



---

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

IPO. ESTRUCTURA Y PROCESO DE  
COLOCACIÓN

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:  
LICENCIADO EN ECONOMÍA  
P R E S E N T A:  
ALEJANDRA FLORES GONZÁLEZ



ASESOR:  
LIC. GABRIEL ALEJANDRO BECERRIL PARREÑO

Ciudad Universitaria, Septiembre de 2015



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

*A MIS PADRES*

La culminación de esta Tesis no habría sido posible sin el apoyo de mis padres, las aportaciones de mi Tutor, el Lic. Becerril Parreño Gabriel Alejandro y las observaciones de mis sinodales: el Lic. Avilés Eusebio David, el Dr. García Martínez Benjamín, la Lic. García Torres Rosa María y el Lic. Rodríguez Reyes Jacobo Eleazar.

A ellos, además de a los muchos amigos y familiares que me alentaron en la preparación de ésta investigación, les agradezco su tiempo y contribución.

# CONTENIDO

|   |           |
|---|-----------|
| <b>JUSTIFICACIÓN Y DELIMITACIÓN .....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>OBJETIVO GENERAL .....</b>               | <b>1</b>  |
| <b>OBJETIVOS PARTICULARES .....</b>         | <b>1</b>  |
| <b>HIPÓTESIS.....</b>                       | <b>2</b>  |
| <b>METODOLOGÍA.....</b>                     | <b>2</b>  |
| <b>INTRODUCCIÓN .....</b>                   | <b>3</b>  |
| <br>  |           |
| <b>CAPÍTULO 1.....</b>                      | <b>6</b>  |
| <b>EL MERCADO DE LAS IPOS .....</b>         | <b>6</b>  |
| 1.1 MERCADO DE DINERO Y CAPITALES.....      | 6         |
| 1.2 MERCADO PRIMARIO .....                  | 8         |
| 1.3 MERCADO SECUNDARIO .....                | 8         |
| 1.4 CICLO DE VIDA DE LAS COMPAÑÍAS.....     | 9         |
| 1.5 MERCADO IPO.....                        | 11        |
| 1.5.1 COLOCACIÓN PRIVADA .....              | 14        |
| 1.6 ESTRUCTURA DE LA OFERTA.....            | 16        |
| 1.7 REQUERIMIENTOS DE LISTADO.....          | 19        |
| 1.8 REQUERIMIENTOS DE LIQUIDEZ.....         | 21        |
| 1.9 OPCIONES GREEN SHOE.....                | 23        |
| <br>  |           |
| <b>CAPÍTULO 2.....</b>                      | <b>26</b> |
| <b>PROCESO DE COLOCACIÓN.....</b>           | <b>26</b> |
| 2.1 SELECCIÓN DE LA COLOCACIÓN ÓPTIMA ..... | 26        |
| 2.2 EL BANCO DE INVERSIÓN .....             | 27        |
| 2.3 DUE DILIGENCE.....                      | 29        |
| 2.4 LA INFORMACIÓN FINANCIERA .....         | 29        |
| 2.5 EL PROSPECTO .....                      | 30        |
| 2.6 ROAD SHOW .....                         | 32        |
| 2.7 LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES..... | 33        |
| 2.8 LOS INVERSIONISTAS INDIVIDUALES.....    | 33        |
| 2.9 VALUACIÓN .....                         | 35        |
| 2.10 PRECIO.....                            | 41        |
| 2.11 COLOCACIÓN DE LOS ACTIVOS.....         | 42        |
| 2.12 EL CIERRE Y EL LISTADO.....            | 44        |
| 2.13 EL ÉXITO DE UNA IPO .....              | 45        |

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>CAPÍTULO 3</b> .....              | <b>48</b> |
| <b>CASOS PRÁCTICOS</b> .....         | <b>48</b> |
| 3.1 NETFLIX .....                    | 48        |
| 3.1.1 <i>HISTORIA</i> .....          | 48        |
| 3.1.2 <i>MODELO DE NEGOCIO</i> ..... | 50        |
| 3.1.3 <i>LINEA DEL TIEMPO</i> .....  | 51        |
| 3.2 GOOGLE .....                     | 56        |
| 3.2.1 <i>HISTORIA</i> .....          | 56        |
| 3.2.2 <i>MODELO DE NEGOCIO</i> ..... | 58        |
| 3.2.3 <i>LINEA DEL TIEMPO</i> .....  | 58        |
| 3.3 FACEBOOK.....                    | 62        |
| 3.3.1 <i>HISTORIA</i> .....          | 62        |
| 3.3.2 <i>MODELO DE NEGOCIO</i> ..... | 64        |
| 3.3.3 <i>LINEA DEL TIEMPO</i> .....  | 65        |
| <b>CONCLUSIONES</b> .....            | <b>72</b> |
| ANEXO A.....                         | 77        |
| BIBLIOGRAFÍA.....                    | 80        |

*<<Estoy convencido de que la mitad de lo que  
separa a los emprendedores exitosos de  
los no exitosos, es la perseverancia>>.*

*Steve Jobs*

## JUSTIFICACIÓN Y DELIMITACIÓN

El presente trabajo expone la estructura y funcionamiento de una Oferta Pública Inicial (IPO, Initial Public Offering). Así como las razones por las que una empresa realiza ésta primera emisión. A través de ésta IPO, las empresas buscan obtener financiamiento mediante la colocación de acciones en el mercado de capitales. Las empresas tienen disponible el financiamiento a través de los mercados de deuda, colocando instrumentos como el papel comercial<sup>1</sup>, aceptaciones bancarias<sup>2</sup> o bonos en prenda<sup>3</sup>. Sin embargo, estos instrumentos están dirigidos más al financiamiento a corto plazo.

El objetivo del trabajo es, además de conocer la estructura y funcionamientos de una IPO, identificar los factores que hacen que esta emisión y colocación pueda ser exitosa. En ésta investigación, se dará a conocer en el contexto actual, el proceso de colocación de una PO. El trabajo se enfocará en el mercado bursátil de los Estados Unidos en los últimos 25 años. La estructura del sistema financiero permite que puedan cotizar en Bolsa todo tipo de empresas, sin importar el tamaño de las mismas. Esto permite que se pueda observar un número considerable de IPOs.

## OBJETIVO GENERAL

Describir el proceso y características de una primera emisión de acciones de una empresa como mecanismo de financiamiento en el mercado bursátil de los Estados Unidos.

## OBJETIVOS PARTICULARES

- Investigar el mercado de las IPOs, a modo de conocer la estructura y forma en que las colocaciones se han llevado a cabo, durante los últimos 25 años.
- Explicar la manera en que se realiza la valuación, así como la determinación del precio de una IPO.
- Encontrar las diferencias entre una IPO cuyos resultados no fueron positivos contra una IPO que consiguió una colocación exitosa.
- Identificar la importancia de las presentaciones de promoción, de una nueva emisión.

---

<sup>1</sup> Es un pagaré suscrito sin garantía sobre los activos de la empresa emisora que será pagado en una fecha determinada.

<sup>2</sup> Son letras de cambio giradas por empresas a su propia orden y aceptadas por instituciones de banca múltiple.

<sup>3</sup> Son certificaciones de depósito que acreditan la propiedad de la mercancía o bienes depositados.

## **HIPÓTESIS**

Para lograr que una emisión IPO alcance el objetivo de financiamiento, que busca la empresa a través del mercado bursátil, se debe cumplir de manera completa y satisfactoria con los siguientes elementos:

- a) La elaboración del Due diligence.
- b) La preparación del prospecto de colocación.
- c) Encontrar una agencia colocadora de la emisión
- d) Realizar las presentaciones de promoción y
- e) Establecer un precio unitario adecuado a la colocación.

## **METODOLOGÍA**

El método utilizado para la elaboración de la Tesis es el método general de investigación científica, basado en la investigación documental. Definida como el conjunto de actividades metódicas y técnicas que tienen como objetivo la recopilación, análisis y exposición crítica de la información y datos contenidos en documentos<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Luis Medina Lozano, Métodos de Investigación, 13<sup>a</sup>. reimpresión, Dirección General de Educación Tecnológica Industrial (Proceso de la investigación científica en las ciencias sociales, 4.3), México, D.F, p.164.

## INTRODUCCIÓN

Una IPO (Initial Public Offering – Oferta Pública Inicial) es la primera emisión de acciones de las empresas que se realiza con el fin de obtener financiamiento a largo plazo en el mercado bursátil. Para la obtención de este tipo de financiamiento, también existe un mercado extrabursátil llamado Over The Counter. En este mercado los requisitos de listado son mínimos, por lo cual representa una opción para las empresas que no cumplen con los requisitos de colocación de un mercado bursátil y, para las empresas que desean cotizar en un espacio con mayor flexibilidad. De este modo cuando una empresa cotiza dentro de un mercado OTC, tiene la opción de continuar su financiamiento en este espacio o buscarlo en un mercado bursátil a partir de una IPO.

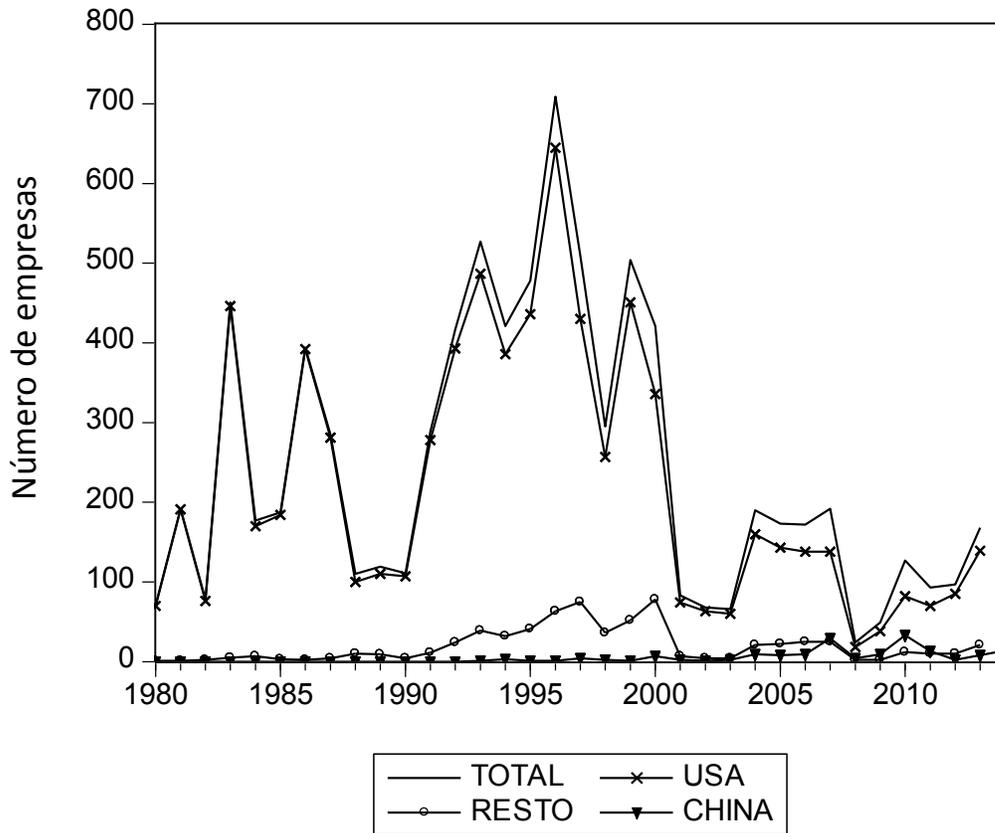
Existen muchos tipos de IPOs, entre ellas, las tecnológicas, las de biotecnología, las del sector financiero, de energía como el petróleo o el gas natural, o incluso las que surgen en el momento y posteriormente desaparecen. También están aquellas que parecen estar muy bien planeadas, sin embargo, su salida a bolsa no resulta según las expectativas. Por otra parte existen aquéllas emisiones que logran salir a bolsa con importantes rendimientos y consiguen mantenerse en el mercado mejorando las expectativas en el largo plazo.

La idea de esta investigación es detallar el proceso mediante el cual tiene que pasar una empresa para llevar a cabo su primera emisión de acciones, así como conocer qué papel juegan los inversionistas. Se describe el proceso de una emisión desde el punto de vista de la corporación y del mercado bursátil. Finalmente, se exponen los dilemas que enfrentan las empresas y la manera en que funciona el mercado de valores en el inicio de una emisión.

Para llevar a cabo una IPO se necesita de un equipo de personas capacitadas, de una adecuada organización y una empresa lo suficientemente fuerte para pasar por el proceso de colocación. La intención es mostrar que no cualquier empresa puede emitir acciones y conservar su lugar en el listado, debido a los requisitos que este conlleva. Otro de los temas a tratar es la influencia que puede tener el proceso de Road Show de la empresa para asegurar la demanda de las acciones a colocar.

En los últimos años se ha visto crecer el número de IPOs en el mercado, luego del auge que tuvieron las empresas puntocom en el año 2000. Éste se debió principalmente al incremento en el acceso a internet por parte de los usuarios y al mismo tiempo, incentivó la participación en el mercado de las empresas que querían aprovecharse de esta etapa de crecimiento. Desafortunadamente sólo se trató de una burbuja especulativa y al final, estas compañías terminaron en bancarrota.

**Gráfica 1**



Fuente: warrington (2012).

En la Gráfica 1 se muestra el número de emisiones que se han llevado a cabo desde 1980 hasta el 2013, con un precio de oferta por encima de \$5 dólares por acción. Se puede observar cómo es que el mercado de las IPOs tiene su nicho principalmente en el mercado americano, después el resto del mundo. Un dato importante es que China comienza a tener una importante participación en el mundo de las IPOs a partir del 2006. Otro aspecto relevante que se debe tomar en cuenta en la gráfica, es la burbuja de las puntocom que comenzó a crecer en la década de los 90's y estalló a principios de la década del 2000.

La información fue recopilada de libros financieros, y artículos electrónicos sobre finanzas e inversión en IPOs. También fueron consultadas revistas especializadas, páginas de trading en internet y páginas especializadas en las IPOs.

El trabajo está dividido en 3 capítulos. El primer capítulo, es una introducción sobre el mercado de valores y el papel que ocupa el mercado de las IPOs como primera colocación.

El segundo capítulo abarca la estructura y el proceso de colocación de una IPO y el tercer capítulo, muestra tres empresas de tecnología: Google, Netflix y Facebook. La intención de utilizar estas tres empresas, todas en el mismo sector, es que no todas las emisiones han sido exitosas. En el caso de Google se trata de una empresa que salió a bolsa y a partir de ese momento su tendencia ha sido al alza. En el caso de Netflix, una empresa que salió a bolsa y mantuvo un rango de precios que se elevó considerablemente a mediados de 2009 y ha mantenido una tendencia alcista. Facebook es un caso especial porque fue una empresa que tenía muy altas expectativas y luego de su salida a bolsa, comenzó a bajar de precio hasta en un 50% de lo que tenía establecido como precio de oferta.

## CAPÍTULO 1

### EL MERCADO DE LAS IPOs

El Mercado de Valores es el mercado donde se lleva a cabo la compra-venta de diferentes activos financieros. Este capítulo tiene el fin de encontrar dentro del Universo Financiero y a partir de distintos puntos, el lugar que ocupan en el espacio las IPOs. Se hace mención y una breve explicación de lo que es el mercado de dinero y capitales, el mercado primario y el mercado secundario. Todo esto como preámbulo al mercado de las IPOs, el cual va a ser explicado primeramente a partir del ciclo de vida de las compañías, como una forma de ver la historia de la empresa desde su nacimiento hasta su primera colocación de acciones.

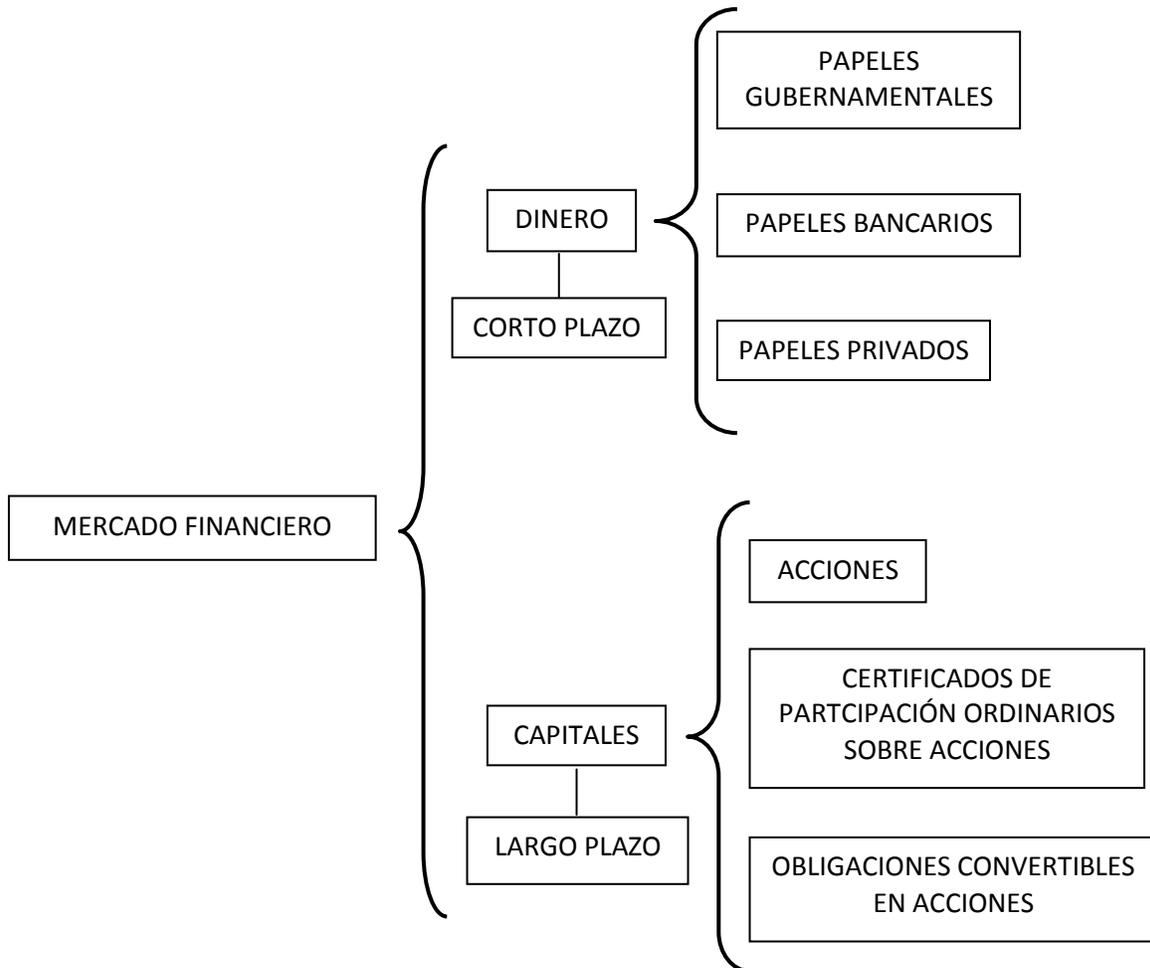
#### 1.1 MERCADO DE DINERO Y CAPITAL

Hay muchos mercados financieros en una economía desarrollada. Cada uno utiliza un tipo especial de instrumentos, atiende a clientes con necesidades específicas o está ubicado en determinada zona geográfica (Bradley et al., 2010).

Los mercados para instrumentos financieros de corto plazo se denominan mercados de dinero y los mercados de largo plazo mercados de capital. En términos más específicos, los mercados de dinero incluyen instrumentos con vencimientos que van desde días hasta poco más de un año. Entonces, por definición, los mercados de dinero sólo incluyen instrumentos de deuda debido a que los instrumentos de capital no cuentan con vencimientos específicos, mientras que los mercados de capitales cuentan tanto con instrumentos de capital como con instrumentos de deuda de largo plazo. En “Fundamentos de Administración Financiera” (Besley & Brigham, 2009) desarrollan esta idea con mayor profundidad.

El diagrama 1 muestra los instrumentos financieros dentro del mercado de dinero y el mercado de capitales, utilizados para el financiamiento ya sea de corto o largo plazo. Dentro del mercado de capitales, se encuentran las acciones que para el tema de estudio son importantes porque es el lugar donde se van a situar las primeras emisiones. Es significativo hacer mención de las otras formas de financiamiento, como los papeles bancarios y privados porque son una opción alternativa a la colocación de acciones que se manejan sólo en el corto plazo.

**Diagrama 1. Los Instrumentos financieros en el largo y corto plazo del mercado financiero.**



Fuente: Condusef (2015).

La principal función de los mercados de dinero es ofrecer liquidez a las empresas, gobiernos e individuos para que puedan satisfacer sus necesidades de efectivo de corto plazo, ya que en la mayoría de los casos el ingreso de los flujos de efectivo no coincide exactamente con su egreso. En “Fundamentos de Administración Financiera” (Besley & Brigham, 2009) se señala que la principal función de los mercados de capitales es ofrecer la oportunidad de transferir excedentes o déficits de efectivo hacia años futuros. Entonces, las empresas emiten acciones y bonos para hacerse de recursos y así satisfacer necesidades de inversión como expansiones, y los inversionistas que proporcionan los recursos reciben promesas de que los flujos de efectivo generados por estas empresas serán distribuidos en algún futuro.

