidad de demandar montos promedio de \$15.000.000.

Bajo estas condiciones, es claro que un paquete mínimo de 1.000 acciones es ideal pues permitirá adjudicar a inversionistas minoritarios un monto tal que la negociación en bolsa se hará de manera eficiente, donde el costo por transacción será del 1% (lo cual puede considerarse aceptable para montos pequeños), y

además, el mercado objetivo estará en capacidad de pagar. Además, el tamaño de cada paquete mínimo equivale al 0,0005% del tamaño total de la colocación.

Ahora bien, en cuanto al límite superior (cantidad máxima), este debe procurar ante todo, un equilibrio entre la atomización de la propiedad entregada, el interés de grandes inversionistas institucionales y variables ya descritas como el monto promedio al cual se pueden realizar operaciones en el mercado secundario de manera eficiente.

En este sentido, analizar variables del mercado tales como montos de inversión mínima de fondos de pensión, ETFs y fondos mutuos, entre otros; además de, una vez más, los montos por operación normalmente operados a precios justos, resultan relevantes. Todo esto de nuevo, relativizándolo respecto a la cantidad total a colocar.

Siguiendo con el ejemplo anterior, suponga entonces, que en promedio, los inversionistas institucionales operan mínimo \$100.000.000, y que el monto al cual se puede operar de forma justa y eficiente sigue siendo de \$10.000.000. Si se mantiene que son en total 200 millones de acciones a colocar a un precio de \$10.000, la cantidad máxima recomendada a establecer es de 10.000 acciones. Así, los grandes inversionistas podrán participar de la colocación y la atomización se logrará: cada paquete máximo equivale al 0,005% del tamaño total de la colocación.

- **Modalidades de pago**

El emisor podrá ofrecerle al mercado tres formas de pago diferentes: al contado, a plazos o en especie. Esta última, para el caso de las grandes empresas con intenciones de ser listadas en los mercados de valores, está prácticamente descartada dada la estructura con la que cuentan y la dificultad en fijar el valor económico de los activos eventualmente recibidos.

Es por ello, que para el caso de las OPV de la escala estudiada, las formas de pago se reducen a dos: al contado y a plazos. La elección de una y otra, o por qué no, una combinación de las dos, dependerá de las necesidades que tenga el emisor de contar con los recursos ahora o en el futuro, las condiciones de liquidez

del mercado y perfil de riesgo deudor de los eventuales compradores, así como la capacidad de la empresa de tolerar un eventual impago.

Primero, si el emisor necesita contar con el 100% de los recursos de la oferta de inmediato, la forma de pago no podrá ser otra que la de contado. Pero allí entra a jugar entonces las condiciones de liquidez actuales en el mercado. Si el mercado de dinero se encuentra en una etapa expansiva y además los inversionistas cuentan con caja disponible para hacer compras inmediatas, la posibilidad de hacer todo al contado es viable; pero si por el contrario, el mercado pasa por un momento de restricciones de liquidez, no quedará otra opción que ofrecer la posibilidad de pagos a plazo, pero si en contraste, el emisor necesita ahora mismo el total del capital, la oferta no resulta viable.

Esto tiene mucho que ver con lo analizado en el componente número 3 y los estudios de factibilidad previos a la colocación; de allí se puede sacar grandes conclusiones respecto de la forma de pago que el mercado está dispuesto a tomar, para entonces confrontarlo con el nivel de tolerancia que tenga el emisor ante ello.

Pero además de esto, una tercera variable entra en juego: en caso de pagos a plazo, el perfil de riesgo de los compradores y la capacidad que tiene el emisor de recomprar sus acciones no pagadas. Si eventualmente se opta por pagos a plazo y una parte de los inversionistas no cumplen con sus cuotas subsiguientes, el emisor deberá retomar las acciones, resignando entonces la liquidez que estas representarán al momento de ser pagas. Por lo tanto, si el emisor puede permitirse los pagos a plazo pero no el *default* de los compradores, deberá contar con seguros de impago o definitivamente resignar esta posibilidad de pago y jugársela por completo por el pago a plazo, o simplemente desistir o aplazar la colocación.

También existe la posibilidad de hacer una combinación de formas de pago. De cualquier manera, el análisis es el mismo. Y en lo que directamente tiene que ver con la adjudicación, el emisor podrá dar privilegio a quienes demandaron al contado, y convertir esto en un criterio más de adjudicación, y que según el apetito que haya por la colocación, se podrá convertir en un incentivo para demandar al contado.

- **Análisis en el contexto de los elementos GAF**

En la Tabla N°20, se presenta el análisis de cada uno de los niveles del componente 4, en el marco de los elementos transversales del Modelo GAF.

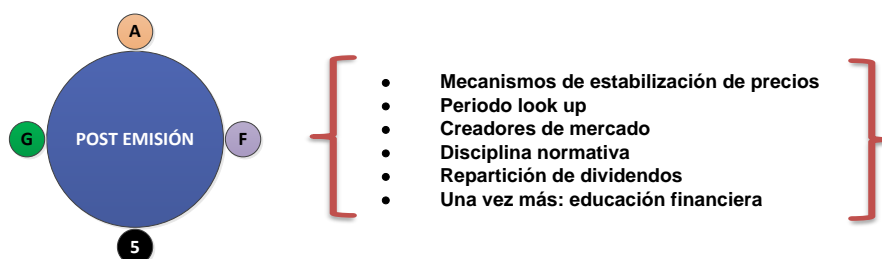
Tabla 20 Análisis del componente 4 en el contexto de los elementos GAF			
NIVELES / ELEMENTOS GAF	GOBIERNO CORPORATIVO	ARTICULACIÓN DE COMPONENTES	FLEXIBILIDAD METODOLÓGICA
Precio de entrega	Deberá promover la equidad entre los inversionistas contando con un único precio, que variará solo según premios por preferencia o castigos por forma de pago.	Este precio deberá estar en línea con lo establecido en el componente 1 (tipo de colocación), 2 (en su totalidad) y 3 (bid to cover).	Aplicable para OPI y OPV, independientemente de si el objetivo es vender o capitalizar, en el ámbito local o internacional.
Cantidad mínima y máxima	Deberá dar condiciones justas a inversionistas minoritarios, para su negociación y teniendo en cuenta los costos asociados.	Estos límites deberán estar en línea con lo establecido en el componente 1 (público para la emisión y elección del mercado), 2 (rol de los derechos de preferencia) y 3 (¿la liquidez permite llegar a inversionistas institucionales?).	Aplicable cuando el mercado objetivo sea global, tanto pequeños inversionistas como institucionales. Si es segmentado, los límites deberán ajustarse.
Forma de pago	Si se opta por forma a plazo, evaluar el impacto de default sobre los inversionistas que sí han pagado y mitigar dichos riesgos.	Deberá estar en línea con lo establecido en el componente 1 (objetivo y plazos de la colocación) y 3 (estudio de factibilidad).	Aplicable para OPI y OPV, independientemente de si el objetivo es vender o capitalizar, en el ámbito local o internacional. La forma de pago se ajusta según el análisis sugerido.

3.5. Post emisión

Son el conjunto de decisiones tomadas por el emisor y por la FBI para procurar el buen desempeño de las acciones una vez estas entran al mercado secundario. Componen todas las estrategias de acompañamiento a los inversionistas durante la negociación en bolsa y las mejoras que el emisor decide hacer con el fin de fortalecer su reputación, y de esa manera, hacer más llamativa a su especie. Desde los mecanismos de estabilización de precios, la contratación de formadores de liquidez, la adopción de normativa internacional y la manera en que el emisor enfrenta operaciones de tipo especial como escisiones y fusiones, hacen parte de este componente.

Por sí misma, la existencia de este quinto componente, constituye ya un cambio fundamental en la forma de gestionar OPV; y es por supuesto, uno de los eslabones primordiales del cumplimiento de uno de los elementos transversales del Modelo GAF: el Gobierno Corporativo. Además, esto es muy bien visto por el

mercado; y es que tal y como lo establecen Autore & Kovacs (2014), todas aquellas variables intangibles asociadas al reconocimiento del emisor favorecen de manera positiva el comportamiento de las acciones, y un estándar de Gobierno Corporativo fuerte que obliga a aquel a acompañar a sus inversionistas y apoyarlos en la etapa post emisión, son sin duda alguna un ejemplo de ello.¹⁹



GRÁFICA 25. Niveles del Componente 5: Post emisión

- **Mecanismos de estabilización de precios**

Cuando las empresas sufren eventos corporativos relevantes, tales como colocaciones, escisiones o fusiones, es común ver los precios tornarse volátiles y por lo tanto, mercados llenos de incertidumbre y sin una idea clara del rumbo que debe tomar. Al respecto, la ingeniería financiera ha creado alternativas entendidas como mecanismos de estabilización de precios, cuyo objetivo es la intervención de manera activa, por parte del emisor hacia el mercado, con el objetivo de restarle volatilidad y marcarle una tendencia clara.

Dicha intervención se hace regularmente comprando o vendiendo las especies emitidas por la empresa, o emitiendo o retirando opciones (también de compra o venta), cuyo subyacente son dichos títulos. El más reconocido de estos mecanismos es el *Green Shoe*²⁰: este consiste en que el emisor, una vez

¹⁹ Otros autores como Chan & Walter (2014), han demostrado que otro tipo de variables intangibles como el enfoque ecológico, también resultan favorecer de manera positiva los rendimientos en el mercado secundario.