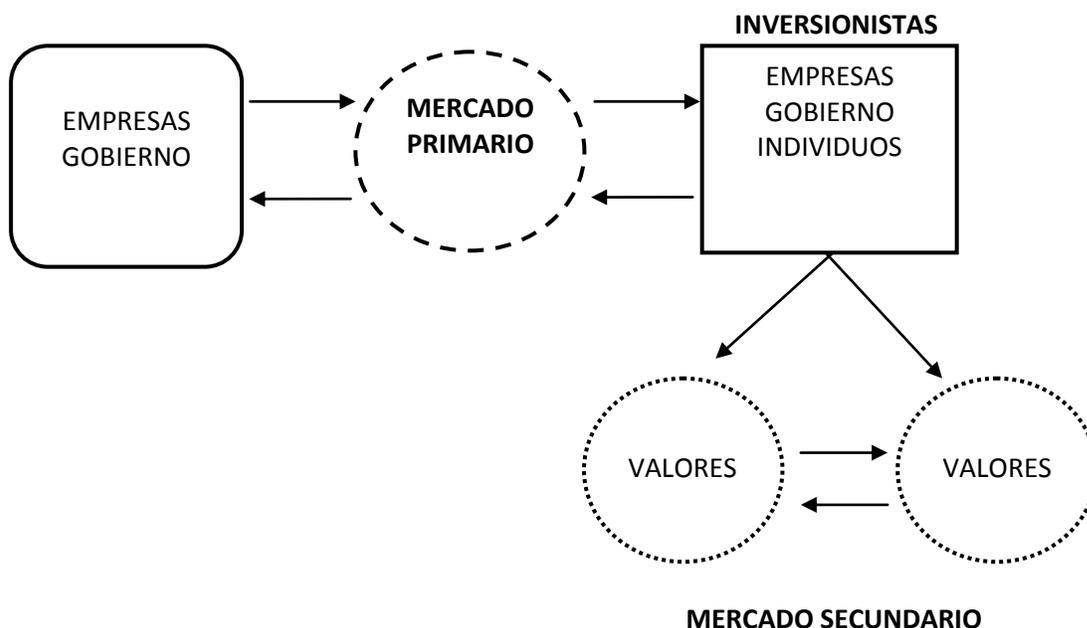
## 1.2 MERCADO PRIMARIO

Las corporaciones captan dinero vendiendo activos financieros como acciones y bonos. Esto incrementa la cantidad de efectivo en manos de la compañía y la cantidad de acciones y bonos en manos del público. Una emisión de valores de este tipo se conoce como emisión primaria y se vende en el mercado primario (Bradley et al., 2010). De acuerdo con Besley & Brigham, (2009) En los mercados primarios se emiten valores nuevos y en los mercados secundarios se intercambian valores usados.

## 1.3 MERCADO SECUNDARIO

En los mercados secundarios se intercambian, entre los inversionistas, valores existentes y previamente emitidos. La empresa cuyos valores se intercambian en el mercado secundario no participa en la transacción y, por tanto, no recibe recurso alguno derivado de la misma (Besley & Brigham, 2009).

**Diagrama 2. Intercambio de valores en el mercado primario y secundario.**



Fuente: Elaboración propia con base en Besley & Brigham (2009).

En el diagrama 2, se muestran la compra y venta de valores en el mercado primario y secundario. En el mercado primario aparecen las empresas y el gobierno emitiendo acciones que serán compradas por los inversionistas, el gobierno u otras empresas; una vez que estos valores son adquiridos, se llevan al mercado secundario para su reventa entre empresas, gobierno e individuos.

La presencia de un mercado secundario viable incrementa la liquidez de los valores que ya se encuentran en circulación. De acuerdo con Moreno & Rivas (2002), en “La Administración Financiera de los activos y pasivos a largo plazo, el capital y los resultados”, sin liquidez, las empresas emisoras de valores nuevos tendrían que pagar rendimientos más altos porque a sus inversionistas les sería difícil encontrar mercados donde revender sus acciones y bonos.

Antes de que una empresa llegue al mercado primario, debe tener una historia desde su nacimiento hasta el posicionamiento de la misma, para ello, es importante mencionar el ciclo de vida de las compañías, que nos va a plantear, los distintos escenarios en que se va a encontrar una empresa conforme está creciendo.

### **1.4 CICLO DE VIDA DE LAS COMPAÑÍAS**

En “Fundamentos de Administración Financiera” (Besley & Brigham, 2009), se menciona que cuando un emprendedor funda una compañía, suele financiarla con sus recursos personales: ahorros, segunda hipoteca y hasta tarjetas de crédito. La compañía al ir creciendo necesita planta, equipo, inventario y otros recursos para apoyar su crecimiento. Con el tiempo se agotan los recursos personales y entonces es preciso recurrir a financiamiento externo. Muchas compañías jóvenes representan un riesgo excesivo para los bancos, de modo que el fundador se ve obligado a vender acciones a gente como amigos, parientes e inversionistas privados (llamados también ángeles) o capitalistas de riesgo.

Las organizaciones de capital de riesgo se dedican a ayudar a empresas en crecimiento, durante ese extraño periodo de adolescencia antes de que crezcan lo suficiente como para salir al público. (Bradley et al., 2010) Conforme sigan creciendo, quizá el éxito les permita obtener préstamos bancarios y hasta conseguir más fondos a través de una Initial Public Offering (IPO – Por sus siglas en inglés), vendiendo acciones al público en general. Una vez realizada la oferta, para apoyar su crecimiento se consigue un financiamiento de los bancos, emiten deuda o venden más acciones. En una palabra, la capacidad de crecer se basa en la interacción con los mercados financieros (Ehrhardt & Brigham, 2007).

De acuerdo con Moreno y Rivas (2002), el ciclo a corto plazo de las empresas se inicia con aportaciones en efectivo para materias primas y mano de obra o con el objeto de financiarse

a partir de la utilidad que de la venta del producto se pueda obtener. Este ciclo representa el capital de trabajo.

El ciclo a largo plazo se inicia con las aportaciones del capital de los accionistas, para que estos recursos se apliquen a la adquisición de inversiones permanentes como propiedades, maquinaria, equipo, etc.; que irán participando en el ciclo financiero a corto plazo a través de la depreciación, amortización o agotamiento que se incorpora en la producción (Moreno & Rivas, 2002).

**Tabla 1. ETAPAS DE FINANCIAMIENTO CON CAPITAL DE RIESGO**

|  |   |
|--|---|
| <b>Etapa del capital semilla</b>       | Una cantidad pequeña de financiamiento necesario para probar un concepto o desarrollar un producto. En esta etapa no se incluye el marketing.                               |
| <b>Etapa de arranque</b>               | Financiamiento para empresas que empezaron a operar en el último año. Es probable que los fondos se destinen a pagar los gastos de marketing y desarrollo de productos.     |
| <b>Financiamiento de primera ronda</b> | Dinero adicional para emprender las ventas y la fabricación después de que una empresa ha gastado fondos de la etapa de arranque.   |
| <b>Financiamiento de segunda ronda</b> | Fondos destinados para capital de trabajo de una empresa que ya está vendiendo su producto pero que aún pierde dinero.  |
| <b>Financiamiento de tercera ronda</b> | Financiamiento de una compañía que se encuentra por lo menos en punto de equilibrio y contempla su expansión. Este tipo se conoce también como financiamiento de mezzanine. |
| <b>Financiamiento de cuarta ronda</b>  | Dinero que se proporciona a empresas que muy probablemente empezarán a cotizar en bolsa en menos de medio año. Esta ronda también se conoce como financiamiento puente.     |

Fuente: (Ehrhardt et al., 2007).

En la tabla 1, se describen las etapas de financiamiento de una empresa con capital de riesgo. Lo que se muestra en la tabla, es que la participación de los inversionistas de riesgo es importante para el desarrollo de una empresa, dada la aportación de capital de cada uno.

## 1.5 MERCADO IPO

La primera empresa que emitió acciones públicas fue el Publicano durante la República Romana, el imperio contrató para muchos servicios a grupos privados denominados publicani. Como modernas sociedades anónimas, los Publicanos eran entidades jurídicas independientes de sus miembros cuya titularidad fue dividida en acciones o partes. Las acciones de publicani fueron llamadas "socii" (para las grandes cooperativas) y "particulae", que eran análogas a las acciones Over-The-Counter de pequeñas empresas. Edward Chancellor afirma en su libro que hay algunas pruebas de que existía especulación sobre las acciones y que fue cada vez más generalizada; todo esto se perdió como consecuencia de la caída de la República y el surgimiento del imperio (Chancellor citado en Buján, 2015).

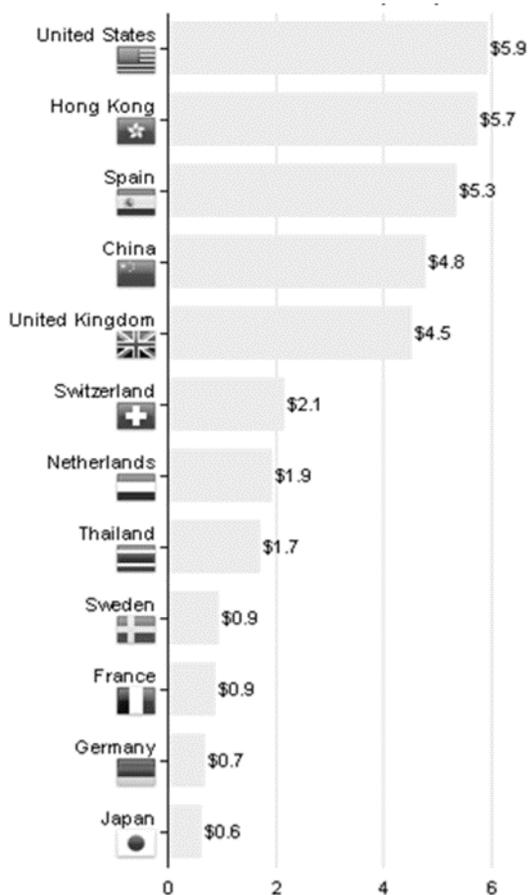
De acuerdo a Buján (2015) La primera empresa en emitir acciones en nuestra era fue la Compañía de las Indias Orientales Holandesa en 1606. Un certificado de acciones que documenta el pago y la propiedad tal como la conocemos hoy en día no se publicó, pero la propiedad en cambio, entró en el registro de las acciones de la compañía.

La primera emisión pública de capital accionario que realiza una empresa se conoce como oferta pública inicial, IPO, o nueva emisión no madura. Esta emisión se produce cuando una empresa decide cotizar en la bolsa por primera vez. De acuerdo con Ross et al., (2010), todas las ofertas públicas iniciales son emisiones de acciones. Si los accionistas de la empresa quisieran comprar las acciones, para empezar, la empresa no tendría que venderlas al público, es decir, no se emiten acciones si no se quiere que el público posea una parte de la empresa.

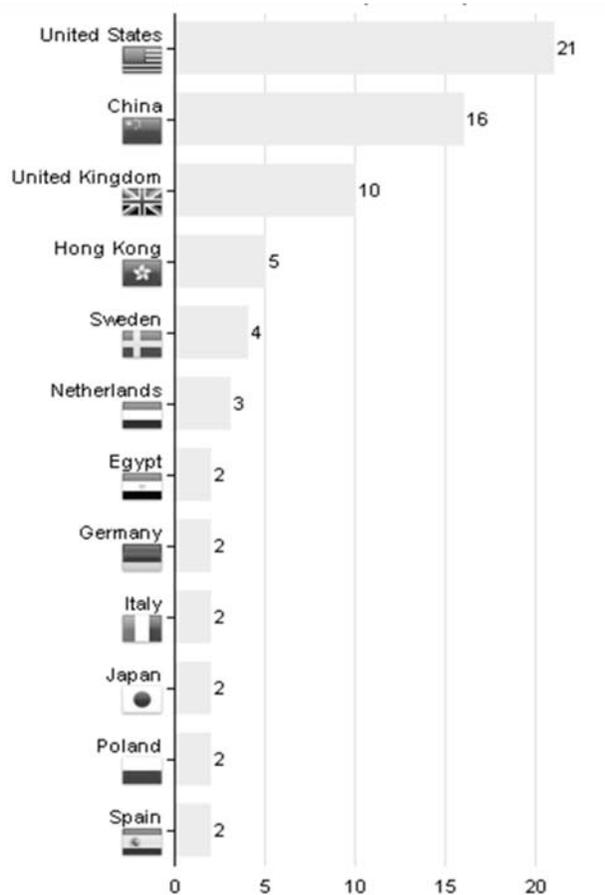
Las IPOs las realizan pequeñas empresas en rápido crecimiento que requieren capital adicional para continuar su expansión o alcanzaron un logro importante para cotizar en bolsa, el cual se estableció en un contrato firmado anteriormente para obtener financiamiento de capital de riesgo cuando es el caso (Gitman, 2007). Cuando una compañía vende por primera vez sus acciones comunes al público inversionista en una oferta pública inicial (IPO), se convierte en una compañía de propiedad pública, y también queda sujeta a los requisitos de informes regulares de las leyes de valores (Emery et al., 2000).

Como una referencia del mercado IPO se tienen las gráficas 2 y 3 que contienen los datos de los países que han alcanzado más allá de \$11mm de ganancias en IPOs durante el primer trimestre del 2015. En éstas, se puede apreciar que Estados Unidos va a la cabeza, le sigue Hong Kong, España y China; encontrándose el Reino Unido en 5to lugar. En lo que respecta a los números de IPO también se puede observar que Estados Unidos se encuentra en primer lugar, posteriormente está China, el Reino Unido, Suecia y los países bajos.

**Gráfica 2. Volumen Global IPO.**



**Gráfica 3. Número de emisiones IPO Globales.**



Fuente: Renaissancecapital (2015)

Para que una empresa pueda volverse pública, se enfrenta a algunas disyuntivas como son las ventajas y desventajas de llevar a cabo la emisión. En Fundamentos de Administración Financiera, Emery et al., (2000) la decisión de volverse pública depende de varios factores. Los accionistas clave deben llegar a la conclusión de que las ventajas superan a las desventajas.

Ventajas:

- Capital nuevo. Hacerse pública permite a una compañía recaudar capital adicional. Además, las acciones generalmente tienen un precio más alto en el mercado público que en los mercados de capital de riesgo o de colocación privada.
- Liquidez y diversificación para los accionistas actuales. Los accionistas existentes por lo regular venden porciones de sus acciones como parte de la IPOs. Esto les permite obtener un rendimiento en efectivo de su inversión y diversificar sus carteras.

- Creación de un instrumento negociable. La conversión en compañía pública hace que las acciones comunes sean negociables y crea un valor de mercado visible. Después de hacerse pública la compañía normalmente tiene más facilidad para adquirir otras compañías a cambio de acciones. Si todo lo demás es igual, los valores comerciables valen más en virtud de su mayor liquidez.
- Mayor flexibilidad del financiamiento por capital. Una compañía operada públicamente puede recaudar capital adicional más rápidamente y con un costo más bajo que si no fuera pública.
- Mejoramiento de la imagen de la compañía. Gracias a las normas que la banca de inversión aplica antes de convenir en hacer pública una compañía, el hecho de volverse pública representa un hito en el desarrollo de la compañía.

Desventajas:

- Gastos de hacerse pública. Hacerse pública implica gastos importantes, generalmente del 6 al 13% del monto del ofrecimiento y hasta más en el caso de ofrecimientos muy pequeños. La conversión en empresa pública también puede consumir una cantidad sustancial del valioso tiempo de los gerentes.
- Valuación de patrimonio más alta. La negociabilidad aumenta el valor de las acciones gracias a la liquidez. Por consiguiente, las obligaciones fiscales del patrimonio son mayores cuando las acciones se operan públicamente. Por otro lado, un mercado público ofrece un mecanismo para vender acciones y obtener efectivo en el cual pagar los impuestos.
- Dilución del interés de propiedad. Los accionistas existentes ceden una porción de su interés de propiedad a los accionistas públicos. Esto puede ser un cambio importante, y podría suceder que los accionistas existentes pierdan el control por votación.
- Requisitos de revelación. Una compañía pública está sujeta a reglamentos que rigen los informes regulares a los accionistas, las solicitudes de apoderados, las operaciones de personas con información privilegiada y otras cuestiones. Una compañía pública debe presentar con regularidad informes públicos que incluyen información acerca de sus resultados operativos, condición financiera, sucesos comerciales importantes y otras cuestiones delicadas como la compensación de los funcionarios y las transacciones entre la compañía y su gerencia.
- Responsabilidad ante accionistas públicos y presión del mercado para tener un buen desempeño a corto plazo. Como resultado de las asimetrías de información, los gerentes de una compañía de propiedad pública podrían tomar decisiones que a corto plazo parecen buenas pero que son deficientes a la larga. La “gestión” de utilidades, trimestre a trimestre, también podría perjudicar la flexibilidad operativa de la compañía.

- Presión para pagar dividendos. Los accionistas públicos esperan que la compañía comience a pagar dividendos tarde o temprano. Esto podría no ser lo mejor si la compañía tiene posibilidades de reinvertir los fondos en proyectos con VPN<sup>5</sup> (Valor Presente Neto) positivo.

La diferencia principal entre una empresa que realiza una oferta pública y una que no lo hace, radica en el financiamiento. La primera, obtiene capital a partir de las acciones que se venden al público inversionista y tiene mayores posibilidades de crecimiento; la segunda, que se sostiene con el financiamiento de los dueños o bien, con deuda a corto plazo, puede verse limitada según las disponibilidades de recursos.

En Principios de Finanzas Corporativas Bradley et al. (2010) se dice que siempre que una compañía hace una oferta pública, está obligada a registrar la emisión ante la SEC<sup>6</sup> (Security and Exchange Commission) pero, se podría evitar este costoso proceso vendiendo los valores de manera privada. Las reglas sobre lo que constituye una colocación privada son complejas, pero la SEC insiste en general en que el valor debe venderse a no más de 35 inversionistas bien informados. Una de las desventajas de las colocaciones privadas de valores es que el inversionista no los puede revender fácilmente.

### 1.5.1 COLOCACIÓN PRIVADA

En Fundamentos de Administración Financiera, (Van Horne et al., 2002) se dice que las empresas pueden vender emisiones completas a un solo comprador, generalmente a una institución financiera, personas acaudaladas, o a un grupo de compradores de ese tipo. A esta clase de venta se le conoce como colocación privada o directa porque las empresas negocian directamente con el o los inversionistas los términos de la oferta con lo cual se elimina la opción de suscripción de los bancos de inversión. Entre los inversionistas predominantes que realizan esta clase de operación están las aseguradoras, los departamentos fiduciarios de los bancos y los fondos de pensión. Una de las ventajas a la que más se hace referencia con respecto a la colocación privada es la rapidez con que se llevan a cabo este tipo de operaciones. No es necesario registrar ante la SEC las emisiones privadas, además de preparar e imprimir prospectos preliminares y finales y llevar a cabo una gran cantidad de negociaciones.

Las colocaciones privadas no se sujetan a las reglas de registro de la SEC porque se piensa que las empresas o instituciones con suficiente capital para adquirir toda una emisión de

---

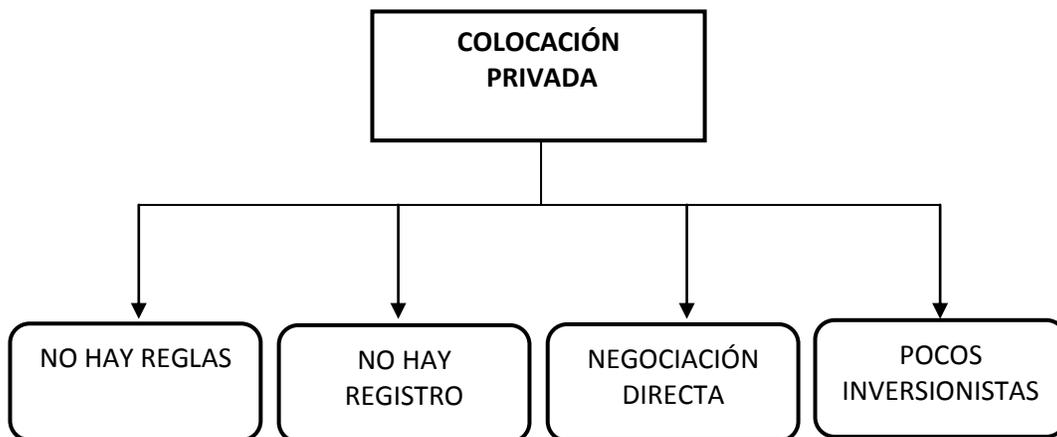
<sup>5</sup> Permite determinar si una inversión cumple con el objetivo básico financiero: Maximizar la inversión.

<sup>6</sup> Es una agencia del gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales de los valores y regular la industria de los valores, los mercados financieros de la nación, así como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos.

valores pueden allegarse por sus propios medios, la información que se manejará en el registro. Otra de las ventajas para los inversionistas institucionales es que la SEC ahora les permite revender valores en el mercado de colocación privada a otras instituciones grandes. Por lo tanto, los compradores institucionales calificados pueden vender los valores a otros compradores institucionales autorizados, sin tener que esperar ningún periodo de tenencia ni someter al emisor o tenedor de los valores a algún reglamento adicional por parte de la SEC. En consecuencia, el mercado se hace más amplio y líquido (Van Horne et al., 2002).

Es en las colocaciones privadas, en donde opera la regla 144 de la SEC en la que se declara que no es necesaria la protección otorgada por los requisitos de registro, dado el supuesto de que este tipo de inversionistas, poseen los medios para adquirir la información que necesiten de la empresa que desean adquirir.

### Diagrama 3. Ventajas de la Colocación Privada.



Fuente: Elaboración propia con base en (Van Horne et al., 2002).