²⁰ Recibe este nombre pues Green Shoe Manufacturing Co., fue la primera empresa en utilizar esta estrategia de estabilización en la etapa post emisión. El caso más reciente y recordado de aplicación de este esquema es el de Alibaba Group en 2014.

concluida la colocación y hasta por un mes aproximadamente, puede generar una oferta adicional de acciones, la cual podrá ser tomada o no por un tercero llamado estructurador. Es como si este último tuviese una opción *call* sobre las acciones recién emitidas en la que precio del ejercicio es el mismo precio de adjudicación.

Dependiendo de cómo se comporte el precio de cotización de la acción, este agente estructurador podrá ejercer o no su derecho. Para cubrir su posición este toma acciones prestadas del mercado, para de esa manera, tener respaldo en caso que deba tomar una posición larga.

Si la acción tiene un comportamiento positivo o al menos estable, ejercerá, logrando un precio mejor que el de mercado, pero aumentando el circulante, y como querrá vender para aprovechar la diferencia, también la oferta. De esa manera, podría frenar un crecimiento eufórico en el precio y estabilizarlo, a cambio, el emisor debe colocar más acciones. Por último, este devuelve los títulos que tomó prestados y finalmente no debió utilizar.

Si la situación es contraria, es decir, si el precio de cotización está bajando respecto del precio de adjudicación, el estructurador, quien ya tomó una posición corta en la acción tomando prestados los títulos del mercado, ahora compra en secundario, cumple con su obligación inicial y se gana la diferencia. Además claro, genera presión compradora sobre la especie y por lo tanto logra un alza en el precio y lo estabiliza.

Entonces, es claro que este mecanismo puede ser de gran utilidad, por lo que en la etapa post emisión, se recomienda que el emisor y la FBI lo adopten, para de esa manera contar con una contingencia en caso que el precio de la acción empiece a tener un comportamiento irregular: ya sea de alza excesiva por la euforia, o de caída injustificada por el pánico.²¹ En cualquier caso, lo importante pasa por entender que, tal y como lo plantean Marshall & Ellis (1995), estas

²¹ En 2013, Cementos Argos utilizó en Colombia por primera un mecanismo de estabilización de precios para acciones preferenciales, y tal y como lo plantean Fradique-Méndez & Villaveces (2014), esta es una alternativa que contribuye a la formación de precios, y lo que hizo este emisor, puede ser el primer paso hacia la sofisticación de nuestro mercado.

compras estabilizadoras no son solo en el caso que el precio de la acción caiga, sino también, como hemos dicho, cuando suba de forma desmedida, ya que su objetivo primordial es precisamente ubicar el precio en línea con su valor fundamental.

- **Periodo *lock up***

Uno de los principales riesgos en los que incurren los compradores durante una OPI o una OPV, radica en el hecho que el emisor en un periodo corto de tiempo haga otra colocación más, aumentando el circulante y por lo tanto la oferta, y entonces, se generen presiones bajistas sobre el precio.

La manera más adecuada de mitigar este riesgo y de proteger los derechos de los inversionistas así como el precio mismo, es estableciendo en el prospecto de emisión, un periodo *lock up*. Esto es, un periodo de tiempo en el cual el emisor se compromete a no realizar más colocaciones.

Aunque autores como Ofek & Richardson (2000), han demostrado con evidencia empírica que si bien este tipo de mecanismos contribuye a sostener el precio de las acciones, es prácticamente inevitable que al final de los periodos *lock up* las cotizaciones caigan, y esto lo explica un hecho económico simple: la curva de demanda tiene pendiente negativa. No obstante, queda claro que este tipo de acuerdos son atractivos y en algunos casos necesarios.

Ahora, si bien esta es una estrategia poco utilizada hasta el momento en Colombia (y existe un proyecto de decreto para regularla), en los mercados internacionales sí ha sido mucho más recurrente, y suele ser una iniciativa motivada por los inversionistas actuales. Aunque en algunos casos también hace parte de la estructura de Gobierno Corporativo del emisor, que lanza un mensaje contundente al mercado haciendo así más atractiva su colocación.

- **Creadores de mercado**

Otra plan post emisión que puede permitirle a la acción cotizar lo más cerca posible de su valor fundamental es la creación de un esquema de creadores de mercado, con el objetivo de darle mayor liquidez a la especie, de tal forma que tanto compradores como vendedores, cuenten en el lado contrario del mercado,

con una contraparte con la cual operar a precios justos y en el marco de un mercado eficiente.

Si bien este tipo de esquemas son mayormente utilizados para darle profundidad a mercados en nacimiento o con estructuras más complejas, como por ejemplo los de derivados y los de bonos de deuda soberana, algunas empresas emisoras de acciones en el mercado de valores también lo han adoptado.

No es común que lo hagan recién son colocadas en el mercado las acciones, porque precisamente se supone que la colocación ha hecho lo posible para no tener que emplear estos esquemas, pero cuando después de un tiempo prudencial se observa que la liquidez es muy escasa, sí resulta conveniente entonces emplearlos.

Eso sí, tal y como lo plantean Gil, González & Villanueva (2011), existen momentos donde este tipo de figuras pueden ser contraproducentes, especialmente cuando los mercados se encuentran muy volátiles (de ahí que esto sea poco común en acciones), y es que en estas situaciones, el creador podría optar por aportar muy poca liquidez y además cerrar sus posiciones antes del cierre de las sesiones para evitar el alto riesgo de mercado *intraday*, aumentando aún más la volatilidad. Pero de cualquier forma, en la mayor parte de los casos, un esquema de esta clase resulta ser positivo para la liquidez y no se le debe descartar.

Puede que sea de manera temporal, mientras la especie gana reconocimiento y se cuenta con una estructura de mercado suficiente para su operación autónoma, o puede que también, en caso de considerarse necesario, se haga de forma permanente. De cualquier manera, es una muy buena estrategia para lograr todos los objetivos que hemos venido discutiendo, y que cuando los demás planes no han logrado conseguirlo, resulta efectiva. Eso sí, tiene un costo importante asociado a la remuneración de las entidades patrocinadoras, de ahí que deba usarse únicamente como contingencia.²²

²² Actualmente en Colombia, la acción de la Bolsa de Valores de Colombia (Nemotécnico: BVC), y el ETF iColpap (Nemotécnico: ICOLCAP) son las únicas especies soportadas en un esquema de estos.

- **Disciplina normativa**

Tras el escándalo de Enron Corp. en EUA, en este país se consagró la Ley SOX cuyo objetivo primordial es proteger los derechos de los accionistas de empresas listadas en el mercado de valores. Uno de los pilares de la Ley consiste en la generación continua de información por parte del emisor, y la verificación de su veracidad y su posterior publicación, para que de esa manera, el mercado en general conozca la situación de la empresa.

Esto, en el contexto en el cual estamos trabajando, resulta sumamente relevante y útil no solo por lo que significa desde el punto de vista del Gobierno Corporativo y la protección de los inversionistas, sino también, porque dicha generación y publicación continua de información completa y verás, será tomada por el mercado y alimentará su proceso de toma de decisiones de manera rápida y correcta, logrando así que el precio, quien refleja sus expectativas, se ajuste a su valor fundamental lo máximo posible. Según Cortijo (2007), la adopción de los estándares de esta Ley en España, no solo ha fortalecido de manera importante la estructura de Gobierno Corporativo de los emisores de valores, sino que también, ha contribuido con la rápida generación y diseminación de información a través de canales como Internet, claro, previa revisión de entes reguladores y auditores externos.

Entonces, un modelo correcto de estructuración de salidas a bolsa debe contemplar también una disciplina normativa, que tomando como referencia a la Ley SOX, incorpore planes de manejo de información de calidad para ser entregada al mercado²³. Esto como ya se dijo, no solo aporta al fortalecimiento de la estructura de Gobierno Corporativo y protege los derechos de los inversionistas, sino que también alimenta el juego de oferta y demanda y lo ajusta a la realidad de la empresa.

²³ En Colombia, el mecanismo de publicación de información consagrado por la regulación (Decreto 2555 de 2010), es el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores (SIMEV), particularmente en su módulo de Registro Nacional de Valores y Emisores y en lo que conoce como Información Relevante. Mantener alimentado este canal sin duda permitirá contar con información de calidad para la toma de decisiones.

- **Repartición de dividendos: tamaño y periodicidad del pago**

Continuando con las estrategias post emisión para mantener el precio de cotización lo más cerca posible del valor fundamental, cabe hablar de aquellos eventos corporativos que pueden generar choques sobre los precios y distorsionar el comportamiento de las especies. Alguno de estos eventos tales como las recompras de acciones, las fusiones y las escisiones, son inevitables; pero otros, sí lo son. Pero más que responsabilidad de la FBI, es del emisor mitigar su ocurrencia.