El diagrama 3, muestra las ventajas de la colocación privada como el hecho de que no haya reglas ni requerimientos de listado. Lo que se maneja en la colocación privada son la negociación directa y los inversionistas que deben poseer la información de la empresa por

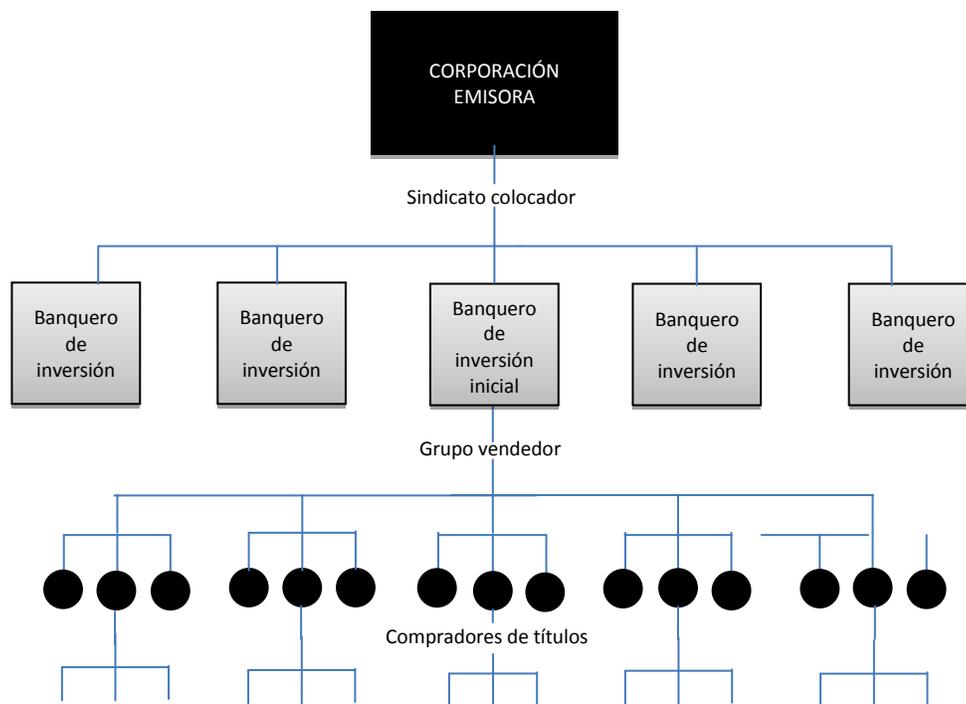
sus propios medios; ya que al considerarse una oferta privada, la SEC no tiene la responsabilidad de hacer que se conozcan todos los datos de la empresa.

El siguiente apartado tiene como objetivo explicar la estructura de la oferta ya que a diferencia de la colocación privada, una colocación pública de acciones debe cumplir ciertos requisitos para poder cotizar en la bolsa, además de rendir cuentas a la SEC y tener una estructura para la oferta de la misma.

### 1.6 ESTRUCTURA DE LA OFERTA

El primer paso de la administración en el proceso de emisión de cualquier título al público es obtener la aprobación del consejo de administración (Ross et al., 2010). La compañía designa a un colocador administrador (organizador del libro de pedidos) y coadministradores. Se forma con un sindicato de colocadores, a quienes se les denomina parteras financieras de una nueva emisión. Por lo general, desempeñan una triple función: Primero aportan asesoría financiera y procesal a la compañía, luego compran la emisión y al final la revenden al público.

**Diagrama 4. Colocación de una emisión.**



Fuente: (Gitman, 2007).

El diagrama 4, representa la colocación de una emisión desde la corporación emisora, cuyo sindicato colocador está conformado por los bancos de inversión, teniendo un banquero de

inversión principal, luego estos bancos de inversión van a pasarle los títulos a un grupo vendedor que es el que se va a encargar de la venta de la nueva emisión.

El arreglo con los colocadores incluye un acuerdo sobre el diferencial (normalmente 7% en una IPO de tamaño medio) y en ocasiones una Opción Green Shoe (que suele autorizar a los colocadores a incrementar el número de acciones compradas en 15%) (Gitman, 2007) Con el fin de cubrir el exceso de demanda y de suscriptores.

La empresa debe preparar una declaración de registro y presentarla ante la SEC. Esta declaración contiene mucha información financiera, que incluye, entre otras cosas, el historial financiero, los detalles sobre las operaciones actuales de la empresa, el financiamiento propuesto y los planes para el futuro. Fácilmente puede llegar a tener 50 o más páginas.

El documento se requiere para todas las emisiones públicas de títulos, con dos excepciones principales:

- a) Préstamos que vencen dentro de 9 meses
- b) Emisiones que implican menos de 5 millones de dólares

La segunda excepción se conoce como la exención de emisiones pequeñas. Las emisiones de menos de 5 millones de dólares se rigen por el Reglamento A, que requiere sólo un formato abreviado de registro de la oferta en lugar de una declaración completa de él. Para que el Reglamento A sea aplicable, las personas con acceso a información privilegiada no pueden vender más de 1.5 millones de dólares en títulos (Ross et al., 2010).

La emisión se registra ante la SEC (Breadley et al., 2010) y se publica el prospecto preliminar (red herring o arenque rojo –en razón de las letras resaltadas en rojo impresas en la portada) Las secciones más importantes de la solicitud de registro se distribuyen a los inversionistas en forma de un prospecto<sup>7</sup>.

Un prospecto contiene buena parte de la información incluida en la declaración de registro y la empresa lo entrega a los posibles inversionistas, pero no puede vender los títulos durante el periodo de espera. Sin embargo, se pueden presentar ofertas verbales (Ross et al., 2010).

---

<sup>7</sup> Algunos inversionistas han dicho bromeando que si tuvieran que leer cuidadosamente cada prospecto, no se atreverían a comprar ninguna emisión.

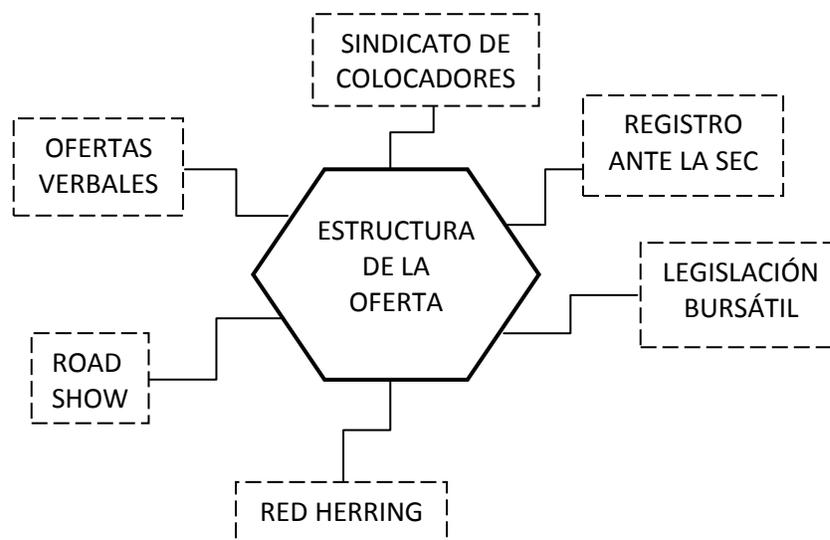
De acuerdo con Bradley et al. (2010), además de registrar la emisión ante la SEC, se necesita verificar que la emisión cumpla con las así llamadas *blue sky laws* (legislación bursátil) de cada estado, que regulan la venta de valores dentro de la jurisdicción estatal.

Se organiza una gira de presentación para vender la emisión a posibles inversionistas. El colocador administrador integra un libro con la demanda potencial. Principalmente inversionistas institucionales, como los administradores de fondos mutuos y fondos de pensiones (Bradley et al., 2010).

El registro de la emisión entra en vigor 20 días después de la presentación de la declaración, (Ross et al., 2010) a menos que la SEC envíe una carta de observaciones con sugerencias de cambios. Una vez realizados los cambios, se inicia de nuevo el periodo de espera de 20 días.

Mientras la solicitud de registro espera ser aprobada, (Bradley et al., 2010) se empieza a definir el precio de emisión analizando primeramente las razones precio-utilidades de las acciones de los principales competidores; luego, trabajando diversos cálculos de flujos de efectivo descontados. Esta información se incluye en la versión preliminar del prospecto. Cuando la SEC aprueba el registro, la compañía y los colocadores acuerdan un precio de emisión. El precio tiene que ser fijado por debajo del determinado para atraer a los inversionistas.

### Diagrama 5. Estructura de la oferta.



Fuente: Elaboración propia con base en Ross et al. (2010) y Bradley (2010).

El diagrama 5, señala aspectos importantes de la estructura de oferta como es la selección de un sindicato de colocadores, el registro de la emisión ante la SEC, la revisión de la legislación bursátil que regula la venta de valores, el prospecto preliminar, el periodo de presentación de la empresa y las ofertas verbales que se pueden hacer de la colocación.

Los colocadores asignan las acciones (en general con una sobreasignación). Ellos mismos están dispuestos a comprometerse a comprar la acción y luego ofrecerla al público. Así que corren el riesgo de que la emisión pueda fallar y quedarse con una acción no deseada (Breadley et al., 2010). Una colocación exitosa requiere capacidad financiera y considerable experiencia. A los colocadores se les permite comprar las acciones a un precio menor que el que se da a los inversionistas.

Para que una empresa pueda cotizar en el mercado, debe cumplir ciertos requisitos de listado que se mostrarán en el siguiente apartado. Los requisitos que se mencionan son de las Bolsas en que más suelen cotizar las empresas del mercado americano.

## 1.7 REQUERIMIENTOS DE LISTADO

Para que sus acciones se listen en una Bolsa, una compañía que satisfaga los criterios de listado/cotización presenta una solicitud, paga una cuota modesta y acepta respetar los requisitos de revelación y otras reglas (Emery et al., 2000). La cuota anual que se paga a la Bolsa de valores se hace para recibir beneficios tales como una capacidad de negocios resultante de la actividad de intercambio continuo, así como el prestigio y la publicidad asociados con ser una empresa que cotiza en bolsa (Breadley et al., 2010).

De acuerdo con Besley & Brigham (2009), cada bolsa de valores cuenta con requisitos de cotización definidos que indican las características cuantitativas y cualitativas que debe poseer una empresa. El principal propósito es asegurar que los inversionistas demuestren interés en la empresa, de modo que las acciones de la misma sean intercambiadas de forma activa en el mercado.

Antes de que una compañía pueda emitir acciones, debe decidir en qué mercado las acciones serán listadas y negociadas. En la mayoría de los casos, una IPO puede elegir entre el New York Stock Exchange (NYSE) o el NASDAQ<sup>8</sup>. Para Compañías pequeñas, la opción puede ser una plataforma pequeña como OTC Bulletin Board (OTCBB<sup>9</sup>) o las Pink Sheets. (Tauli, 2001)

Las más comunes opciones de listado son:

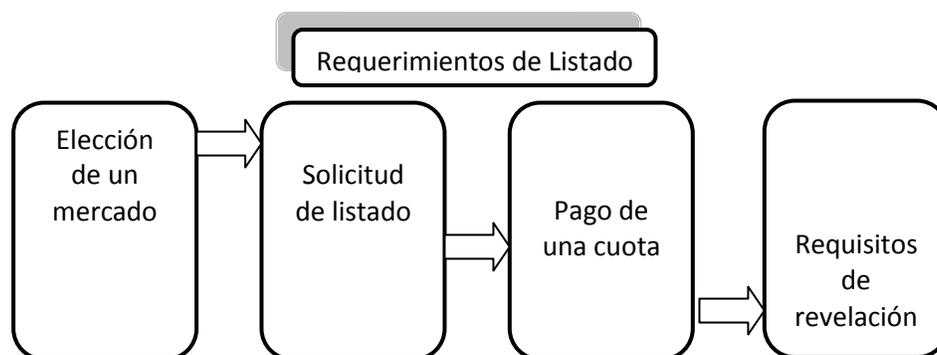
---

<sup>8</sup> National Association of Securities Dealers Automated Quotations.

<sup>9</sup> El OTCBB es un medio de cotización de Estados Unidos para suscribir los valores de renta variable que no cotizan en el NASDAQ o una Bolsa de Valores Nacional.

- I) NYSE Euronext<sup>10</sup>. La compañía debe tener 1.1 millones de acciones en circulación y una capitalización de mercado de al menos \$40 millones.
- II) NASDAQ. La compañía debe tener una capitalización de mercado de \$45 millones y 1.25 millones de acciones en circulación. La compañía también debe generar ganancias de \$11 millones en los últimos tres años fiscales y un mínimo de 2.2 millones en los dos años pasados.
- III) OTC. El mercado OTC se divide en tres mercados:  
 OTCQX: Es una plataforma electrónica diseñada para las empresas con altos estándares financieros. Cubre más de 300 empresas de clase mundial, 1.7 billones de dólares en capitalización de mercado y 29 mil millones de dólares en volumen anual. (OTC, 2015)  
 OTCQB: En este mercado cotizan empresas con determinadas características como: pasar una prueba de precio mínimo y no estar sujeta a un procedimiento de quiebra, deben presentar una solicitud y pagar una cuota anual además de tener una certificación que confirma el perfil de la empresa y se proporcione información adicional sobre los funcionarios, directores y accionistas de control. (OTC, 2015)  
 OTC Pink: Es una plataforma electrónica para la cotización de las acciones. Aquí, no hay requerimientos para la divulgación de datos financieros; como resultado, puede ser muy riesgosa la inversión en este tipo de mercados. (Taulli, 2001)

### Diagrama 6. Requerimientos de listado.



Fuente: Elaboración propia con base en Emery et al. (2000).

<sup>10</sup> NYSE Euronext nació en 2007 de la fusión del NYSE (New York Stock Exchange) con Euronext, una bolsa de valores europea. Es una plataforma global con un avanzado sistema de tecnología de la información.

El diagrama 6, muestra los requerimientos de listado que tienen en general las Bolsas para que una empresa pueda cotizar en ese mercado. Primeramente hay que elegir un mercado, hacer una solicitud, pagar la cuota que el mercado le pida y aceptar los requisitos que además tienen para que la empresa se pueda mantener en el listado.

Aparte de los requerimientos de listado, la empresa también debe contar con determinados niveles de liquidez debido a los gastos en que va a incurrir al realizar la colocación.

## **1.8 REQUERIMIENTOS DE LIQUIDEZ**

De acuerdo con Van Horne et al. (2002) la liquidez de las empresas es una de las consideraciones en muchas decisiones inherentes a los dividendos y al mercado secundario de las acciones. Debido a que los dividendos representan una salida de efectivo, cuanto más elevada sea la posición de efectivo y la liquidez general de una compañía, mayor será su capacidad de pagar dividendos. Es posible que las empresas que crecen y son rentables no sean líquidas porque tal vez sus fondos se conviertan en activos y capital permanente de trabajo. Como generalmente sus directores desean mantener cierto margen de liquidez para tener flexibilidad financiera y protección contra la incertidumbre, es posible que no estén dispuestos a poner en peligro esta posición por pagar fuertes cantidades de dividendos.

Para que una inversión sea líquida (Ochoa, 2009), deben cumplirse dos requisitos:

1. Que el título-valor se pueda convertir rápido en efectivo, es decir que sea altamente negociable.
2. Que no haya pérdida para el inversionista (no se considera pérdida la comisión que se deba pagar por hacer la operación).

Para que una empresa pueda realizar una IPO, es necesario que cuente con un debido nivel de liquidez para poder incurrir en todos los costos por la nueva emisión, como la asesoría, los costos administrativos y los gastos por las presentaciones que de la nueva emisión se vayan a hacer.

La tabla 2, muestra un listado de los costos en los que se incurre cuando una empresa se vuelve pública, así como los rubros que estos cubren. Dentro de estos, el margen bruto, los gastos directos y los gastos indirectos, los rendimientos anormales, la fijación de precios bajos y la Opción Green Shoe.

**Tabla 2. Costos de vender acciones.**

|                                  |  |
|----------------------------------|--|
| <b>Margen Bruto</b>              | El margen bruto consiste en los honorarios directos que el emisor paga al sindicato suscriptor; se trata de la diferencia entre el precio que recibe el emisor y el precio de oferta.  |
| <b>Otros gastos directos</b>     | Son los costos directos en los que incurre el emisor que no forman parte de la compensación a los suscriptores. Estos costos incluyen cuotas de registro, honorarios a representantes legales e impuestos. Todos aparecen en el prospecto. |
| <b>Gastos indirectos</b>         | Estos costos no se especifican en el prospecto e incluyen los costos de tiempo administrativo dedicado a la elaboración de la nueva emisión.   |
| <b>Dividendos</b>                | Es una parte de las utilidades de una corporación que es distribuida en efectivo entre sus accionistas. No todas las empresas pagan dividendos.  |
| <b>Rendimientos anormales</b>    | En una emisión madura de acciones, el precio de la acción existente cae en promedio 3% al momento de anunciar la emisión. La caída se llama rendimiento anormal.   |
| <b>Fijación de precios bajos</b> | En el caso de las ofertas públicas iniciales, la venta de acciones por debajo del valor verdadero origina pérdidas.  |
| <b>Opción Green Shoe</b>         | La opción de Green Shoe da a los colocadores el derecho de comprar acciones adicionales al precio de oferta para cubrir un exceso de demanda.  |

Fuente: Ross et al. (2010).

Estos gastos entran en consideración porque significan un importante desembolso de efectivo como en el caso de los gastos directos e indirectos que implican el pago de honorarios, por otra parte, se encuentra la fijación de precios bajos que es utilizada como una estrategia que al final va a repercutir en los gastos de la empresa porque la diferencia de los precios bajos tiene que ser cubierta. Se hace mención de las Opciones Green Shoe como gastos de la empresa porque una opción de esta clase es parte de una cláusula en el contrato entre la empresa y los colocadores que se realiza con el fin de tener un mayor

control sobre el precio de la emisión cuando existe una sobre demanda o bien una baja demanda de la misma.

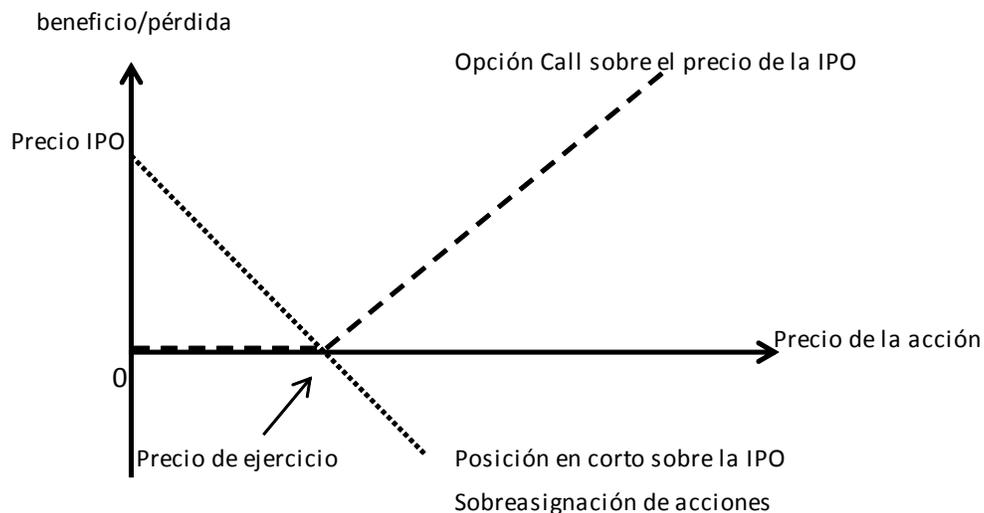
El siguiente apartado, trata sobre las opciones Green Shoe, dada su importancia como parte de los gastos de la empresa y como una forma de controlar los precios de la colocación; ya sea que se trate de una sobredemanda o sobreoferta de acciones.

## 1.9 OPCIONES GREEN SHOE

Una Opción Green Shoe es una cláusula en los contratos de colocación de una IPO en la cual se permite a los colocadores vender más acciones de las previstas. Este término tiene origen en la compañía Green Shoe Company (Stride Rite Corp), que utilizó esta cláusula hace 70 años. La Green Shoe es una Opción de compra que en el caso de una IPO lo que se busca es estabilizar la cotización en situaciones de Sobredemanda (Rombiola, 2009). Este tipo de Opción permite a los colocadores comprar un 15% adicional de las acciones al precio de oferta. Se dice que una opción Green Shoe crea estabilidad y liquidez (Investing Answers, 2015)

En la gráfica 4, se muestran las Opciones Green Shoe donde se supone que no se consigue dinero si las acciones están por encima del precio de la IPO pero se puede ganar mucho si caen por debajo de ese precio.

**Gráfica 4. Opciones Green Shoe.**



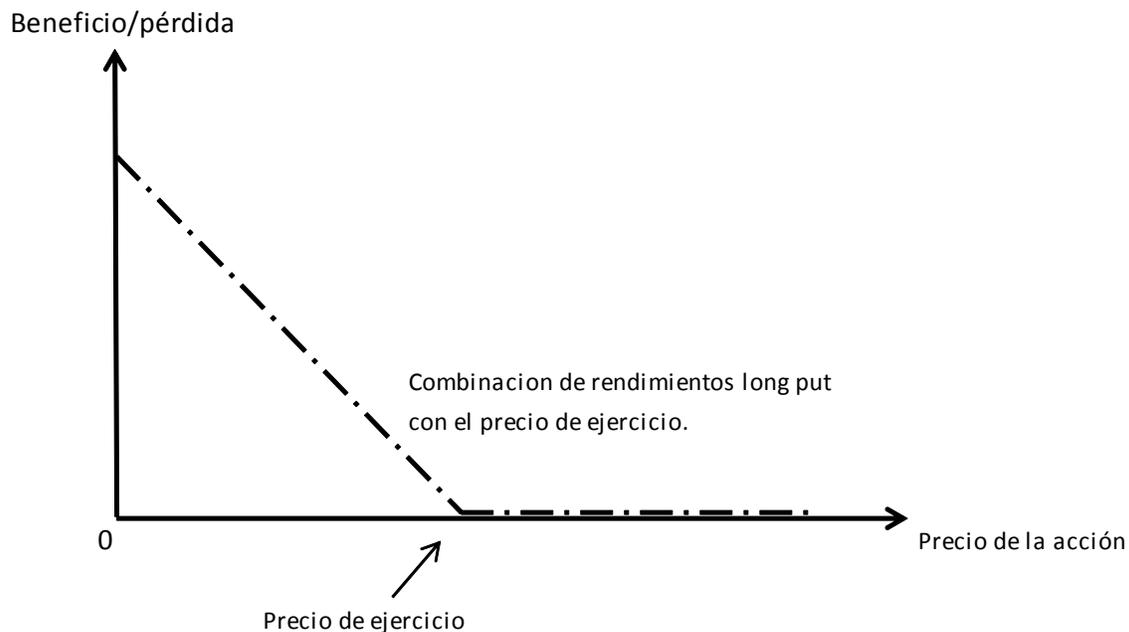
Fuente: (Taylor, 2015)

De acuerdo a González, (2015) cuando una IPO está cotizando por debajo de su precio de oferta, los colocadores se van cortos con el 15% extra de la venta de acciones. Cuando la oferta tiene un precio y las acciones son efectivas, entonces los colocadores pueden estabilizar la oferta recomprando el 15% extra de las acciones por debajo del precio de oferta. Los colocadores pueden hacer esto sin tener riesgo de mercado si se van largos sobre el mismo 15% extra de las acciones en su propia cuenta; de esta manera, están cerrando su posición.