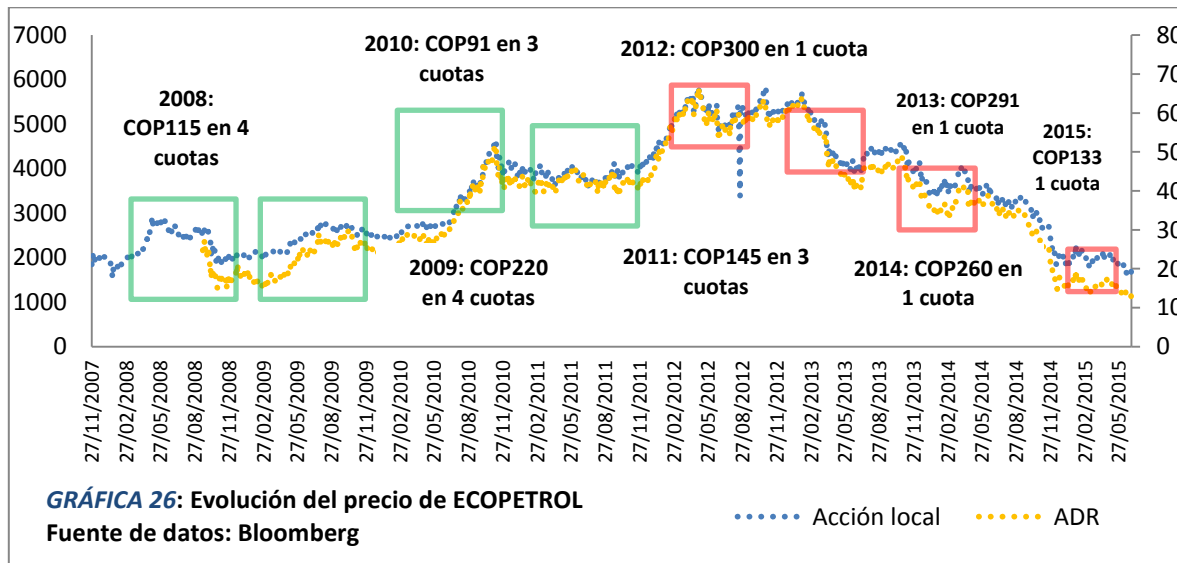
Uno de ellos, tal vez el más destacado y recurrente en nuestro país, es el pago de dividendos. Por supuesto, no se está planteando no repartir utilidades, sino hacerlo de manera prudente; y es que lo que conocemos como el periodo *ex dividendo*, genera el escenario ideal para la especulación y que las acciones se distancien de su valor fundamental para entonces empezar a responder a otras variables como la especulación misma.

En la plaza local se ha hecho recurrente que aquellas empresas con un alto *dividend yield*, y que además reparten la totalidad de sus dividendos en un único pago, ven distorsionada su negociación regular previo al inicio del periodo *ex dividendo* dado el ánimo comprador que aparece con la intención de quedarse con dicha rentabilidad, pero que una vez ha iniciado dicho periodo, desaparece generando presiones bajistas sobre las especies. Lo cual en la mayor parte de los casos genera castigos mayores al dividendo mismo, y a la acción le termina costando mucho recuperarse, por lo que su precio se termina distanciando de su valor fundamental. Sin contar además, que los accionistas de corte estructural (aquellos que en largo plazo se mantienen comprados), pierden mucho dinero.

El ejemplo más claro de esta situación es Ecopetrol S.A., la cual es una de las empresas con la mejor tasa de dividendos del país, pero que de un tiempo hacia hoy, reparte en un único pago, y las pérdidas generadas por la presión bajista al iniciar el periodo *ex dividendo*, terminan siendo superiores al dividendo mismo.

De ahí entonces que resulte clave dividir el pago del dividendo en distintos momentos del año, para así reducir la especulación y eliminar el choque que esto genera. Algunas empresas como Grupo Argos, Grupo Sura, Nutresa y el Grupo

Bancolombia así lo hacen, dividiendo el pago en desembolsos trimestrales e incluso mensuales.



- **Una vez más: educación financiera**

Otro aspecto post emisión que es clave y que además debe ser continuo, es la educación financiera. Ya en el componente N°1 se habló al respecto, no obstante resulta relevante traerlo a colación de nuevo, dado que el objetivo cambia.

El esquema allí descrito puede ser replicado en esta etapa, sólo que lo que está detrás ya no es dar a conocer los riesgos asociados de la colocación, sino dar acompañamiento al inversionista y al mercado en su conjunto durante la etapa post emisión con todos los imprevistos que pueden darse, la interpretación de información fundamental y financiera, así como el conocimiento de aquella información generada gracias a la disciplina normativa y que puede ser tenida en cuenta para la toma de decisiones, lo cual es, al fin y al cabo, indicativo de la manera en que la estructura de Gobierno Corporativo está haciendo algo por sus accionistas.

- **Análisis en el contexto de los elementos GAF**

En la Tabla N°21, se presenta el análisis de cada uno de los niveles del componente 5, en el marco de los elementos transversales del Modelo GAF.