Cuando la oferta es exitosa, la demanda de acciones causa que el precio de las mismas aumente por encima del precio de oferta. Si los colocadores cierran su posición corta comprando acciones en el mercado, pueden incurrir en una pérdida. Es ahora cuando la opción Green Shoe entra en juego. La compañía inicialmente ha concedido a los colocadores la opción de comprar de la compañía un 15% más de las acciones de la oferta inicial. Ejerciendo la opción Green Shoe, los colocadores pueden cerrar su posición corta comprando acciones al mismo precio por el cual ellos vendieron en corto las acciones, entonces los colocadores, no pierden dinero (Taylor, 2012).

Dentro de la Cláusula Green Shoe, existe la Green Shoe Inversa, que es una provisión especial en un prospecto de IPO, en el cual se les permite a los colocadores vender acciones al emisor. Si una Green Shoe “regular” es en efecto, una Opción Call, emitida para los colocadores, una reverse Green Shoe es una Opción Put.

### Gráfica 5. Green Shoe Inversa



Fuente: (Taylor, 2012)

La gráfica 5, es una Opción Green Shoe Inversa en la que se muestra que si las acciones caen por debajo del precio de la IPO, se cubre la posición comprando acciones en el mercado. Una Green Shoe Inversa es usada como un soporte sobre el precio de la acción en el momento en que el precio de la acción cae en el post-IPO (Mercado Secundario). En este caso, el colocador compra acciones en el mercado abierto y después las vende al emisor, estabilizando el precio (Taylor, 2012).

La Opción Green Shoe es importante para los colocadores de la emisión porque les permite de un modo u otro, estabilizar el precio de la acción ya sea comprando o vendiendo el 15% extra de la emisión que se le está permitido.

El capítulo siguiente trata sobre el proceso de colocación de una IPO. Esto es importante porque se van a tomar en cuenta los factores clave para una emisión de acciones, como es el papel del banco de inversión, la conformación del due diligence, los requisitos de la información financiera de la empresa, los aspectos a cubrir en el prospecto de colocación, la importancia del Road Show, la valuación de la empresa y la determinación del precio de la oferta.

## CAPÍTULO 2

### PROCESO DE COLOCACIÓN

El proceso de colocación de una IPO, incluye todos aquellos pasos que se tienen que seguir para llevar a cabo la emisión. Uno de los cuales puede ser la selección del Banco de Inversión, la generación del prospecto, preparar el Road Show, llevar a cabo la valuación de la empresa, calcular el precio de las acciones, entre otros.

#### 2.1 SELECCIÓN DE LA COLOCACIÓN ÓPTIMA

Generalmente, la colocación va a depender del tamaño de la corporación. Este podría ser el factor más importante cuando se emiten acciones ya que el dueño original o el contribuyente más grande podrían querer tener el control (51%) de la empresa. De acuerdo con Gitman (2007), el acta constitutiva de una empresa indica cuántas acciones autorizadas puede emitir. La empresa no puede vender más acciones de las que autoriza el acta, a menos que obtenga la aprobación mediante una votación de accionistas y para no tener que enmendar el acta más tarde, por lo general, las empresas tratan de autorizar más acciones de las que planearon emitir inicialmente.

En los últimos años, muchas empresas han emitido dos o más clases de acciones ordinarias que difieren principalmente en los derechos de voto. Una empresa puede utilizar diferentes clases de acciones como una defensa contra una adquisición hostil en la que un grupo del exterior, sin el apoyo de la administración, trata de ganar control de voto de la empresa comprando sus acciones en el mercado. Las acciones de supervoto dan a cada propietario varios votos y cuando las acciones de supervoto se emiten para los “internos”, un grupo externo, cuyas acciones sólo tienen un voto, por lo común no pueden obtener suficientes votos para ganar control en la empresa. En otras ocasiones, se emite una clase de acción ordinaria sin voto cuando la empresa desea tener capital mediante la venta de acciones ordinarias pero no desea ceder su control de voto (Gitman, 2007).

En sí, la colocación va a depender tanto del tamaño de la empresa como de la decisión que los accionistas tomen de acuerdo a sus necesidades de capital y capacidad de la empresa. El siguiente apartado trata sobre el banco de inversión y las características que debe tener para ser elegido como suscriptor de la emisión.

Como ya se mencionó anteriormente, en el apartado de la colocación privada, también hay una oferta de títulos, que va de acuerdo a la regla 144 y la regulación S de la SEC. Este tipo de ofertas, ofrecen la oportunidad de recaudar capital sin tener que presentar documentos

ante la SEC; además, se realiza entre particulares, favoreciendo la agilidad del proceso. Una de las restricciones que tiene la colocación privada, es que el valor no se puede repartir entre más de 35 inversionistas.

## 2.2 EL BANCO DE INVERSIÓN

De acuerdo a Gitman (2007), los bancos de inversión desempeñan una función decisiva en las nuevas emisiones de títulos. Ofrecen asesoría, ponen a la venta los títulos y aseguran las ganancias. Aceptan el riesgo de que el precio de mercado baje entre la fecha en que se establece el precio de oferta y el momento en que la emisión empieza a venderse.

Además, los bancos de inversión tienen la responsabilidad de fijar precios ya que cuando una empresa cotiza en bolsa, los compradores conocen relativamente poco sobre sus operaciones, de modo que deben confiar en el juicio y criterio del banco de inversión que supuestamente ha examinado la empresa en detalle Gitman (2007). De esta forma, si los bancos de inversión planean continuar operando durante mucho tiempo, los beneficia establecer precios justos.

Hay dos métodos básicos para seleccionar al sindicato colocador: En una oferta competitiva la empresa emisora puede ofrecer sus títulos al suscriptor que presente la propuesta más alta. En una oferta negociada, la empresa emisora trabaja con un suscriptor pero, debido a que la empresa por lo general no negocia con muchos suscriptores al mismo tiempo, las ofertas negociadas pueden sufrir de falta de competencia (Gitman, 2007).

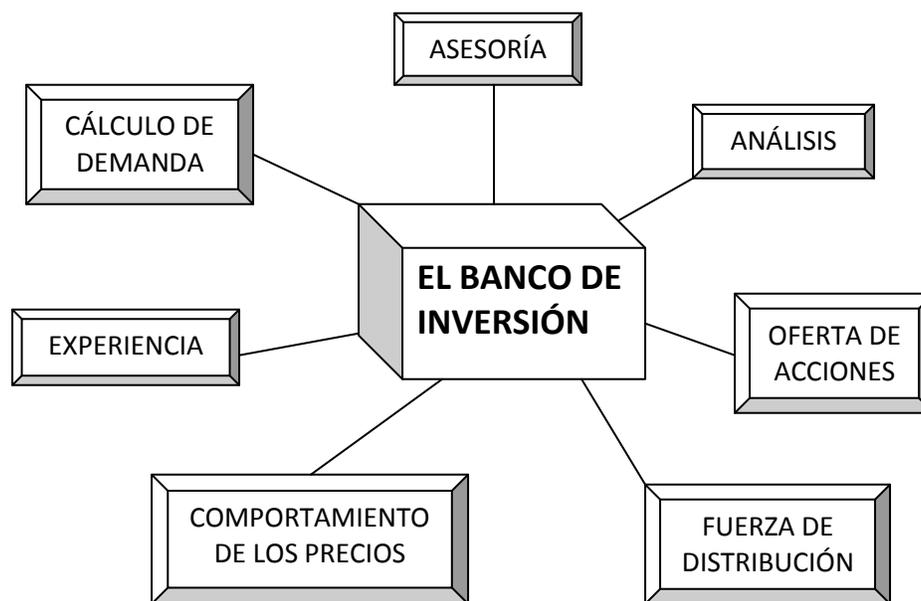
En “Finanzas Corporativas”, Ehrhardt & Brigham (2007), los banqueros de inversión y los directivos de la empresa promueven la oferta de acciones de la empresa a través de una presentación itinerante, esto es, una serie de presentaciones con posibles inversionistas de todo el país y en ocasiones del extranjero. Además de proporcionar a los inversionistas información sobre la nueva emisión, las sesiones de la presentación itinerante ayudan a los banqueros de inversión a calcular la demanda de la oferta y establecer un intervalo de precios esperado. Una vez que el banquero ha establecido las condiciones y los precios de la emisión, la SEC debe aprobar la oferta.

Cuando se está buscando un banco de inversión que lidere la salida a bolsa, Geddes (2003) el emisor busca que cumpla con ciertos criterios:

- ⊙ **Experiencia en la industria.** Debe poder decirle al emisor como es que el mercado va a recibir la emisión en el momento en que se considera salga al mercado.
- ⊙ **Experiencia en el análisis.** Tener un analista con un alto perfil en el sector de relevancia es un factor considerado de mucho peso por las compañías que están considerando una IPO.

- ⊙ **Banqueros individuales.** La compañía debe sentirse cómoda con el banquero individual que le es asignado para las transacciones.
- ⊙ **Fuerza de distribución.** El directivo principal y la empresa deben discutir la estructura de la oferta y que tan conveniente es que se realice la distribución de las acciones en el mercado doméstico, en el mercado internacional o bien, con los inversores institucionales.
- ⊙ **Soporte en el mercado secundario.** El suscriptor debe tener un sólido historial del comportamiento de los precios de mercado de las acciones que han sido recientemente públicas.
- ⊙ **Conflictos de interés.** ¿Participará el banco con otras ofertas del mismo sector en el momento de salida a bolsa de la compañía que se está comercializando?

**Diagrama 7. El Banco de inversión.**



Fuente: Elaboración propia con base en Ehrhardt & Brigham (2007)

El diagrama 7, contiene las actividades propias del banco de inversión en una Colocación Pública de acciones como la asesoría, el análisis del mercado de la emisión, la oferta de acciones y la fuerza de distribución. Dentro de todo esto, la importancia de la experiencia del banco en el área de especialización de la empresa a manera de conocer el mercado al que se está enfrentando la compañía con su oferta pública.

## 2.3 DUE DILIGENCE

Due Diligence, Geddes (2003) es el proceso por el cual se recopila información acerca de un emisor con el fin de producir una comercialización y un documento de información que proporciona acceso completo mitigando así la responsabilidad de las personas potencialmente en riesgo.

No hay rutina prescrita o lista de control para tal investigación; más bien, sus elementos son generalmente discutidos y acordados de antemano por los banqueros y la empresa, basados en la naturaleza de la oferta en particular. El Due Diligence se puede dividir en tres áreas principales: Comercial, Financiera y Legal. Varias cuestiones son comunes a las tres formas de la Due Diligence: El examen preliminar, el acceso, el tiempo disponible y el alcance de la investigación (Geddes, 2003).

**Due diligence comercial.** Para las empresas más jóvenes que salen a la bolsa el proceso del Due Diligence puede ser la primera vez en la creación de la empresa que la alta dirección ha considerado su estrategia, y una reflexión sobre la estrategia de la compañía junto con la suposición en los mercados puede ser beneficiosa para el futuro éxito de la operación. Dentro del Due diligence comercial, lo que se quiere es el conocimiento del contexto en el cual opera el negocio, el estado competitivo del mercado, su especificidad y las proyecciones del mismo.

**Due diligence financiera.** Los contadores realizarán una revisión histórica de la hoja de balance de la empresa y estado de resultados. Las políticas contables que sean apropiadas para las empresas privadas pueden no serlo para las entidades públicas. En muchos casos, una empresa tiene la obligación de ajustar sus políticas contables y la elaboración de los estados financieros auditados usando esas políticas que son aceptables y familiares para el público inversionista.

**Due diligence legal.** La revisión minuciosa de la documentación legal de toda la compañía está en manos de los abogados; los cuales se pondrán de acuerdo para dividir las tareas en el medio, con el fin de acelerar el proceso (Geddes, 2003).

## 2.4 LA INFORMACIÓN FINANCIERA

La información financiera tiene como objetivo generar y comunicar información útil de tipo cuantitativo para la oportuna toma de decisiones de los diferentes usuarios externos de una organización económica (Guajardo, 2008). En la mayoría de los casos, los reguladores

requieren tres años de estados financieros históricos auditados con los estados de resultados completos y los detalles del balance. Las exenciones se pueden dar a las empresas que salen a bolsa en una etapa temprana de su vida. Los estados financieros deben ser auditados por un auditor independiente e incluyen: balance, estado de resultados, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de tesorería y memoria de las cuentas (Geddes, 2003).

La depreciación y amortización se registran como gastos en el estado de resultados, pero no representan ningún movimiento en efectivo. De acuerdo con Geddes (2003), típicamente un analista de investigación financiera corporativa hará una previsión del flujo de caja por un periodo de cinco años.

## 2.5 EL PROSPECTO

El prospecto de colocación es el documento que contiene toda la información corporativa, legal y financiera relacionada con la empresa y los valores a listar, que requiere ser revelada con anticipación a la oferta pública. Este documento es indispensable para el listado de instrumentos bursátiles siendo fundamental en este proceso, ya que será el documento con el que contará el público inversionista para tomar una decisión y adquirir los valores objeto de oferta pública (BMV, 2015). La empresa presenta una declaración de registro ante la SEC. Una parte de la declaración de registro se denomina prospecto. Éste describe los aspectos clave de la emisión junto con el emisor, así como su posición administrativa y financiera (Ehrhardt & Brigham, 2007).

Después de que la SEC aprueba la declaración de registro, la comunidad inversionista comienza a analizar las perspectivas de la empresa. Sin embargo, desde el momento en que presenta la declaración de registro hasta por lo menos un mes después del término de la IPO, la empresa debe observar un periodo de silencio, durante el cual existen restricciones sobre lo que los directivos de la empresa puedan decir de ésta. El propósito del periodo de silencio es asegurar que todos los posibles inversionistas tengan acceso a la misma información sobre la empresa y no a cualquier dato publicado que pudiera darles una ventaja (Ehrhardt & Brigham, 2007).

En la figura 1, se muestra el proceso del prospecto de colocación una vez que está listo. Primero se hace la declaración de registro, entonces se analizan las perspectivas de la empresa y sucede el periodo de silencio en que se busca que todos los inversionistas tengan acceso a la misma información. Como inversionista, no se puede tener acceso al prospecto hasta que no sea aprobado por la SEC.

**Figura 1. El prospecto de colocación.**



Fuente: Elaboración propia con base en Ehrhardt & Brigham (2007).

El contenido del documento de registro a grandes rasgos consta de:

- Información sobre la colocación y adjudicación de los valores objeto de oferta pública, características, condiciones y reglas de la emisión.
- Objetivos económicos y financieros perseguidos a través de la emisión, es decir, la finalidad de la emisión y su efecto en la situación financiera y económica de la entidad emisora, indicándose en forma precisa el destino del importe neto de la emisión.
- Información del capital del emisor, el capital social, las propiedades, plantas y equipos de la compañía.
- Evaluación sobre las perspectivas de la empresa, circunstancias o condiciones que pudieran limitar la actividad del emisor, informaciones laborales, política de Inversión y financiamiento, factores de riesgo más significativos
- Información acerca del negocio sobre productos, mercados, competencia, tendencias de la industria que pueden influir en la empresa, líneas de negocio o productos, fuentes de abastecimiento de materias primas, patentes y marcas, licencias o franquicias, ciclos estacionales, etcétera.
- Historia de la empresa. Informes acerca de las compañías antecesoras, fusiones, compras de compañías, etcétera.
- Funcionarios de la empresa. Detalles acerca de su identidad y experiencia, compensaciones, parentesco entre ellos si lo hubiera, etcétera.
- Transacciones con partes relacionadas. Transacciones entre la empresa y sus funcionarios o accionistas mayoritarios y sus familiares.
- Análisis Ejecutivo y opinión de la posición financiera y resultados de operación por los años que cubre el prospecto.
- Información financiera. Ésta incluye información financiera por cinco años y los últimos tres estados financieros deben estar dictaminados, incluyendo información adicional y cédulas analíticas. (Moreno Fernández & Sergio Rivas , 2002)

## 2.6 ROAD SHOW

Generalmente comienza con una presentación del manager. El Roadshow combina presentaciones a un público de potenciales inversores en el almuerzo y la cena, con grupos pequeños y uno a uno con los más importantes y potenciales inversionistas. Se harán presentaciones a audiencias que varían en tamaño de 5 a 200. (Geddes, 2003)

El director principal de cada evento organiza el calendario y configura la mayor parte de los uno a uno. Durante la presentación Roadshow, la empresa va a tratar de ser lo más persuasiva y dinámica posible.

**Tabla 3. Lo que las instituciones quieren saber en la presentación de las compañías.**

|   |
|---|
| ¿A qué se dedica la empresa y cuál es su misión?  |
| ¿Cuáles son las principales fuentes de ingresos en el negocio?  |
| ¿Cómo está el negocio y cuál es su reciente historial?  |
| ¿Cuál es la estrategia en términos de tecnología, los productos y los mercados?   |
| ¿Cómo podrán ser realizadas las estrategias del producto y de mercado?  |
| ¿Cuál es la estrategia financiera y de acuerdo con qué criterios financieros el negocio es manejado y controlado?   |
| ¿Cuáles son las estructuras clave de gestión y presentación de informes?  |
| ¿Cómo se compara la empresa respecto a los grupos nacionales e internacionales en términos de productos y penetración en el mercado así como en estructura financiera y rendimientos? |
| ¿Cuál es la perspectiva y cuáles son los factores internos y externos que podrían afectar el negocio en el futuro?  |
| ¿Por qué debería un inversionista comprar acciones en la empresa?   |

Fuente: Geddes (2003)

En la tabla 3, se muestran algunas de las principales preguntas de las cuales los inversionistas buscan respuesta a la hora de decidir si deben o no invertir en una IPO. Esto con el fin de tener una idea clara de en qué clase de empresa es que van a confiar su dinero y si puede ser una empresa con ganancias potenciales. El arte consiste en tocar en los puntos más relevantes para una empresa en particular en un momento particular en el tiempo.

Las instituciones harán preguntas después de las presentaciones y la gestión debe estar preparada para todas las preguntas posibles cuyas respuestas serán precisas y cortas (Geddes, 2003). La presentación estándar dura de 20 a 25 minutos y puede incluir un breve video corporativo completo con imágenes dramáticas y música inspiradora.

## **2.7 LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES**

De acuerdo con Chemmanur & Hu (2009), los inversionistas institucionales pueden generar información superior acerca de las IPOs debido a que poseen una ventaja de información sobre los inversionistas individuales permitiéndose así seleccionar las mejores IPOs del mercado. Tienen la ventaja porque participan directamente en el proceso o conocen personas que participan en el mismo.

Los inversionistas institucionales reciben una considerable compensación por participar en las IPOs, además de que el trading institucional en los meses después de la IPO tiene un poder predictivo sobre los subsecuentes retornos indicando que los inversionistas institucionales tienen cierta información que los aventaja respecto a los demás; sin embargo, el poder de predicción se vuelve insignificante después de 3 ó 4 meses (Chemmanur & Hu, 2009).

Con esto, se puede decir que los inversionistas institucionales tienen una participación importante dentro de las IPOs porque son favorecidos por el sindicato colocador y en algunas ocasiones se les permite comprar parte de la emisión antes de la fecha de colocación.

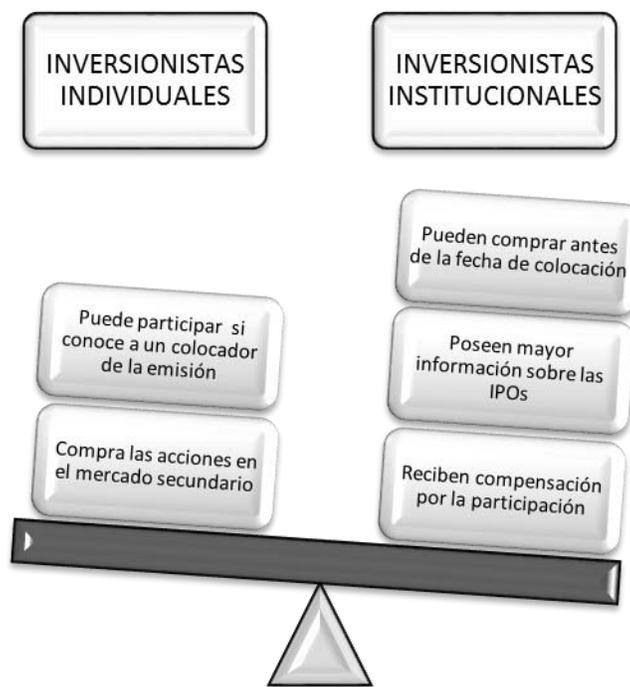
## **2.8 LOS INVERSIONISTAS INDIVIDUALES**

En “The role of institutional investors in Initial Public Offerings”, Chemmanur & Hu (2009), hay dos formas en que el público en general puede invertir en una nueva empresa

pública. En primer lugar, si se es cliente de un colocador que participa en la Oferta Pública Inicial y este ofrece la oportunidad de participar directamente en la salida a bolsa. En este caso, el inversionista puede comprar más acciones al precio de oferta. Pero, por lo general, las acciones son ofrecidas a los inversionistas institucionales.

La otra forma que es más común en los inversionistas individuales es la compra de las acciones cuando son revendidas en el mercado secundario. (SEC, Pub. No.133)

**Figura 2. Ventajas de los inversionistas institucionales contra los inversionistas individuales.**



Fuente: Elaboración propia con base en Chemmanur & Hu (2009).

En la figura 2, se muestran las ventajas que existen de los inversionistas institucionales sobre los inversionistas individuales. como el hecho de que pueden comprar antes de la fecha de colocación, poseen mayor información sobre las IPOs y reciben una compensación por la participación.