Tabla 21 *Análisis del componente 5 en el contexto de los elementos GAF*

NIVELES / ELEMENTOS GAF	GOBIERNO CORPORATIVO	ARTICULACIÓN DE COMPONENTES	FLEXIBILIDAD METODOLÓGICA
Mecanismos de estabilización de precios	Hace parte del esquema de Gobierno Corporativo cuyo objetivo es proteger los derechos de los inversionistas.	Conexión con: expectativas que se lanzan al mercado; momento a emitir; plazos; instrumentos híbridos y opciones; el tick de volatilidad.	Aplicable en OPI y OPV locales y off shore, siempre y cuando el perímetro regulatorio lo permita.
Periodo <i>lock up</i>	Así como los anteriores, son formas de proteger a los inversionistas, solo que esta tiene un costo mayor y tiene que ver con la materialización de errores en la colocación. Por ello no es una decisión de la colocación, sino una contingencia como respuesta a errores de la misma.		
Creadores de mercado			
Repartición de dividendos	Si bien la decisión final pasa por la asamblea misma, las estrategias son propuestas por la Junta, la cual, en el marco del Gobierno Corporativo, deberá postular alternativas que protejan a los inversionistas de la volatilidad.	Conexión con: tipos de acciones a colocar; rol de los derechos de preferencia; momento a emitir; plazos.	Aplicable para OPI y OPV, donde el pago de los dividendos constituya un <i>dividend yield</i> alto y que pueda generar especulación. Si es bajo, no resulta necesario.
Educación financiera	Debe ser desde el momento de la adjudicación. Dirigida no solo a potenciales inversionistas sino también a los actuales.	Conexión con: educación financiera (componente N°1); expectativas que se lanzan al mercado; público objetivo.	Aplicable en todos los casos, aunque su alcance se puede ver limitado con inversionistas profesionales. El énfasis debe hacerse en colocación cuyo público objetivo sea el inversionista retail.

III. CONCLUSIONES

Las OPV se han establecido como una maniobra estratégica por parte de las empresas tanto privadas como públicas para capitalizar o incluso venderse a través de los mercados de valores. En dicho proceso, las FBI son el aliado clave; el éxito o fracaso de la oferta dependerá en gran medida del trabajo conjunto que se logre con este tipo de instituciones. Dicha labor se materializa en todas las dimensiones definidas para el proceso de colocación, que van desde la promoción y el cumplimiento de los requisitos legales, hasta la adjudicación y el acompañamiento post emisión.

Evidencia reciente, no solo en Colombia sino también en el mercado de EUA, demuestra que los modelos que actualmente conjugan tales dimensiones, tienen como prioridad el cumplimiento de los objetivos del emisor y de la banca misma,

ignorando aspectos claves como los intereses de los inversionistas actuales (si ya hubo una OPI previa) y futuros.

Al evaluar casos como el de Canacol Energy Ltd., Grupo Aval y Avianca Holding en el ámbito local, y Facebook Inc. y Apple Inc. en el foráneo, queda claro que los modelos de estructuración de OPV vigentes, cuentan con serios problemas relacionados principalmente con, primero, el desequilibrio entre las expectativas del emisor, la FBI y los inversionistas; segundo, la independencia con la que se gestiona cada una de las decisiones críticas del proceso, desconociendo su carácter conjuntivo; y tercero, carecen de flexibilidad, por lo que no en todos los casos su aplicación resulta arrojar resultados positivos.

Todo esto, tal y como vimos, termina desencadenando el escollo más importante de todos: **el precio de cotización de la especie emitida, se distancia en el mercado secundario, de su valor fundamental**. De ahí que al respecto, se plantee un modelo alternativo para la estructuración de salidas a bolsa que ataque directamente todas las dificultades identificadas.

De esa manera, el **Modelo GAF**, se ha establecido entorno a tres elementos, que dada su transversalidad, logra resolver las falencias de los modelos actuales. El primero de ellos, es un esquema de **Gobierno Corporativo** que armonice los objetivos e intereses de inversionistas, emisores y banqueros de inversión; el segundo, asociado a la **capacidad de articular** cada uno de los componentes fundamentales del modelo, consiguiendo así una gestión que reconozca la interdependencia de los mismos; y el tercero, la **flexibilidad en su metodología**, para de esa manera ser aplicable con éxito en distintas circunstancias.

De igual forma, el Modelo GAF redefine el proceso como tal, y lo divide en cinco componentes que agrupan las decisiones estratégicas, tácticas y operativas de la colocación, y que además, permiten la intervención de los elementos transversales.