## 2.9 VALUACIÓN

Una valoración de empresas es el punto de partida para establecer el precio de una IPO. Los bancos que participan en la IPO perfeccionarán su valoración durante las primeras etapas del proceso de oferta. El proceso de Due Diligence a menudo revela información útil relacionada con el valor de la empresa. Pero, son la oferta y la demanda quienes tienen el mayor impacto en la fijación del precio de una nueva emisión. (Geddes, 2003)

Una valoración intrínseca se realiza mediante la previsión de flujos de caja libre de la empresa y el descuento de los mismos en el costo de capital de la empresa para llegar al valor presente. En cualquier caso, la valoración consiste en realizar un gran número de supuestos.

La etapa de desarrollo de una empresa va a tener un impacto en la elección del método de valoración y en algunas situaciones puede ser necesario depender por completo de un flujo de caja descontado (Geddes, 2003). La tabla 4 muestra el resumen de los estados financieros con los que debe contar una empresa para poder realizar el proceso de valuación y determinar el valor de la misma.

**Tabla 4. Resumen de los estados financieros.**

| <b>Estado de Resultados</b>     |        | <b>Hoja de Balance</b> |        |
|---------------------------------|--------|------------------------|--------|
|                                 | *Fecha |                        | *Fecha |
| Ingresos                        | \$     | Activo Fijo            | \$     |
| Costo de Ventas                 | \$     | Activos Circulate      | \$     |
| EBITDA                          | \$     | Pasivo Circulante      | \$     |
| Depreciación                    | \$     | Deuda de largo plazo   | \$     |
| EBIT                            | \$     | Capital                | \$     |
| Intereses                       | \$     |                        |        |
| Ganancias antes de impuestos.   | \$     |                        |        |
| ISR                             | \$     |                        |        |
| Ganancias después de impuestos. | \$     |                        |        |

Fuente: (Geddes, 2003:79)

De acuerdo a Geddes (2003), el método más común y en muchos aspectos el más fácil de completar es el método de valoración de las acciones de una empresa mediante la comparación de una serie de ratios financieros.

Cinco de los más populares son:

**1. Capitalización de utilidades P/E**

Aunque este es uno de los más sencillos métodos de valoración relativa, no es perfecto. Algunas de las debilidades se deben a que en la ratio no se toma en cuenta las diferencias en los enfoques de contabilidad así como los niveles de deuda y las tasas de impuestos.

**2. Precio/EBIT<sup>11</sup> (ganancias antes de intereses e impuestos)**

Es particularmente útil para la valoración de las empresas que actualmente están haciendo las pérdidas netas o están altamente apalancadas.

**3. Precio (Valor de mercado)/Valor contable**

Algunos analistas favorecen la relación debido a que el valor en libros es una constante relación que facilita la comparación en el tiempo o entre empresas. Sin embargo, el valor contable no refleja el potencial de beneficios de una empresa.

**4. Valor de la empresa/EBITDA (ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización).**

Los beneficios de la relación pueden ser numerosos. Puede ser calculado para las empresas que tienen pérdidas netas y pueden ser más apropiados para las industrias que requieren una inversión sustancial en infraestructura y largos periodos de gestación. Finalmente, permite comparaciones de empresas con diferentes estructuras de capital.

**5. Valor de la empresa/Ingresos (Ventas)**

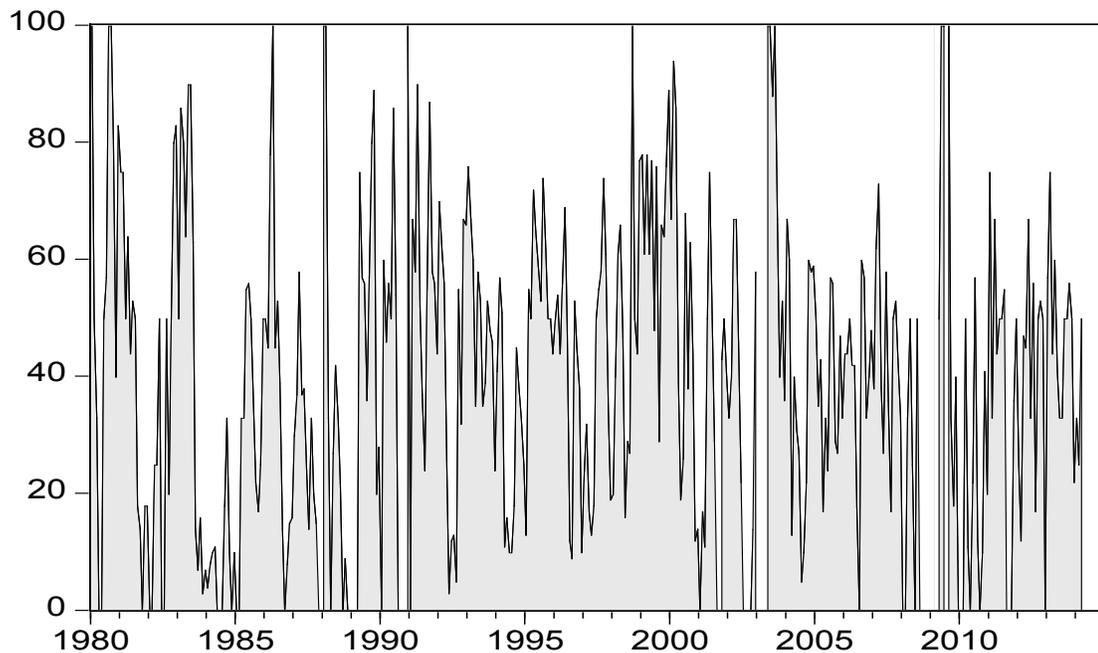
Es más útil en empresas cíclicas donde los ingresos y el EBIT son frecuentemente negativos durante la parte baja del ciclo de la industria. Una fuerza de la relación es que en la mayoría de las industrias la medición de los ingresos es sencilla. Adolece del hecho de que es incapaz de distinguir entre las empresas con buenos o malos márgenes. Tampoco se ocupa explícitamente de crecimiento o riesgo (Geddes, 2003).

La gráfica 6, muestra los porcentajes de IPOs que se han realizado en los últimos 30 años, que fueron valuadas por encima del punto medio del precio original de listado. La gráfica excluye IPOs con un precio original de listado cuyo rango es menor a \$8. En algunos meses, el porcentaje está basado en una muestra de 1 ó 2 IPOs, incluso cuando el recuento bruto es mayor. En particular, en 1980, hay sólo 50 IPOs que califican para el cálculo, incluso pensando que el volumen bruto es mucho mayor (Ritter, 2014).

---

<sup>11</sup> Es un indicador contable de la rentabilidad de una empresa. Se calcula como ingresos menos gastos, excluyendo de los gastos los impuestos e intereses que tiene que pagar la empresa.

## VALUACION



### **Valuación a partir del Flujo de Caja Descontado.**

Desde una perspectiva teórica, las valoraciones DCF (Discounted Cash Flow) por sus siglas en inglés, proporcionan las indicaciones más fiables del valor de la empresa, pero su uso está a menudo limitado en la práctica por la falta de precisiones de tesorería fiables y los numerosos supuestos requeridos.

Los cinco pasos para determinar el valor de una empresa a través de una valoración DCF Geddes (2003), son los siguientes:

1. Pronostico de los flujos futuros de efectivo durante el próximo ciclo económico o por lo menos cinco años.
2. Hacer una estimación del valor de la empresa más allá del periodo de previsión.
3. Utilizando una tasa de descuento apropiada, calcular el valor presente de todos los flujos de efectivo.
4. Añadir el exceso de efectivo o valores negociables y los activos no operacionales para determinar el valor de la empresa.
5. Ajustar la deuda pendiente de la empresa para determinar su valor patrimonial.

En la tabla 5, se presentan los rubros que debe cubrir el cálculo del flujo de caja de una empresa y de acuerdo a la compilación de los datos necesarios, como es que se puede

calcular este flujo. Una vez que el banquero o el analista han calculado el valor presente de los flujos de efectivo durante el periodo de previsión, un valor se debe asignar a la empresa.

**Tabla 5. Cálculo del flujo de caja.**

|           |   |
|-----------|---|
|           | Ganancias antes de Intereses e Impuestos (EBIT) |
| Menos (-) | Impuestos Nacionales en EBIT                    |
| Igual (=) | NOPAT (Net Operating Profit After-tax)          |
| Mas (+)   | Depreciación y amortización                     |
| Menos (-) | Capital de trabajo                              |
| Igual (=) | Flujo de caja                                   |

Fuente: (Geddes, 2003: 85)

Para esto, hay tres métodos comunes con los que se puede determinar el valor final de los proyectos:

**1. Valor de los activos.**

En ciertas valoraciones, el valor final de la empresa no es más que el valor de la maquinaria y equipo al final de la vida.

**2. Múltiplos de inversión relativos o comparables y la valoración de un flujo de caja perpetuo.**

Este enfoque sugiere el uso de múltiplos comparables. Si el analista va a utilizar una valoración relativa a la determinación del valor terminal debe utilizar ratios EV (Valor de la empresa).

**3. Valuación de un Flujo de Caja Perpetuo**

El primer enfoque DCF asume que el flujo de caja libre del último año continúa en el mismo nivel a perpetuidad. La tasa de descuento (r) que se usara en el cálculo de un flujo de caja perpetuo es el costo promedio ponderado de capital.

La fórmula para flujos de caja constantes es:

$$\text{Valor terminal} = \text{Flujo de efectivo}/r$$

La fórmula para una perpetuidad creciente es:

$$\text{Valor terminal} = [\text{CFn} \times (1+g)] / (r-g)$$

Donde CFn es el flujo neto de efectivo en el año final de la producción, g es la tasa de crecimiento y r es la tasa de descuento (Geddes, 2003).

Una vez que las previsiones de los flujos de caja se han desarrollado y un valor final se ha calculado, el analista de inversiones debe descontar los flujos de efectivo a una tasa de descuento apropiada con el fin de llegar a un valor de la empresa. El valor de empresa de un negocio se calcula como la suma de los siguientes elementos:

|   |   |
|---|---|
| + | <b>Flujos de Caja Descontados a partir del periodo de previsión</b> |
| + | Valor presente del valor terminal                                   |
| + | Efectivo en caja  |
| + | Activos redundantes en la fecha de valuación                        |
| = | Valor de la Empresa   |

De acuerdo con Geddes (2003), cuando se descuentan los flujos de efectivo o el valor terminal. El analista debe utilizar el costo de capital de la empresa, con el objetivo de calcular el costo de las diferentes fuentes de financiamiento que usará para fondar algún proyecto en específico, que en este caso es el de hacer una colocación.

Al tratar de determinar la tasa de descuento correcta, el analista debe calcular el promedio ponderado del costo de cada componente o fuente de financiación. El costo promedio ponderado de capital (WACC – por sus siglas en inglés) será igual al costo de oportunidad del capital. El WACC debe calcularse sobre una base después de impuestos, ya que, en el cálculo de los flujos de caja libres, deducimos una carga fiscal nacional de EBIT para determinar NOPAT (Net Operating Profit After Tax – Beneficios Después de Impuestos) (Geddes, 2003).

La fórmula para el WACC de una empresa con dos fuentes de capital (Acciones comunes ordinarias y deuda) se expone a continuación:

$$\text{WACC} = [\text{Kd} \times (1+t) \times (D/T)] + [\text{Ke} \times (E/T)]$$

Donde Kd es el costo de la deuda

t es la tasa de impuestos

D es la cantidad total de la deuda a valor de mercado

Ke es el costo del patrimonio

E es la cantidad total de capital a valor del mercado

T es la deuda + patrimonio

La valuación de la empresa, es sustancial para determinar el precio de una IPO porque como se mencionó en el apartado 2.1, la colocación va a depender del tamaño de la corporación. Para ello, es de utilidad conocer los flujos de efectivo y el descuento de los mismos en el costo de capital de la empresa, para llegar al valor presente. Existen algunas razones financieras que son útiles para la valuación de la empresa y, se adaptan según las características financieras de la empresa en cuestión. Hoy en día, se conocen algunas empresas con altos valores de mercado, como es el caso de las empresas de la tabla 6, entre las cuales las primeras cuatro resultan ser empresas chinas. Tener un valor de mercado alto no necesariamente significa que la colocación va a ser exitosa, como es el caso de facebook que se encuentra en el número 5 de las más grandes pero cuando salió al mercado no demostró ser una buena inversión. Un aspecto importante a destacar es la participación de las empresas chinas en el mercado bursátil, que ha ido en aumento y en el ranking se pone a la cabeza con 4 de las más grandes IPOs, en cuestión de valor de mercado.

**Tabla 6. Las 10 IPOs más grandes del mundo según su valor de mercado.**

| <b>NOMBRE</b>                                | <b>Dia de Valuación</b> | <b>Mercado</b>       | <b>Nacionalidad</b> | <b>Valor de Mercado (Millones USD)</b> |
|--|-------------------------|----------------------|---------------------|--|
| Alibaba Group Holding Limited                | 19-sep-14               | New York             | China               | 168                                    |
| Agricultural Bank of China Ltd               | 06-jul-10               | Hong Kong;, Shanghai | China               | 133.405                                |
| Industrial & Commercial Bank of China - ICBC | 20-oct-06               | Hong Kong;, Shanghai | China               | 131.835                                |
| Bank of China                                | 24-may-06               | Hong Kong            | China               | 94.096                                 |
| Facebook Inc                                 | 17-may-12               | Nasdaq               | United States       | 81.247                                 |
| Electricite de France SA - EDF               | 18-nov-05               | Paris                | France              | 72.248                                 |
| Rosneft OAO                                  | 14-jul-06               | London;, Moscow      | Russian Federation  | 70.798                                 |
| China Construction Bank Corp - CCB           | 20-oct-05               | Hong Kong            | China               | 68.064                                 |
| NTT Mobile Communications Network Inc        | 12-oct-98               | Tokyo                | Japan               | 64.585                                 |
| United Parcel Service Inc                    | 09-nov-99               | New York             | United States       | 60.162                                 |

Fuente: (Russolillo, 2014)

El siguiente apartado trata sobre la determinación del precio de las acciones. Este punto es importante porque el hecho de que una emisión tenga éxito o no, tiene que ver con el precio que se establece a la oferta. En ocasiones se ponen precios subvaluados, con el objeto de tener una mayor demanda pero también, influye en las salidas de efectivo, porque finalmente la empresa tiene que pagar esa diferencia de precios. Algunas veces, el precio que se establece es muy alto y el mercado responde de manera negativa haciendo que el precio de la acción caiga.

## 2.10 PRECIO

Lo más difícil que debe hacer el principal banco de inversión en relación con una IPO es determinar el precio de oferta concreto. Si el precio de oferta se establece demasiado alto o bajo, la empresa emisora se enfrenta a un costo potencial. Si la emisión se cotiza demasiado alto, es probable que no tenga éxito y deba retirarse. Si la emisión se cotiza a un precio inferior a su valor real de mercado, los accionistas existentes de la empresa emisora experimentarán una pérdida de oportunidad (Gitman, 2007)

En Geddes (2003) se destaca que entre los principales factores considerados en la determinación del precio de una IPO se encuentran:

- ✓ Las condiciones de Mercado de las IPOs.
- ✓ La historia y las perspectivas de la industria en la que se está compitiendo.
- ✓ Las operaciones pasadas y presentes de la empresa.
- ✓ Los ingresos pasados y presentes junto con la posición financiera actual.
- ✓ La capacidad de gestión de la empresa.
- ✓ Los precios recientes de mercado y la demanda de acciones.

De acuerdo a Geddes (2003), hay tres métodos para la fijación de precios de una oferta:

**1.- Bookbuilding.** Se establece un rango de precios y los vendedores buscan interés por parte de los inversionistas. En este caso, hay flexibilidad total sobre el precio de las acciones y el número a emitir hasta el último momento de la colocación.

**2.- Precio fijo.** El precio y el número de acciones ofrecidas se fijan en una etapa temprana de la comercialización. En este método, los bancos garantizan los ingresos a los emisores, pero tienen el riesgo de no vender las acciones después del periodo de venta.

**3.- Subasta.** Los inversores presentan ofertas por el número de acciones que desean comprar a un precio determinado. El precio de emisión se fija en un precio de equilibrio donde todas las acciones serán negociadas.

Dentro de la fijación de precios, se tiene la subasta holandesa Gitman (2007), que es más comúnmente usada para cotizar y vender bonos del tesoro, los inversionistas hacen ofertas para comprar una cantidad particular de un valor a un precio específico dentro de un margen establecido por el emisor antes de la subasta. El suscriptor acepta el precio más bajo al que hay suficiente demanda para vender todos los bonos ofertados y los inversionistas que ofrecen ese precio o uno mayor consiguen las partidas solicitadas al precio de cierre.

Se podría pensar que los accionistas preferirían que no se vendieran las acciones de su compañía a un precio menor que el del mercado, pero muchos bancos de inversión e inversionistas institucionales piensan que el precio bajo beneficia a la empresa emisora. Ellos dicen que un bajo precio de oferta en una IPO eleva el precio cuando se negocia después en el mercado, y aumenta la posibilidad de que la empresa capte capital adicional (Block B. & A. Hirt, 2001).

## 2.11 COLOCACIÓN DE LOS ACTIVOS

Una vez que los reguladores de valores dan el visto bueno, el emisor y los banqueros fijan el precio de la oferta Geddes (2003). Al comienzo de la comercialización de una oferta, los banqueros de inversión tienen que decidir cuantas acciones van a ser vendidas en el mercado interno y cuantas en cada mercado extranjero, cuando se trata de una oferta de bookbuilding, el banco comienza inmediatamente con la entrega de acciones entre los inversores que han realizado pedidos y en una oferta de precio fijo, los bancos abren el periodo de suscripción a los inversores dependiendo de la jurisdicción.

Otras ofertas, en particular las privatizaciones y ofertas muy grandes, funcionan con la demanda potencial de cada mercado antes de decidir el tamaño del tramo. El coordinador principal deberá ser flexible para cambiar el tamaño de los tramos sobre la base de la demanda realizada durante el periodo de prospección de la demanda. La otra decisión es determinar que parte de la oferta se destinara a inversores minoristas. El porcentaje variará en función de la demanda minorista percibida, la demanda institucional y la demanda internacional de las acciones (Geddes, 2003).

El diagrama 8 muestra como debería estar repartida la emisión, asignando pequeñas porciones a los inversionistas de corto plazo y favoreciendo a los inversionistas de largo plazo. También se asigna una parte de la emisión a los pequeños individuales y de todo esto se encargan el emisor y los banqueros.

### Diagrama 8. Colocación de los activos.



Fuente: Geddes (2003)

Los objetivos comunes del proceso de asignación son:

- Maximización de beneficios para el emisor.
- Favorecer a los inversionistas que se convertirán en accionistas de apoyo a largo plazo para la empresa.
- Fomentar el éxito en el Mercado Secundario.
- Realizar pequeñas asignaciones a los inversores de corto plazo.

En muchas privatizaciones, los pequeños inversores están protegidos y el tramo minorista está separado del tramo de acciones disponibles para los inversores institucionales nacionales. A menudo, un mecanismo de “clawback<sup>12</sup>” se utiliza si se genera una demanda minorista sustancial. En estos casos, el gestor principal tiene la capacidad de reducir la oferta institucional en favor de la oferta minorista. El colocador puede aumentar la porción menor incluso si hay una mayor demanda proporcional de la oferta institucional.

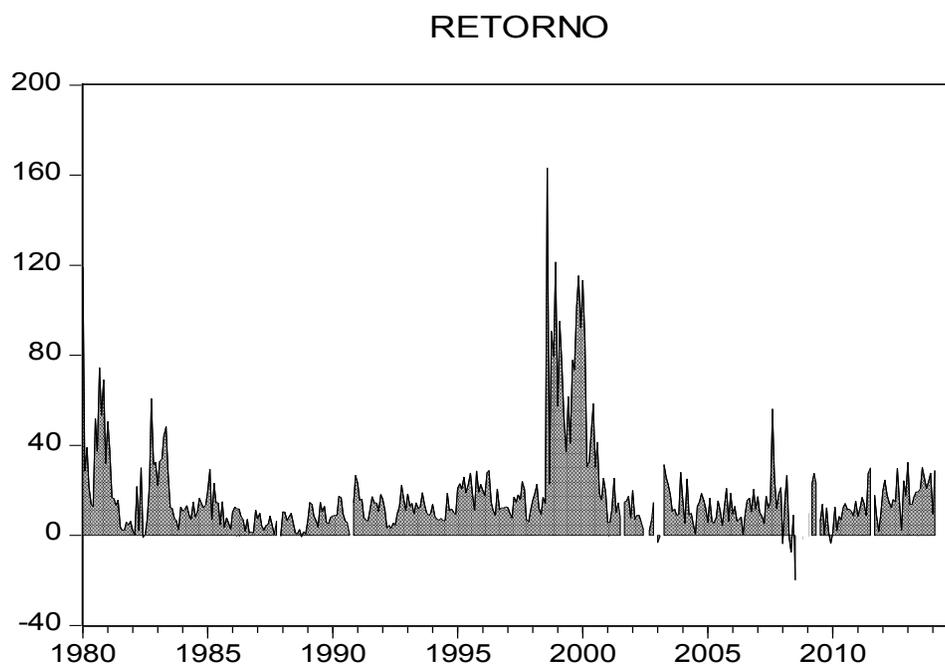
<sup>12</sup> Una retracción del precio de las acciones o del mercado en general. Una caída en el precio de una acción justo después de un incremento se llama clawback del precio.

## 2.12 EL CIERRE Y EL LISTADO

Una de las cuestiones respecto a las IPOs es que los usuarios raramente se molestan en dejar cantidades substanciosas de Money Left On The Table (Dinero sobre la mesa), definido como la diferencia entre el precio de oferta y el precio de cierre del primer día multiplicada por el número de acciones vendidas, es decir, el retorno del primer día de trading de la emisión. El promedio del retorno del primer día de las IPOs en los últimos 30 años es de \$9.1 millones USD. Este número es aproximadamente dos veces mayor que los honorarios pagados a los bancos y representa un costo indirecto sustancial a la empresa emisora (Ritter, 2002).

Cabe mencionar que el número de acciones vendidas en la IPO y contabilizadas dentro del dinero sobre la mesa, excluye las Opciones que normalmente representan el 15% en el número de acciones vendidas.

Dejar grandes cantidades de dinero sobre la mesa puede ser benéfico para los inversionistas porque esto implica ganancias exorbitantes para el primer día; sin embargo, a los emisores no les va tan bien porque demasiado dinero sobre la mesa representa pérdidas para la empresa; esto es, se pierden de los inversionistas de largo plazo.



Fuente: Elaboración propia con base a Ritter (2014)

En la gráfica 7, se muestra el comportamiento de los retornos del primer día de las IPOs en los últimos 30 años, se puede apreciar que en los 90's, hay un importante crecimiento que viene a caer en el año 2000 con la crisis de las puntocom. Se puede ver que algunas IPOs han tenido importantes retornos de primer día, lo cual es importante como desempeño de primer momento pero en sí, lo que importa más adelante, es que la empresa se sepa mantener y pueda incrementar sus niveles de rendimiento.

El periodo inmediatamente después de la transacción y cotización de las acciones es de vital importancia. Si una empresa no tiene un buen comienzo, sus acciones pueden languidecer en la bolsa de valores y una empresa que requiere mayor financiación de capital puede tener dificultades.

### **2.13 EL ÉXITO DE UNA IPO**

Una oferta exitosa es aquella que cumple con los objetivos de los tres principales partidos de la oferta: la empresa, los proveedores e inversores. De acuerdo a Ernst & Young (2011) existen numerosos indicadores de éxito como:

- Una prima razonable en el primer día.
- Una amplia distribución.
- El mínimo clowback.
- Una evolución fuerte del precio de la acción en el mercado de acciones.
- El volumen de operaciones, la confianza del mercado y de los inversionistas.

En términos de precios, una prima de apertura de aproximadamente 10 a 15 por ciento por encima del precio de oferta mantiene a los vendedores y a los inversores felices. A los vendedores no les gusta pensar que ellos han dejado mucho dinero sobre la mesa, mientras que los inversores están dispuestos a mostrar un retorno inicial modesto de su inversión.

El diagrama 9, muestra los factores que pueden influir en el éxito de una IPO como es el caso de la rentabilidad de la empresa, el tamaño, los factores de riesgo a los que se enfrenta, la asignación de la oferta y la confianza del mercado en el crecimiento y estabilidad de la compañía. De acuerdo con Geddes (2003), al término de una Oferta Pública Inicial, en particular las grandes, la distribución de acciones entre los inversionistas es importante. Las empresas van a querer ver un equilibrio entre los partidarios institucionales y los inversores minoristas. Una distribución típica podría ser de 30 por ciento para los minoristas y 70 por ciento para los institucionales.

### Diagrama 9. Factores que influyen en el éxito de una IPO.



Fuente: Elaboración propia con base en Geddes (2003).

Para esto, la empresa quiere ver que la mayoría de las acciones estén asignadas a los inversores de largo plazo. Los emisores deben entender por supuesto que es necesario colocar algunas acciones con los inversores a corto plazo (comúnmente llamados aletas o ciervos) que son quienes van a vender en el mercado de reposición inmediata creando así la liquidez.

En general, las empresas con las siguientes características son las que tienen ofertas más exitosas.

- ♦ Es mejor cuando es grande que pequeña.
- ♦ Debe ser rentable en lugar de tener pérdidas
- ♦ Debe tener un bajo número de factores de riesgo.

Un estudio reciente de Ernst & Young (2011) reveló que una de las características más sobresalientes de las empresas que logran llevar a cabo un IPO con resultados que superan el promedio del mercado es el tiempo que dedican a la preparación de la misma; esto es porque las compañías que excedieron los rendimientos globales del mercado después de un IPO por lo general han implementado cambios organizacionales críticos para comenzar a actuar como una compañía que cotiza en bolsa de 12 a 24 meses antes de volverse pública.

Cuando se hace una colocación de acciones por primera vez, los directivos de la empresa deben estar conscientes del tiempo que le tienen que dedicar, para que pueda tener éxito la emisión y; además, se debe preparar a la compañía para la nueva actividad en la que se va a involucrar. En el siguiente capítulo, se mostrarán tres ejemplos de colocaciones de empresas que se encuentran en el sector tecnológico, son 3 casos con diferentes historias de colocación, que llegaron al mercado secundario, en un caso, con el precio de las acciones a la baja, en otro, manteniendo su precio y por último, una situación en la que la empresa salió a la Bolsa y desde entonces, mantuvo una tendencia al alza.

## **CAPÍTULO 3**

### **CASOS PRÁCTICOS**

El presente capítulo tiene como objetivo analizar la historia, el modelo de negocio y el día de la oferta pública de tres empresas que son Netflix, Google y Facebook. La intención de elegir a estas empresas, se debe en principio al desempeño que tuvieron en su primer día de colocación y adicional a eso, que las tres se encuentran dentro del sector tecnológico. En el caso de Netflix, se encuentra una empresa cuya primera emisión resulta exitosa en primera instancia y, no es hasta años después, que el precio de las acciones aumenta de manera considerable. Google, es una empresa que desde su salida a bolsa, ha mantenido una tendencia al alza y Facebook, es una empresa, cuyos resultados de primera emisión, fueron inconsistentes con lo planeado.

### **3.1 NETFLIX**

#### **3.1.1 HISTORIA**

Netflix surgió en 1997 en California, Estados Unidos. Fue creada por Reed Hastings y Marc Randolph como un videoclub con una plataforma de video vía online.

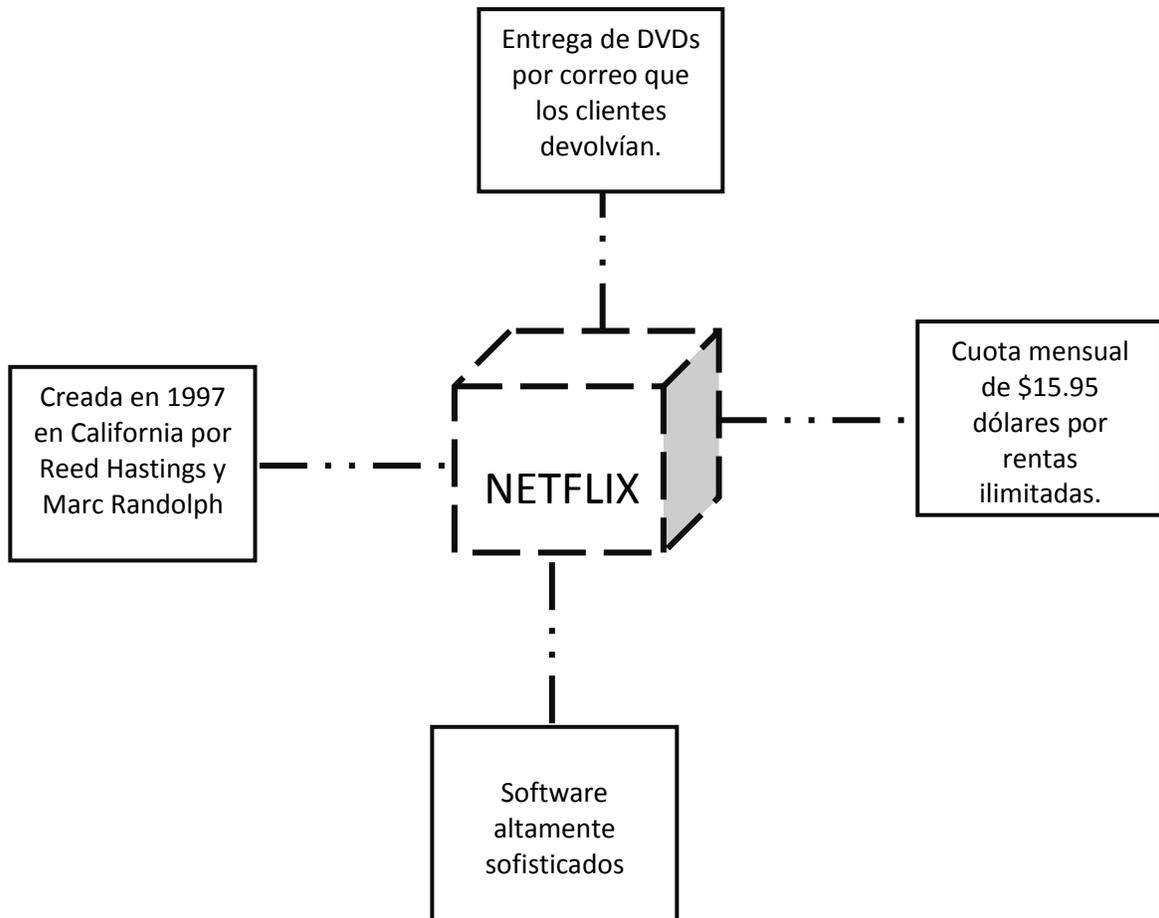
Un día, Hastings estaba manejando hacia su club de salud cuando decidió parar en una tienda de videos para regresar una copia de “Apolo 13”. Pensando en los \$40 extra que tuvo que pagar por el retraso, Hastings consideró los \$28 mensuales que pagaba por su membresía en el club de salud y así fue como pensó que la tienda de videos debería funcionar justo como su club de salud, pagando determinada cantidad mensual por las sesiones que él quisiera (Seiger, 2004).

Netflix puso en marcha su sitio web en Abril de 1998 ofreciendo a los consumidores rentas y ventas en línea de DVDs para permitir a los consumidores rentas cómodas de DVDs a través del internet, el servicio en línea fue originalmente el modelo tradicional de una tienda de videos. De acuerdo con Seiger (2004), los consumidores podían elegir películas en línea y Netflix enviaría los títulos por 7 días. Para las primeras dos películas, Netflix cargaba \$4 por cada una y para cualquier título adicional, el costo era de \$3 por cada una. Los clientes pagaban los gastos de envío. Las películas llegaban por mail y los clientes regresaban los discos en un sobre con las direcciones previamente señaladas. Al final de su primer año de operaciones, Netflix había acabado con los gastos de alquiler por película, los gastos de envío y los recargos. La compañía introdujo un modelo de suscripción en

Octubre de 1999 en la cual le cargaba a los clientes una cuota mensual de \$15.95 por rentas ilimitadas, permitiendo al consumidor tener cuatro películas de una sola vez.

Netflix experimentó un rápido crecimiento Seiger (2004). Sus ingresos crecieron de \$1.4 millones en 1998 a \$152.8 millones en 2002. Hastings fue capaz de mantener los costos de adquisición de clientes de la compañía a un mínimo mediante la reducción de ofertas con la mayor parte de los fabricantes líderes de DVDs como Sony, Toshiba, Panasonic y RCA. Como su base de clientes creció, también lo hizo la necesidad de la empresa para mejorar los tiempos de entrega. Si un cliente estaba a menos de 80 millas de un centro de distribución, Netflix podría entregar DVDs durante la noche. A finales de 2003, la compañía espera que haya suficientes centros de envío para atender más del 60% de sus miembros.

**Figura 3. Historia de Netflix.**



Fuente: Elaboración propia con base en Seiger (2004).

La figura 3, muestra algunos aspectos importantes de la Historia de Netflix, una empresa creada en 1977 que empieza bajo la idea de rentar películas de manera individual y revoluciona el concepto cobrando una renta mensual por películas ilimitadas.

A partir de mayo de 2002, la empresa tenía 130 empleados en su sede de Los Gatos, California y aproximadamente a 400 empleados por hora en sus centros de distribución en todo el país. Netflix anunció su suscriptor un millón el 27 de Febrero de 2003, momento en el que la empresa se había convertido en el servicio más importante del mundo online, con una biblioteca de más de 13,500 títulos de DVD (Seiger, 2004).

### 3.1.2 MODELO DE NEGOCIO

Hastings y su equipo tomaron ventaja de las tecnologías nuevas y antiguas para construir el negocio de Netflix, Seiger (2004). En 1998, los reproductores de DVD eran el segmento de mayor crecimiento del mercado de los reproductores de video, y para 2002, los reproductores de video eran de unos 35 millones de hogares de Estados Unidos. Debido a su tamaño y durabilidad, los DVD podían ser enviados por correo a los suscriptores a bajo costo. Después de experimentar con 200 sobres de correo diferentes, la empresa era capaz de llevar la parte de transporte de bajo coste de envío al precio de una estampilla de primera clase en cada sentido.

De acuerdo a Sergei (2004), en lugar de ser pionera de distribución digital, Netflix se basó en una tecnología probada y verdadera: El servicio de correo de los EE. UU. Reed comenzó a entregar DVDs a través del correo electrónico con 800,000 empleados a la entrega de 100 millones de hogares seis días a la semana, en la red de distribución digital final.

La compañía desarrolló software altamente sofisticados a medida que gestionaba su inventario. En una semana típica, Netflix podía enviar más de un millón de películas (ida y vuelta para un total de dos millones de transacciones). El modelo de Netflix se basa en tres factores fundamentales:

- ✓ Alquiler de DVD de valor limitado por \$20 al mes, sin cargos por pagos atrasados y envío libre en ambos sentidos.
- ✓ Conveniencia. No hay fechas de vencimiento de entrega a domicilio
- ✓ Selección. Aproximadamente 14,000 títulos para buscar en línea y hacer recomendaciones personales (Sergei, 2004).

### 3.1.3 LINEA DEL TIEMPO

#### ETAPA DEL CAPITAL SEMILLA

| Octubre de 1997  | 1998   |  |   |
|--|--|--|---|
| Hastings y un pequeño grupo de inversionistas individuales sembraron la compañía con 2 millones. | Los reproductores de DVD fueron el segmento que creció más rápido en el mercado de los reproductores de video. | Netflix abre su sitio web ofreciendo rentas y ventas en línea. | Participan Inversionistas Individuales e Institucionales. |

#### ETAPA DE ARRANQUE Y PRIMERA RONDA

| 1999  |   |  |   |
|---|---|--|---|
| La compañía aumenta a un total de \$51.5 millones en tres rounds de inversionistas de riesgo así como inversionistas institucionales y empresas de tecnología de cruce. | Se lanza el servicio de suscripción. Barry McCarthy se convierte en el director financiero. | 18 de Febrero. Participa el capital de Foundation Capital, Inversionistas, Inversionistas Institucionales de Riesgo, Socios y Empresas de Tecnología | 22 de Junio. Participa el capital de Foundation Capital, Socios Institucionales de Riesgo, Empresas de Tecnología y LVMHEurop@web |

#### FINANCIAMIENTO DE PRIMERA Y SEGUNDA RONDA

| 2000   |  |  | 2001                                       |
|--|--|--|--|
| Netflix estaba generando un crecimiento importante pero seguía perdiendo dinero. | Participa el capital de Foundation Capital, Socios Institucionales de Riesgo, Empresas de Tecnología, LVMHEurop@web y Transamerica Technology Finance. | Netflix entrega su primer prospecto de presentación con la SEC | Netflix tuvo su primer Cash-Flow positivo. |

#### FINANCIAMIENTO DE TERCERA Y CUARTA RONDA

| 2002  | 2002   | 4 de Febrero de 2002   | 4 de Febrero de 2002                                   |
|---|--|--|--|
| Sus ingresos crecieron de \$1.4 millones en 1998 a \$152 millones en 2002 | Los reproductores de DVD estaban en un estimado de 35 millones de hogares en Estados Unidos. | Reunión Organizacional para revisar el calendario, cuestiones estructurales y las responsabilidades iniciales de las partes. | Comienzo de los negocios y el Due Diligence Financiero |

**DUE DILIGENCE Y PREPARACIÓN DEL PROSPECTO DE COLOCACIÓN**

| 4 de Febrero de 2002   |   | 5 de Febrero de 2002  |   |
|--|---|---|---|
| Comienzo de los negocios y el Due Diligence Financiero. Comienza la investigación del Due diligence Legal. | Se discute la declaración del registro. Selección del agente de transferencia y registro. | El abogado de Netflix, Wilson Sonsini dirigió la reunión organizacional para hacer oficial el proceso de la IPO | Se tenía una expectativa de crecimiento de 2.5 billones en 2002 a 6 billones en 2010. |

**DUE DILIGENCE E INFORMACIÓN FINANCIERA**

| 11 de Febrero de 2002  |   |   | 18 de Febrero de 2002                              |
|--|---|---|--|
| Continúan todos los aspectos del Due Diligence. Los suscriptores finalizan las cuestiones estructurales con la compañía. | Continúa la redacción de la declaración de registro. Circula el borrador de la carta de garantía. | Circula el borrador del contrato de aseguramiento y el borrador de los Estados Financieros Auditados. | Continua el borrador de la declaración de registro |

**DECLARACIÓN DE REGISTRO Y PREPARACIÓN DEL ROAD SHOW**

| 25 de Febrero de 2002   | 4 de Marzo de 2002                                      | 6 de Marzo de 2002                                  | 18 de Marzo de 2002   |
|---|---|---|---|
| Reunión con el impresor para finalizar la declaración de registro. Se lleva a cabo la declaración del registro. | Finaliza la audición de los Estados Financieros de 2001 | Netflix entrega su prospecto de colocación a la SEC | Comienza la preparación del Roadshow. Sesión de trabajo de los analistas de la investigación. Se reciben los comentarios de la SEC. |

**ROAD SHOW Y PERIODO DE SILENCIO**

| 25 de Marzo de 2002  | 1 de Abril de 2002   |  |   |
|--|--|--|---|
| Se responden los comentarios a la SEC. Se vuelven a registrar todas las correcciones con todos los Estados Financieros del 2001. | Comienza la preparación de los materiales de marketing internos. | Memorando de información, lista de los inversionistas objetivo y ventas institucionales. | Continúa la preparación del Roadshow. Los analistas de investigación finalizan los modelos. |

**ROADSHOW Y APROBACIÓN DE LA SEC**

| 8 de Abril de 2002   |   |  | 15 de Abril           |
|--|---|--|-----------------------|
| Acreditación de la SEC.<br>Impresión y distribución del Red Herring. | Finalización de los materiales de marketing interno.<br>Presentaciones de gestión de la fuerza de ventas. | Revisión de la lista de instituciones objetivo para visitarlas en el Roadshow. | Comienza el Roadshow. |

**ROADSHOW**

| 22 de Abril de 2002   | 29 de Abril  | 7 de Mayo de 2002  |
|-----------------------|--|--|
| Continúa el Roadshow. | Se establece el precio de oferta.<br>Comunicado de prensa con los términos de la oferta. | Se imprimen los prospectos finales.<br>Se finalizan y ejecutan los documentos de cierre. |
|                       |  | Hastings y McCarthy se embarcaron en un Road show de 2 semanas y media.                  |

**ROADSHOW Y DETERMINACIÓN DEL PRECIO DE LISTADO**

| 7 de Mayo de 2002  | 8 de Mayo de 2002   | 7 al 22 de Mayo      | 23 de Mayo de 2002    |
|--|---|----------------------|-----------------------|
| La renta total del mercado fue de 10.1 billones y se tenía una expectativa de llegar a 11.5 billones en 2007 | Hastings y McCarthy presentan para Thomas Weisel y Piper Jaffray. | BookBuilding Process | Primer día de trading |

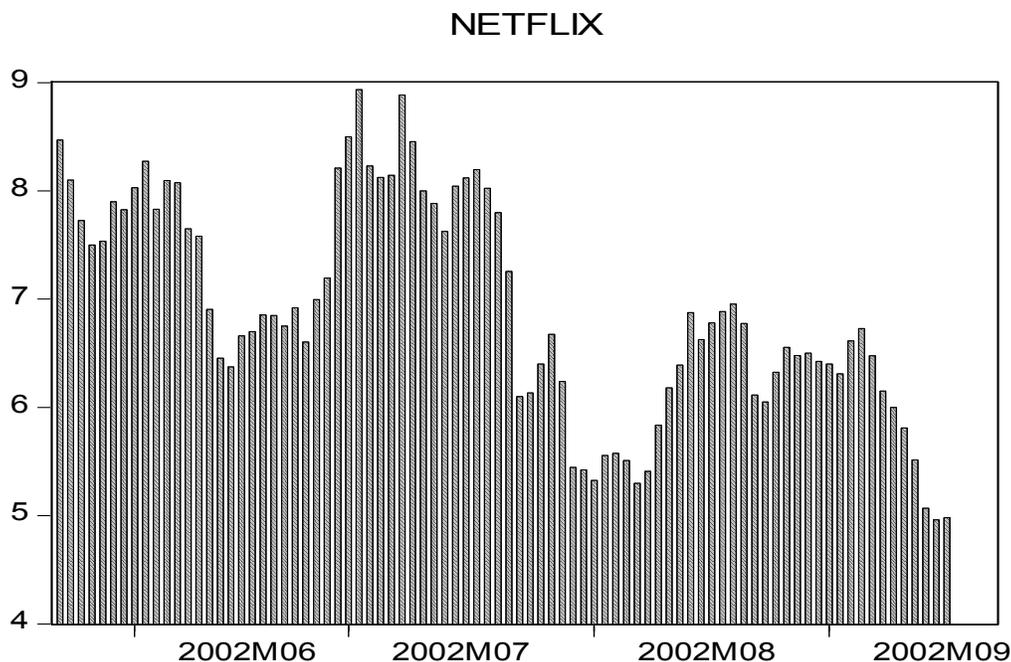
Fuente: Elaboración propia con base en Sergei (2004).

La línea del tiempo, nos muestra como se fue desarrollando la oferta inicial de la empresa; desde la creación de la compañía, hasta el día de la emisión. Hay aspectos importantes que se deben tomar en cuenta en la salida a bolsa de Netflix, como el hecho de que antes de comenzar con la IPO, Netflix tuvo una reunión organizacional, en la que estuvieron presentes el grupo de investigación y el grupo de abogados de Merrill Lynch. En esta reunión, fueron discutidos todos los eventos que necesitaban pasar, antes del momento de oferta, incluyendo la preparación, la impresión y entrega del prospecto, la resolución de los aspectos legales, el Road Show y la programación (Seiger, 2004). De esta forma, pudieron calendarizar el proceso con que se llevaría a cabo la emisión.