Primero, los **atributos de la colocación**. Definidos como el conjunto de decisiones asociadas a la OPV, que constituyen la etapa previa a la entrega del prospecto, y que se entiende como preparatoria para la colocación. Los niveles a definir allí son: el objetivo de la emisión (venta o capitalización), la elección del

colocador (FBI estructuradora) y el tipo de colocación (garantizada, en firme o al mejor esfuerzo), el tipo de acciones a colocar (ordinarias o preferenciales), público para la emisión (inversionistas profesionales o clientes inversionistas) y elección del mercado (local o extranjero), expectativas que se lanzan al mercado (alcance, comunicación y forma de seguimiento), momento a emitir (evaluando situación de la empresa, la industria, el contexto bursátil y coyuntura económica), plazos (desde el *road show* hasta la ejecución de planes post emisión) y educación financiera (*ex ante*).

Segundo, el **precio**. El cual comprende todas las decisiones asociadas a la determinación del precio de adjudicación de la oferta. Los niveles a definir allí son: el mecanismo de fijación de precios (*book building*, preferiblemente), el nivel de subvaloración (equilibrando el margen de valorización justo para el comprador, la relación costo beneficio para el vendedor y la favorabilidad en las condiciones de mercado, y si corresponde, el precio de cotización en el mercado secundario), el rol de los derechos de preferencia (entendido como un costo que afecta la rentabilidad potencial), el *tick* de precio (como factor de volatilidad), la posibilidad de ingresar a índices bursátiles y fondos de inversión (el precio en términos absolutos es un requisito en varios de ellos), el impacto en los múltiplos de valoración (RPG, PVL y UPA) y, en caso de existir, la relación con ADR y GDR (valorando la equivalencia de estos por tipo de cambio frente a la especie local).

Tercero, la **cantidad** a colocar. El cual se refiere específicamente al tamaño de la colocación en términos de capitalización y número de títulos. Los niveles de este componente son: análisis contable (capital autorizado, pagado y suscrito), la factibilidad (liquidez a absorber y momento de mercado), el *bid to cover* (como termómetro de lo que podría ser la demanda en el mercado secundario), el rol de los instrumentos híbridos y las opciones, análisis del circulante actual y liquidez esperada (la liquidez y la atomización de la propiedad son un criterio de selección para muchos de ellos), y por último, al igual que en el componente 2, la posibilidad de ingresar a índices bursátiles y fondos de inversión (el precio en términos absolutos es un requisito en varios de ellos).

Cuarto, los criterios de **adjudicación**. Este componente agrupa las decisiones asociadas al cierre de la oferta y que establecen quiénes, cómo y por qué reciben acciones. Los niveles son: la definición de tales criterios, la manera de determinación del precio (en conexión con lo establecido en el Componente 2), la cantidad mínima y máxima a adjudicar por paquete (en conexión con lo establecido en el Componente 3) y la modalidad de pago (contado o a plazos).

Quinto, el acompañamiento **post emisión**. El cual comprende las decisiones encaminadas a que, una vez en el mercado secundario, la acción alcance un comportamiento razonable. Este componente es clave para que el precio de cotización de la especie se mantenga en línea con su valor fundamental. Los niveles que comprende son: mecanismos de estabilización de precios (del tipo *Green Shoe*), un periodo *lock up* (aunque este no garantiza que el precio no caiga), un esquema de creadores de mercado (como formadores de liquidez en caso de ser necesario), disciplina normativa (con la Ley SOX como referente), la periodicidad de pago de dividendos y su tamaño (incluso sin la existencia de un periodo ex dividendo el riesgo de especulación existe) y una vez más, educación financiera (ahora, ex post).

Queda claro que si buena parte de las OPV estudiadas, y otras tantas que han tenido problemas similares, hubiesen ajustado sus modelos con algunos de los elementos transversales y componentes tratados, el resultado de la colocación y el comportamiento subyacente en bolsa de la especie emitida hubiese sido diferente. Por supuesto, el Modelo GAF no pretende ser la panacea en materia de banca de inversión, y probablemente no lo sea, pero constituye una guía válida para que futuras colocaciones, a sabiendas de los problemas que han presentado varias de las recientes, modifique su enfoque y logren, además de ser exitosas en términos de la venta, mantener desde el primer día en el mercado secundario, el precio de cotización lo más cerca posible de su valor fundamental, y así aproximar los mercados a su ideal de máxima eficiencia. Ello, con todo lo que implicaría: información completa y simétrica, liquidez justa y negociación dinámica. Queda la puerta abierta para que en caso de aplicarse el Modelo GAF en OPV locales o extranjeras, futuras investigaciones evalúen su efectividad.

IV. BIBLIOGRAFÍA

Autore, D., & Kovacs, T. (2014). Investor recognition and seasoned equity offers. *Journal of Corporate Finance*, 25, pp. 216–233.

Besley, S., & Brigham, E. (2001). *Fundamentos de Administración Financiera* (12 ed.). México D.F.: McGraw-Hill.

Bilbao Calabuig, P., & Rúa Vieites, A. (2007). El efecto de los códigos de buen gobierno españoles sobre el gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35. *Revista Icade*, 70, pp. 57-90.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas* (9 ed.). México D.F.: McGraw-Hill.

Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (7 ed.). New York: McGraw-Hill.

Bolsa de Valores de Colombia [BVC], (2013). *Metodología para el cálculo del índice COLCAP*. Bogotá: publicación autónoma.

Burns, A. & Wesley, C. (1946). Measuring business cycles. *National Bureau of Economic Research, Studies in Business Cycles, volumen 2*, pp. XXVII-560.

Chan, P. T., & Walter, T. (2014). Investment performance of “environmentally-friendly” firms and their initial public offers and seasoned equity offers. *Journal of Banking & Finance*, 44, pp. 177-188.

Cohen, D., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.

Cortijo, V. (2007). Impacto de la Ley Sarbanes-Oxley en la regulación del sistema financiero español. *Boletín ICE económico*, 2907, pp. 43-51.

Eckbo, E., & Norli, O. (2005). Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns. *Journal of Corporate Finance*, 11(1,2), pp. 1-35.

Fradique-Méndez, C. & Villaveces, L. (2014). *Reintroducing the green shoe option in Colombia*. [Artículo de opinión, *International Financial Law Review*]. Recuperado el 7 de julio de 2015 de [<http://www.iflr.com/Article/3302111/Reintroducing-the-green-shoe-option-in-Colombia.html>].

Garay, U., González, M., Guzmán, A., & Trujillo, M. (2013). Internet-based corporate disclosure and market. *Emerging Markets Review*, 150-168.

Gleason, K., Johnston, J., & Madura, J. (2008). What factors drive IPO aftermarket risk? *Applied Financial Economics*, 18(13), pp. 1099-1110.

Gibson, S., Safieddine, A., & Sonti, R. (2004). Smart investments by smart money: Evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), pp. 581-604.

Gil, C. González, J. & Villanueva, M. (2011). *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones*. [Documento de trabajo, Comisión Nacional del Mercado de Valores de España]. Recuperado el 7 de julio de 2015 de [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT50_web.pdf].

Gitman, L. & Zutter, C. (2012). *Principios de Administración Financiera* (12 ed.) México D.F.: Pearson.

Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2008). *Financial Markets and Corporate Strategy* (Ed. europea). New York: McGraw-Hill.

Intintoli, V., Jategaonkar, S., & Kahle, K. (2014). The Effect of Demand for Shares on the Timing and Underpricing of Seasoned Equity Offers. *Financial Management*, 43(1), pp. 61-86.

Lagos, D., & Vecino, C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales*, 30, pp. 73-84.

Langebaek, A., & Ortíz, J. (2007). Q de Tobin y Gobierno corporativo de las empresas listadas en Bolsa. *Borradores de Economía del Banco de la República*, 447, pp. 1-37.

Lefort, F. (2003). Gobierno Corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía*, 40(120), pp. 207-237.

Marshall, J., & Ellis, M. (1995). *Investment Banking and Brokerage*. (1 ed.) New York: McGraw-Hill.

Mola, S., & Loughran, T. (2004). Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(01), pp. 1-23.

Ofek, E. & Richardson, M. (2000). *The IPO Lock-Up Period: Implications for Market Efficiency and Downward Sloping Demand Curves*. [Trabajo Investigativo, New York University]. Recuperado el 7 de julio de 2015 de [<http://people.stern.nyu.edu/eofek/lockup.pdf>].

Ogden, J., Jen, F., & O'Connor, P. (2003). *Advanced Corporate Finance*. (1 ed.). New Jersey: Prentice Hall.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Edición 2004. París: OECD.

Pritsker, M. (2006). A fully-rational liquidity-based theory of IPO underpricing and underperformance. *Finance and Economics Discussion Series*, 12, pp. 1-69.

Ritter, J., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *Yale ICF Working Paper*, 02-01, pp. 1-45.

Ross, A., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2012). *Finanzas Corporativas* (9 ed.). New York: McGraw - Hill.

Sánchez, L. (2000). *Los costos y beneficios de emitir acciones por primera vez al público según la teoría de la firma el caso de ISA: acciones para todos*. [Trabajo Investigativo, Universidad de los Andes]. Recuperado el 7 de julio de 2015 de [http://dspace.uniandes.edu.co/xmlui/bitstream/handle/1992/146/mi_870.pdf?sequence=1].

Van Horne, J. (2001). *Financial Management Policy* (12 ed.). New Jersey: Prentice Hall.

Vázquez, N. & Díaz, M. (2013). *Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF-IFRS): Principios y ejercicios avanzados de contabilidad global*. Barcelona: Profit Editorial.

Volpin, P. (2002). Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, pp. 61-90.