A lo largo del Road Show, los banqueros construían el libro de los compradores potenciales de la emisión. Hastings y McCarthy crearon un Top 10 de inversionistas potenciales para la

compra de una gran parte de la colocación (Seiger, 2004). Es importante destacar, que tanto Netflix como Google, hicieron un libro con los inversionistas potenciales, lo que les benefició porque, pudieron conocer las características del mercado al que estaban ofreciendo las acciones y la demanda de las mismas. Esto resultó favorable para la empresa porque tuvo una prima de apertura del 11%. En el momento de decisión del precio de las acciones, los colocadores de Netflix, titubearon porque los precios altos estaban asociados con el riesgo de que cayera la demanda, en caso de que la acción no lograra un buen desempeño y si eso pasaba, entonces la reputación de la empresa y de los colocadores estaría en riesgo (Seiger, 2004).

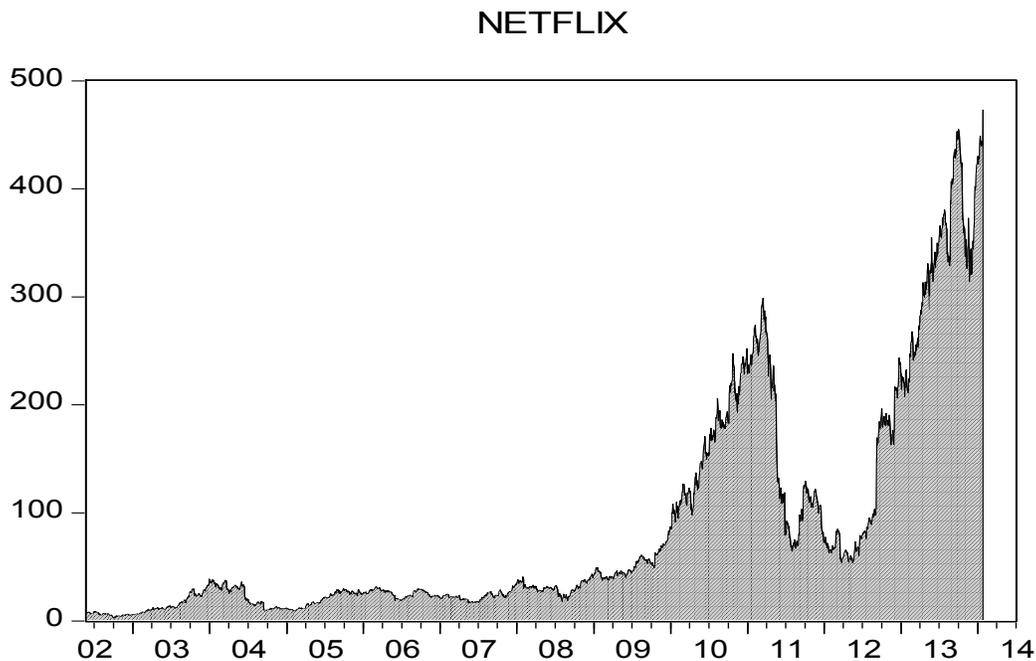
Lo que sucedió el día del listado, resultó positivo para la empresa porque pudo acertar en el precio de las acciones y las mismas tuvieron un buen desempeño durante su primer día; esto es, tuvieron un rendimiento del 11%, lo que es bueno partiendo de la aseveración de que un buen desempeño se alcanza cuando el rendimiento del primer día se encuentra entre 10 y 15%. Partiendo de esto, se puede decir que el primer día de una IPO es importante para la empresa dado que los inversionistas que se ven motivados a continuar con las acciones adquiridas o en el mejor de los casos, la emisión se presta para una constante compra-venta de acciones.



En la gráfica 8 se puede observar el comportamiento de los precios de Netflix en sus primeros 4 meses de salida al mercado y se puede advertir que como en el caso de Facebook, que se va a ver más adelante, el precio de las acciones cayó hasta en un 50% en

comparación con el precio de salida. Lo que se ve, es que hubo una presión de los precios a la baja que finalmente, dejó el precio de la acción más barato que el precio de oferta. En este caso, se tiene una empresa cuyo primer día fue exitoso pero eso no evitó que en los días posteriores, cayera el precio de la acción.

Por otra parte, en la gráfica 9, se observa el comportamiento de Netflix, en un periodo de 12 años, este gráfico es importante porque nos muestra un periodo en el que el precio de las acciones subió de manera considerable, lo cual nos dice que muchas de las veces, es el largo plazo lo que va a mover el precio de las acciones.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg (2015)

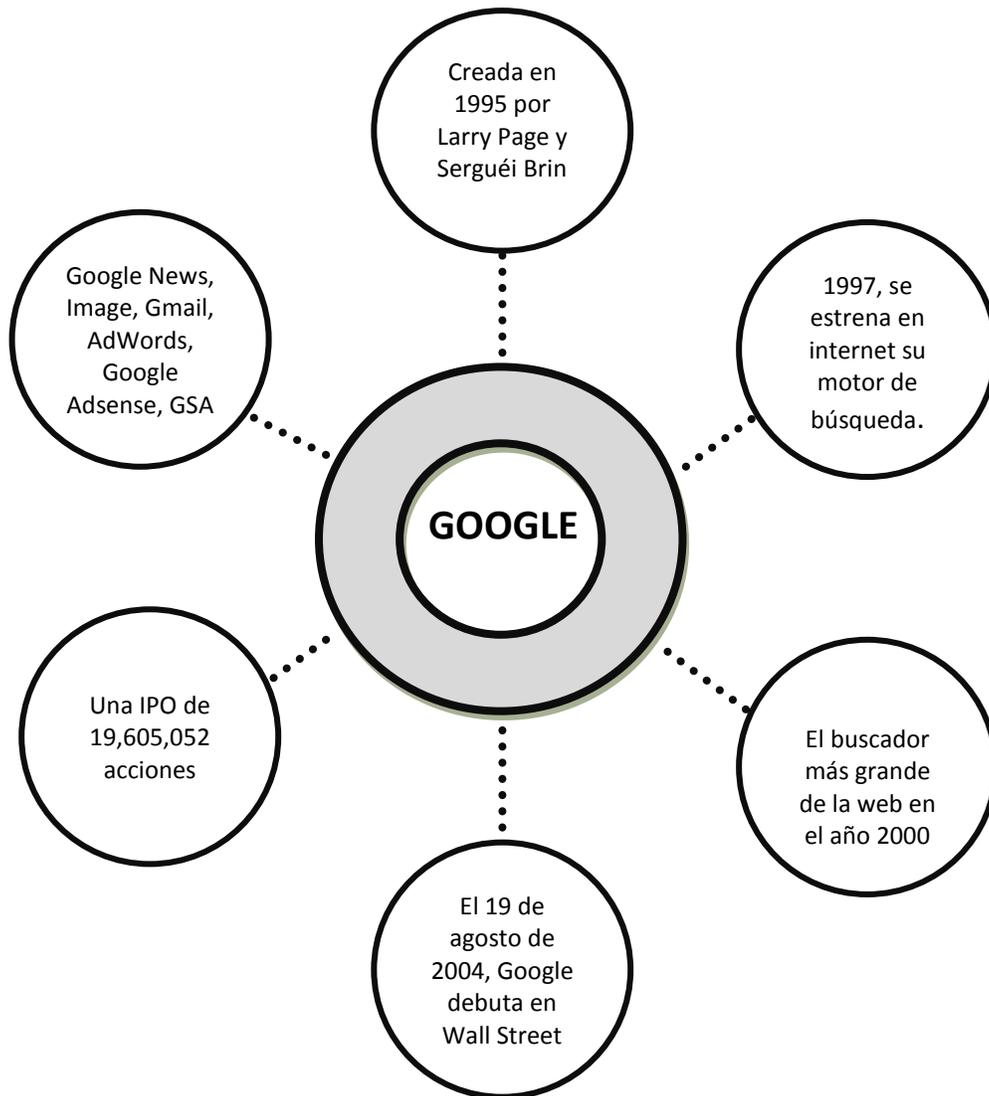
## 3.2 GOOGLE

### 3.2.1 HISTORIA

La palabra Google proviene de "Googol" (pronunciado Gúgol), palabra creada por el matemático Edward Kasner y que significa diez elevado a cien. De acuerdo a Google IPO (2015), el origen de los colores que conforman el nombre Google se basa en que el ordenador original que se utilizó para el proyecto Google estaba construido con LEGOS. Todo comenzó en Marzo de 1995 cuando Larry Page y Serguéi Brin, dos candidatos al doctorado en Informática, se conocieron en la Universidad de Stanford. Los dos jóvenes, se encontraban colaborando en el desarrollo de la tecnología que se convertiría en el soporte de Google. BackRub, un precursor del buscador de Google que fue desarrollado en 1996/97 (Constantinou, 2004). En 1998, los dos jóvenes comenzaron su propia compañía con el apoyo de los alumnos de Stanford y el cofundador de Yahoo, David Filo. Google fue incorporado a California en Septiembre del mismo año comenzando con un capital de \$1 millón de dólares obtenido de amigos, familia y ángeles inversores como el cofundador de Sun Microsystems, Andy Bechtolsheim. De acuerdo a Constantinou (2004), es el 27 de Septiembre de 1998 cuando la compañía Google Inc. estrena en internet su motor de búsqueda.

La corporación experimentó una verdadera revolución entre 1998 y 1999, respondiendo de 10,000 a 3 millones de búsquedas en internet por día. El proceso de Google fue rápidamente reconocido y la compañía se convirtió en una notable parte del panorama emergente del internet. Otros \$25 millones de financiamiento se obtuvieron en 1999 de dos de los más grandes nombres de Menlo Park (El lugar donde están localizadas un gran número de las más prestigiosas compañías de capital de riesgo) Sequoia Capital y Kleiner Perkins. Jonh Doerr y Michael Moritz se incorporan a la junta directiva. Al final del año, la compañía tenía 39 empleados y estaba lista para una nueva racha de crecimiento. Google se convirtió en el más grande buscador de la web en el año 2000, administrando un índice de no menos de 1 billón de URLs y respondiendo 60 millones de búsquedas por día. Es en este mismo año cuando Google presenta AdWords, su sistema de publicidad online y la llamada Barra Google.

En la figura 4, se muestra la historia de Google, una empresa que nació en 1995, comenzó a funcionar en 1997 y además, cuenta con una serie de herramientas con las cuales sustentarse, incluyendo algunas de ellas un costo para al usuario. Una empresa que 9 años después de su creación, sale a vender acciones al mercado.

**Figura 4. Historia de Google.**

Fuente: Elaboración propia en base a Constantinou (2004).

Para el año 2001, el buscador estaba disponible en 26 idiomas, se lanzó la búsqueda de imágenes y se convirtió en el principal servicio de búsqueda para millones de latinoamericanos (Constantinou, 2004). En el 2002, Google lanza su primer elemento de hardware, una versión mejorada de AdWords y se asocia con AOL. En el 2003, Google lanza el buscador de libros conocido en ese entonces como Google Print. El 19 de agosto de 2004, Google debuta en Wall Street con una IPO de 19,605,052 acciones.

### 3.2.2 MODELO DE NEGOCIO

Además de la tradicional WebSearch, Google ofrecía varias herramientas de búsqueda como Google News, Google Image Search, Google AdWords, Google Adsense, GSA, y servicio de compra inteligente llamado Froogle (Hild, 2014).

AdWords permite a los anunciantes presentar anuncios oportunos relativos a la búsqueda de un usuario de Google. Los anunciantes utilizan herramientas automatizadas para crear anuncios basados en texto, pujan por palabras clave que activan la visualización de sus anuncios y fijan los presupuestos de gasto diario. Los anunciantes pagan sobre una base per-click. Google Adsense es la plataforma de publicidad de paga para medios (sitios web, blogs, apps), colocando los anuncios de Red de Display de Google Adwords. Con este esquema muchos dueños de sitios web pueden percibir ingresos por el tráfico recibido, y en algunos casos, sirve como base para muchos modelos de negocios online. GSA es una solución de software y hardware completo que se extendió a la funcionalidad de búsqueda de Google para las empresas de búsqueda de información interna o externa. Incluía 3 modelos generales con precios muy diferentes de partida (\$32,000, \$230,000 y \$525,000).

### 3.2.3 LINEA DEL TIEMPO

#### ETAPA DE CAPITAL SEMILLA Y ARRANQUE

| 1995   | 1998  | 1999  |  |
|--|---|---|--|
| Se conocen Larry Page y Sergey Brin en la Universidad de Stanford. | Page y Brin comienzan a crear el primer centro de datos de Google | Google se muda a una oficina de la Universidad en la Avenida Palo Alto. | Un grupo de capitalistas de riesgo fondea a Google con \$25 millones de dólares. |

#### EXPANSIÓN DE LA EMPRESA

| 1999  | 2000  | 2001                   |   |
|---|---|------------------------|---|
| Fue de responder 10,000 a 3 millones de búsquedas en línea. | Google atendía a un aproximado de 60 millones de búsquedas por día. | Aparece Google AdWords | Los ingresos anuales crecieron desde \$86 millones hasta \$1466 en 2003 |

**PLANIFICACIÓN DE LA IPO**

| 2002                  | 2003  |   |   |
|-----------------------|---|---|---|
| Se introduce AdSense. | Se incluyen las compras en línea con Froogle. | La valuación de la compañía se estima en más de 15 billones | Goldman Sachs, Morgan Stanley y 8 bancos más compiten por ser los colocadores de la oferta. |

**DECLARACIÓN DE REGISTRO E INFORMACIÓN FINANCIERA**

| 2004               | 23 de Febrero de 2004   | 18 de Marzo de 2004                                 |
|--------------------|---|---|
| Google lanza Gmail | El público inversionista se pregunta si la IPO de Google atraerá de nuevo la burbuja de las puntocom. | AOL quiere comprar 2 millones de acciones de Google |

**BANCOS DE INVERSIÓN Y ROAD SHOW**

| 18 de Abril de 2004   | 26 de Abril de 2004  | 21 de Mayo de 2004                                      | 8 de Agosto de 2004   |
|---|--|---|---|
| Google se ve forzado a abrir sus libros financieros al público. | Google elige Credit Suisse First Boston y a Morgan Stanley como sus colocadores principales. | Google enlista 31 colocadores para vender sus acciones. | Google organiza un Roadshow donde los pequeños inversionistas no son invitados. |

**IPO DE GOOGLE**

| 9 de Agosto de 2004   | 18 de Agosto de 2004          | 19 de Agosto de 2004   | 20 de Agosto de 2004   |
|---|-------------------------------|--|--|
| Google incrementa su oferta de acciones de 24.6 millones a 25.7 | La IPO es aprobada por la SEC | El precio de las acciones de Google aumenta casi el 20% cuando salen al mercado. | La IPO de Google fue un éxito. El elemento clave fue la subasta. |

En términos de precios, una prima de apertura de aproximadamente 10 a 15 por ciento por encima del precio de oferta mantiene a los vendedores y a los inversores felices (Geddes, 2003). Con una prima de apertura de Google de 17.65% se puede decir que la emisión

resultó exitosa. Para la determinación del precio de las acciones se utilizó la subasta holandesa, la cual significaba que Google se había reservado el derecho de establecer el precio de venta final, la asignación de cuotas y otros términos de la subasta después de observar los resultados de la misma. Google afirmó que su intención era fijar el precio de la emisión para evitar no sólo la infravaloración sino también los sobrepuestos (Constantinou, 2004). El haber tomado en cuenta una subasta holandesa como fijación del precio resultó ser una buena alternativa porque de este modo las acciones son asignadas con los inversionistas que las desean adquirir al precio que están dispuestos a pagar por ellas. Como consecuencia, se pudo reducir el riesgo de que la emisión tuviese un mal desempeño en su salida a bolsa.

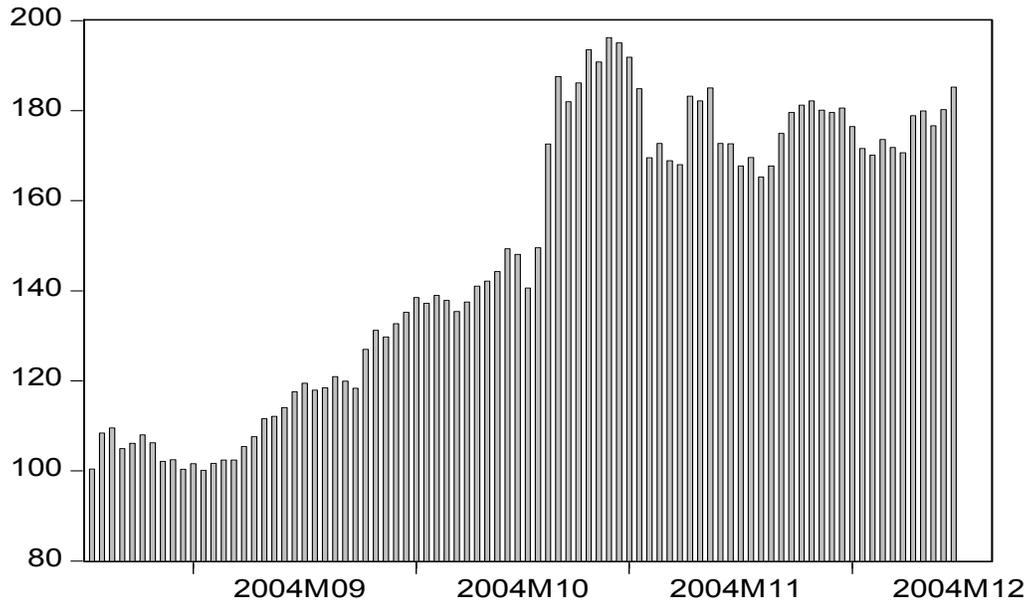
Los colocadores pusieron en marcha un Road Show de 3 a 4 semanas en las cuáles la compañía hizo sus presentaciones a los inversionistas. Durante el proceso, se constituyó un libro que contenía los compradores potenciales y el precio al que estaban dispuestos a pagar determinada cantidad de acciones (Hild, 2004).

Cuando se trata de Road Show, es importante que al mismo tiempo que este se lleva a cabo, también se esté pensando en el precio de las acciones y así mismo, crear un libro con los inversionistas potenciales como se hizo con Google porque en ocasiones se toman en cuenta otros métodos para la decisión del precio de las acciones y resultan no ser tan precisos como fue el caso de Facebook cuyo método para decidir el precio se basó en el Flujo de Efectivo Descontado.

Lo que Page decía era que se iban a concentrar únicamente en el largo plazo sin importar lo que pasara porque esa siempre había sido la política de Google y no tenían por qué alterar sus Estados de Resultados o hacer algo fuera del margen para atraer a los inversionistas (Constantinou, 2004). Esto habló bien de la empresa financieramente porque no sólo no querían inventar cifras que no existían sino que mantener una visión a largo plazo que en cierta forma hace que los inversionistas se muestren más confiados al momento de invertir en las acciones de Google.

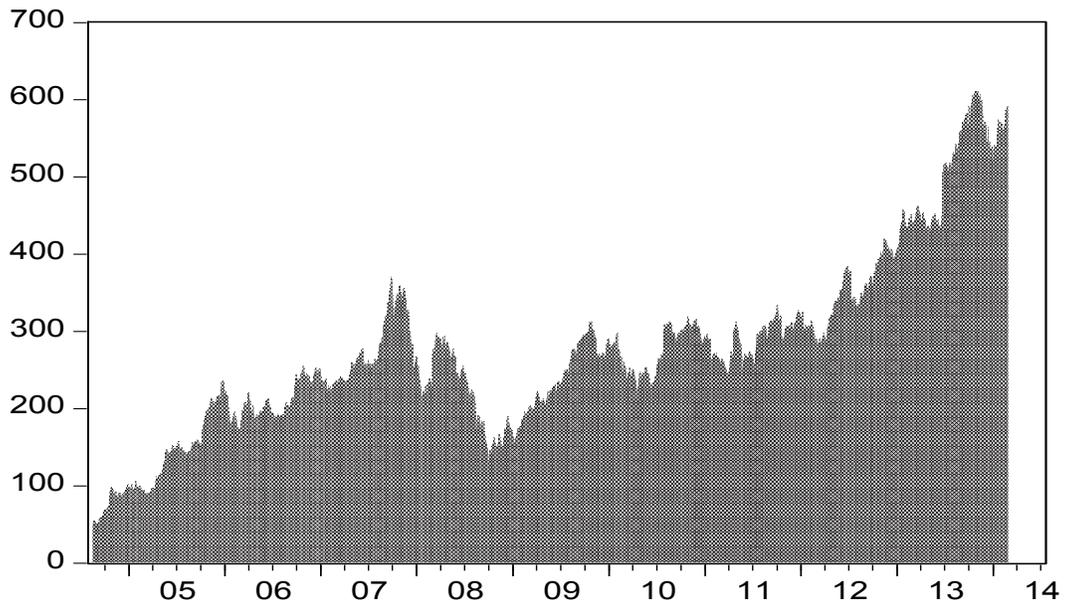
Un ejemplo Singular de IPO exitosa, lo podemos encontrar en Google que desde su salida a bolsa, se ha mantenido creciendo en la cotización de sus acciones y de acuerdo con los datos, con un incremento del 27% en su primer semana. En la gráfica 10, se puede observar la tendencia de Google en sus primeros cuatro meses de salida a Bolsa, teniendo un crecimiento por encima del 100% del precio de oferta para el tercer mes de listado.

### GOOGLE



Fuente: Elaboracion propia con datos obtenidos de Bloomberg, (2015).

### GOOGLE



En la gráfica 11, se muestra el comportamiento de los precios de las acciones de Google. En este caso, la serie histórica incluye el Split<sup>13</sup> que se llevó a cabo el 2 de Abril de 2014 convirtiendo una acción en dos, es decir, los inversionistas ahora poseían dos acciones por cada acción que tenían antes del Split (Chuck, 2014). Lo que se puede ver en la gráfica es que el precio de las acciones ha ido incrementando constantemente desde su salida al mercado, en el 2008 se refleja la caída del precio de la acción por la crisis financiera que se suscitó; pero, también se puede notar la pronta recuperación de la misma.

## 3.3 FACEBOOK

### 3.3.1 HISTORIA

Facebook no fue creado originalmente para ser una empresa, fue construido para cumplir una misión social – para hacer el mundo más abierto y conectado.<sup>14</sup>

Facebook fue lanzado en febrero de 2004 por Mark Zuckerberg y cuatro compañeros de cuarto en la Universidad de Harvard. El sitio lleva el nombre de los directorios populares distribuidos por diferentes residencias de Harvard que cuenta con la imagen de un estudiante al lado de su cara. Facebook fue diseñado como una herramienta social para permitir que los amigos se conecten entre sí a través de Internet (Mark, 2004).

De acuerdo con Mark (2004), después de un encuentro inicial con la administración universitaria, el sitio de la Universidad de Harvard se quitó permitiendo a Zuckerberg expandirse a otras universidades de EE.UU. y Canadá. A mediados de 2004, Zuckerberg había abandonado las operaciones en Harvard y se trasladó a Palo Alto; en 2006, Facebook fue abierto a cualquier persona mayor de 13 años de edad, había atraído a un aproximado de 12 millones de usuarios y fue el séptimo sitio con más tráfico en Internet.

En marzo de 2006, Zuckerberg declinó una oferta para vender la compañía por \$750 millones de dólares, argumentando que tenía un valor de \$2 mil millones de dólares. Su optimismo se confirmó en octubre, cuando Microsoft compró una participación del 1.6% por \$240 millones, valorando Facebook en \$1.5 mil millones de dólares. Facebook continúa su rápido crecimiento, duplicando sus usuarios activos entre agosto de 2008 y abril de 2009 (Mark, 2004).

---

<sup>13</sup> Aumento del número de acciones en circulación de una empresa sin modificar sus recursos propios ni su valor de mercado.

<sup>14</sup> Mark Zuckerberg, Facebook preliminary prospectus, May 16, 2012

## Figura 5. Historia de Facebook



Fuente: Elaboración propia con base en Mark (2004).

Para ayudar a controlar el crecimiento de la empresa, Zuckerberg contrató ejecutivos experimentados como Sheryl Sandberg (director de operaciones) y David Ebersman (Director Financiero). En Septiembre de 2009, Zuckerberg escribió en su blog que Facebook había alcanzado los 300 millones de usuarios y un flujo de caja positivo (Mark, 2004). Los usuarios de Facebook continuaron creciendo a un ritmo extraordinario, pasando de 500 millones de usuarios en julio de 2010, a 800 millones en septiembre de 2011 y 900 millones en abril de 2012.

Durante este periodo, Facebook había obtenido capital de ángeles inversionistas como Mark Andreessen, Reid Hoffman y Mark Pincus, y los capitalistas de riesgo como Accel Partners, Greylock Partners y Meritech Capital Partners, con base en las operaciones que

figuran en el Mercado Secundario y SharesPost –ambas plataformas en línea para la negociación de acciones privadas pre-IPO. Dada la creciente popularidad y la visibilidad de las empresas de medios sociales los participantes del mercado financiero sabían que era solo cuestión de tiempo antes de que Facebook se hiciera pública. El Red Herring inicial distribuido por los suscriptores en febrero de 2012 anunció los planes de Facebook para vender una cantidad no especificada de acciones ordinarias clase A. Los principales efectos de la oferta pública inicial era crear un mercado público para los accionistas existentes y permitir el acceso futuro a los mercados de renta variable pública. Los fondos se utilizarían para capital de trabajo y otros propósitos corporativos generales (Mark, 2004).

### **3.3.2 MODELO DE NEGOCIO**

Facebook proporciona una plataforma de Internet que permite a sus usuarios compartir comentarios, subir fotos y recomendar experiencias (likes) a los amigos y familiares. Citando un informe de la industria a partir de Agosto de 2011, el prospecto de Facebook audazmente declaró que su objetivo era conectar todos los dos mil millones de usuarios de internet a nivel mundial. Para el año fiscal que termina el 31 de diciembre de 2011, Facebook generó \$1 mil millones en ingresos netos de los ingresos totales de \$3.7 mil millones, un aumento del 65% y 88% respectivamente, respecto al año anterior (Mark, 2004).

De acuerdo a Mark (2004), la publicidad representó el 98 % de los ingresos de Facebook en 2009, el 95% en 2012 y 85% en 2011. Facebook ofrecía a los anunciantes la oportunidad de segmentar y orientar sus bases de usuarios de la información demográfica, al expresar los intereses y las relaciones sociales. Para que esto sea posible, Facebook pide a los usuarios que revelen su auténtica identidad en línea. Es por esto que cualquier información cargada en Facebook se convierte en propiedad de la empresa. Con esto, facebook mapea las conexiones entre los usuarios y sus amigos, formando una base de datos con los productos o servicios a los que se les da “like”.

Facebook asigna las conexiones entre los usuarios y sus amigos graban los productos o servicios que les han gustado en una amplia base de datos, de propiedad. Haciendo uso de su base de datos, los anunciantes podrían dirigirse a los servicios personalizados y de productos basados en las preferencias y la conexión de los usuarios. Facebook llama esta función contexto social y cree que la publicidad basada en el contexto social sería mejor recibida por los consumidores. El gasto mundial de publicidad se estimó en 588 mil millones de dólares en 2011 y se proyecta que alcance \$691 billones en 2015. En la publicidad en línea se prevé un aumento de \$68 mil millones en 2012 a \$120 mil millones en 2015 (Mark, 2004).

En “Facebook, Inc: The Initial Public Offering”, Mark (2004) comenta que el saldo de los ingresos de Facebook se ha generado por su negocio de pagos, que llegó casi exclusivamente de la venta de bienes virtuales utilizados en los juegos sociales que se venden a través de la compañía de juegos en línea, Zynga. Las comisiones generadas por estos pagos son de \$13 millones en 2009, \$106 millones en 2010 y \$557 millones en 2011. En 2011 los consumidores compraron \$9 billones de dólares en bienes virtuales de juegos de azar y sitios de redes sociales y se prevé que este mercado crecerá a \$14 millones en 2016.

El sitio de Facebook estaba disponible en más de 70 idiomas diferentes y la compañía tenía oficinas o centros de datos en más de 20 países. Geográficamente, alrededor del 56% de los ingresos de Facebook se originaron en los Estados Unidos, frente al 62% en 2010. La mayoría de los ingresos fuera de Estados Unidos provenía de Europa Occidental, Canadá y Australia (Mark, 2004).

### 3.3.3 LINEA DEL TIEMPO

#### ETAPA DEL CAPITAL SEMILLA Y ARRANQUE

| 2004  |  | 2005                              |   |
|---|--|-----------------------------------|---|
| Facebook fue creado por Mark Zuckerberg y cuatro compañeros de cuarto de la Universidad de Harvard. | Zuckerberg deja Harvard y se muda a Palo Alto, California; donde la compañía atrae a su primer inversionista, el cofundador de PayPal Peter Thiel. | Recaba \$382,000 USD de ingresos. | Puede soportar más de 800 redes escolares. Se introduce en las preparatorias y escuelas internacionales |

#### EXPANSIÓN DE LA EMPRESA

| 2005  | 2006  |   | 2007  |
|---|---|---|---|
| Recaba \$9 millones de dólares de ingresos. | Se expande hasta 23 lenguajes incluyendo francés, alemán y español. | Recaba \$272 millones de dólares en ingresos. | Recaba \$153 millones de dólares en ingresos. |

**EXPANSIÓN DE LA EMPRESA (AÚN PIERDE DINERO)**

| 2007   | 2008   |   | 2009   |
|--|--|---|--|
| Microsoft compra 1.6% de la compañía por \$240 millones de dólares, valuando a Facebook en \$15 billones | Se introduce el chat con mensajes instantáneos. Dobla los usuarios activos hasta 200 millones. | Recaba \$272 millones de dólares en ingresos. | Se introduce el boton "like". Alcanza los \$777 millones de dólares en ingresos. |

**FLUJO DE EFECTIVO POSITIVO**

| 2009   |   | 2010   |   |
|--|---|--|---|
| Facebook llega a 300 millones de usuarios y tiene un flujo de efectivo positivo. | Los ingresos generados mediante Zynga ascienden a \$13 millones de dólares. | Facebook llega a 500 millones de usuarios y se valúa de \$41 a \$57 billones de dólares. | Tiene \$1,974 millones de dólares en ingresos |

**SE ESPERA QUE FACEBOOK HAGA UNA OFERTA PÚBLICA INICIAL**

| 2011   |  |   |  |
|--|--|---|--|
| CNBC reportó que la IPO de Facebook había sido solicitada muchas veces, preparando así el escenario para un empuje en el precio. | Se introduce la línea del tiempo y una nueva versión de la plataforma. | Facebook llega a 800 millones de usuarios | Los ingresos generados mediante Zynga ascienden a \$557 millones de dólares. |

**FACEBOOK ANUNCIA QUE SALDRÁ AL MERCADO**

| 2011   |  | Febrero de 2012   |  |
|--|--|---|--|
| El ingreso promedio por usuario es de \$5.11 | Alcanza los \$3,711 millones de dólares en ingresos. | Facebook anuncia sus planes de vender acciones de clase A | Facebook presentó su primer Red Herring. |

**ROAD SHOW Y PRECIO**

| 7 de Mayo de 2012                 | 9 de Mayo de 2012   | 11 de Mayo de 2012                  | 14 de Mayo de 2012                           |
|-----------------------------------|---|-------------------------------------|--|
| Facebook lleva a cabo el Roadshow | Se presenta el prospecto preliminar indicando que Facebook podría vender 337, 415,352 acciones a un precio de \$28 a \$35 por acción. | El Roadshow concluyó el 11 de Mayo. | El precio de la IPO estaba entre \$34 y \$38 |

**IPO DE FACEBOOK**

| 15 de Mayo de 2012   | 16 de Mayo de 2012   | 18 de Mayo de 2012              | 31 de Diciembre   |
|--|--|---------------------------------|---|
| Se publica el Arreque Rojo. Facebook planea vender 421,233,615 acciones Clase A. | "El mercado está esperando por la emergencia de Facebook como una compañía pública". McNeil -Analista líder en CXT Fund. | IPO DE FACEBOOK SALE AL MERCADO | Facebook genera \$1 billón de ingresos netos de un total de \$3.7 billones e incrementa 65% y 88% respectivamente respecto al año anterior. |

El primer Red Herring de Facebook había sido presentado el 1ro. De Febrero de 2012 pero no fue hasta Mayo que se pensó en un precio entre \$20 y \$30 por acción (Mark, 2004). Con esto se puede ver que los colocadores de Facebook decidieron el precio de la emisión sin antes consultar a los inversionistas sobre el número de acciones que posiblemente adquirirían y el precio que estaban dispuestos a pagar.

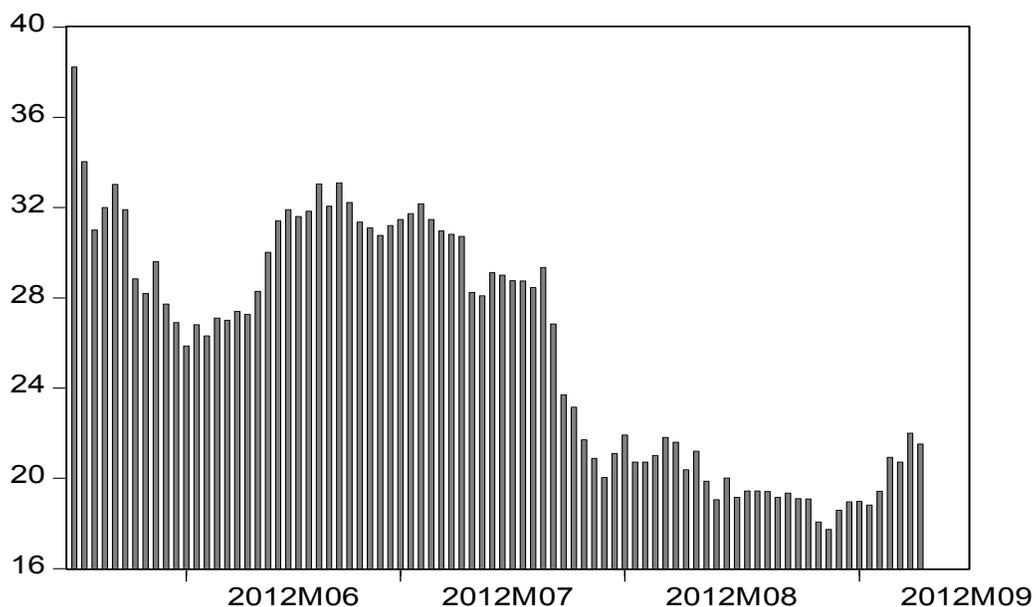
El prospecto preliminar del 9 de Mayo indicaba que Facebook podría vender hasta 337, 415,352 acciones a un precio entre \$28 y \$35 por acción (Mark, 2004). Esto señala un alza en el precio de las acciones que nuevamente pudo ser fijado por los colocadores inclusive de manera arbitraria o bien, basándose en las emisiones anteriores de empresas semejantes.

El 11 de Mayo CNBC informó que la IPO de Facebook había sido muchas veces sobredemandada, preparando el escenario para el alza de los precios. De esto, no todo el mundo estaba convencido. Sin embargo, el 14 de Mayo se estableció un nuevo precio de \$34 a \$38 por acción. Al mismo tiempo, el número de acciones había incrementado a 421, 233,615. Lo que hizo una diferencia de 83, 818,263 (Mark, 2004). Uno de los errores de Facebook pudo haber sido precisamente establecer un nuevo precio de oferta más alto que los anteriores y aunado a eso, el incremento de las acciones. Esto en cierta forma causó desconcierto entre los inversionistas y aunque la emisión parecía buena, no era tan confiable.

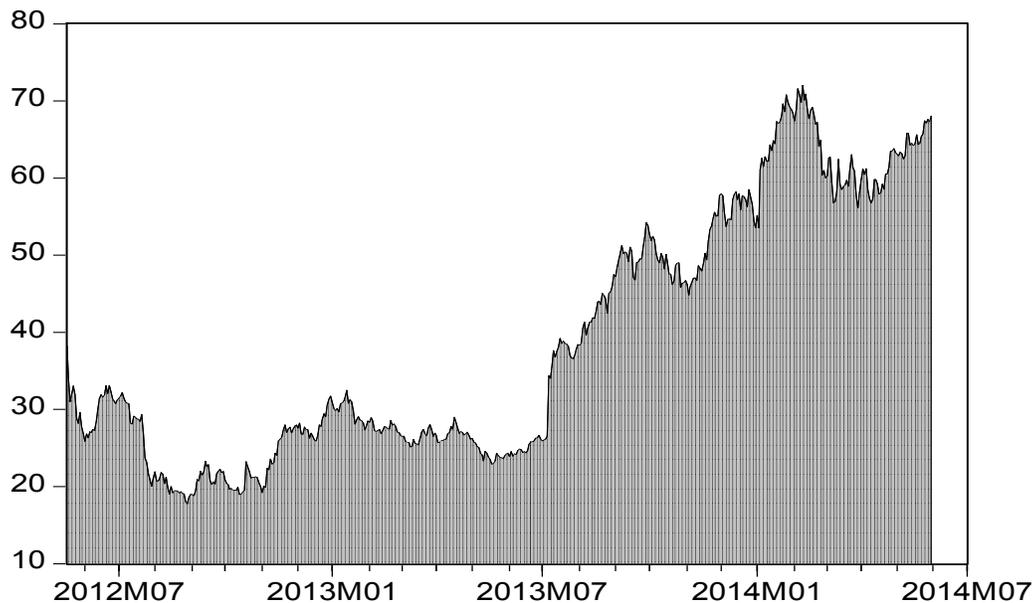
El método por el que se calculó el precio de la acción, fue el DCF (Discounted Cash Flow) (Mark, 2004). El Flujo de Efectivo Descontado es uno de los métodos utilizados para la valuación de la empresa pero así mismo puede ser utilizado para decidir el precio de la emisión aunque no parece tan confiable cuando se puede ver lo que le sucedió a Facebook el día de su salida a bolsa cuya prima fue de 0.6% y menos una semana después cuando el precio de sus acciones había caído un 22%. Este suceso tiene su cauce desde el momento en que los colocadores de Facebook no decidían el precio de las acciones, presentando en primer lugar un precio entre \$20 - \$30 para continuar elevándolo hasta llegar a \$40. Una de las opciones podría haber sido tomar en cuenta un proceso de Subasta, a partir de la cual se busca a los mejores postores y se les pregunta cuánto están dispuestos a pagar por cada acción y cuántas de éstas adquirirían. Es más eficiente porque logra captar la demanda de las acciones y establecer un precio adecuado para las mismas.

En la gráfica 12, están representadas las primeras semanas de la IPO de Facebook. En este caso, se tiene una variación porcentual de -24.11% para la primer semana de listado. El precio de Oferta de facebook comenzó en \$38 y terminó en \$20 al cabo del cuarto mes. Se puede observar la tendencia a la baja en el precio de las acciones durante los primeros meses y desde esa perspectiva, es interesante ver como una empresa, para la que se tenían tan altas expectativas, termina yéndose en picada.

### FACEBOOK



## FACEBOOK



Por otra parte, se tiene la gráfica 13, en la que están representados los precios de las acciones de Facebook, en un periodo de 2 años después de su IPO. Lo que se puede observar es que al cabo de un año, el precio comienza a moverse al alza. La información resulta primordial porque, pese a haber tenido una mala racha, Facebook ha sido una empresa fuerte que se ha sabido mantener y ha podido modificar la tendencia.

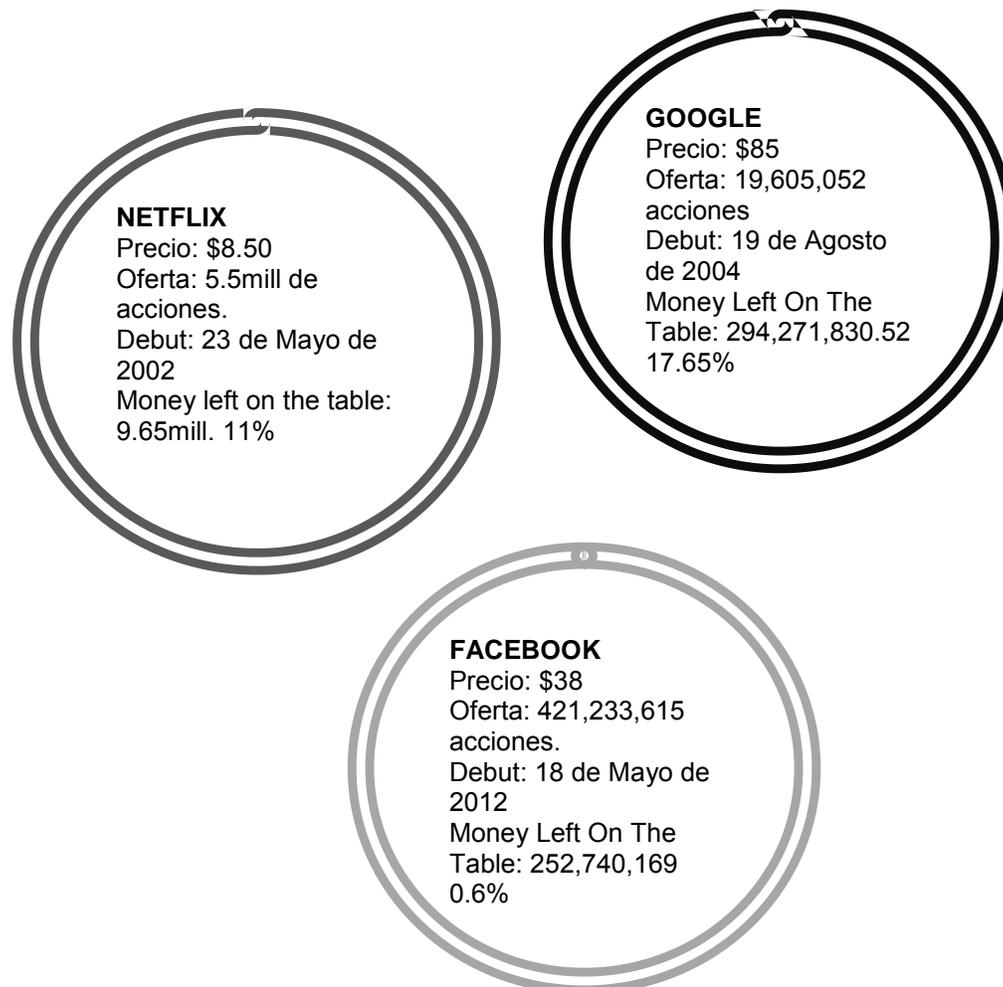
En el Diagrama 10, se muestra un tipo de resumen de los escenarios de las tres empresas a tratar. Dentro de los datos se encuentran el precio, la Oferta, el Money Left on the Table y el día en que las empresas salieron a bolsa.

Este resumen es importante porque en cierta forma, se puede hacer una comparación entre las empresas. Desde el punto del precio por acción, las tres empresas salieron al mercado con el precio que se creyó pertinente pero sólo dos, Google y Netflix lograron soportar ese peso; en cambio, Facebook no pudo respaldar su precio y las acciones se fueron a la baja.

Desde el punto de vista de la oferta, Facebook fue la empresa con una oferta considerable de acciones siendo estas 421, 233,615 acciones, le sigue Google con 19, 605,052 acciones y al final queda Netflix con 5.5 millones de acciones. Por último está el Money Left On The Table que nos muestra un 17.65% de incremento en las acciones de Facebook, 11% en Netflix y apenas el 0.6% de las acciones de Facebook.

Esto es trascendente porque el Money Left On the Table indica el grado de “éxito” que tiene una empresa en su primer día y para que esto pueda considerarse una buena señal tiene que estar entre el 10 y 15% del precio de oferta.

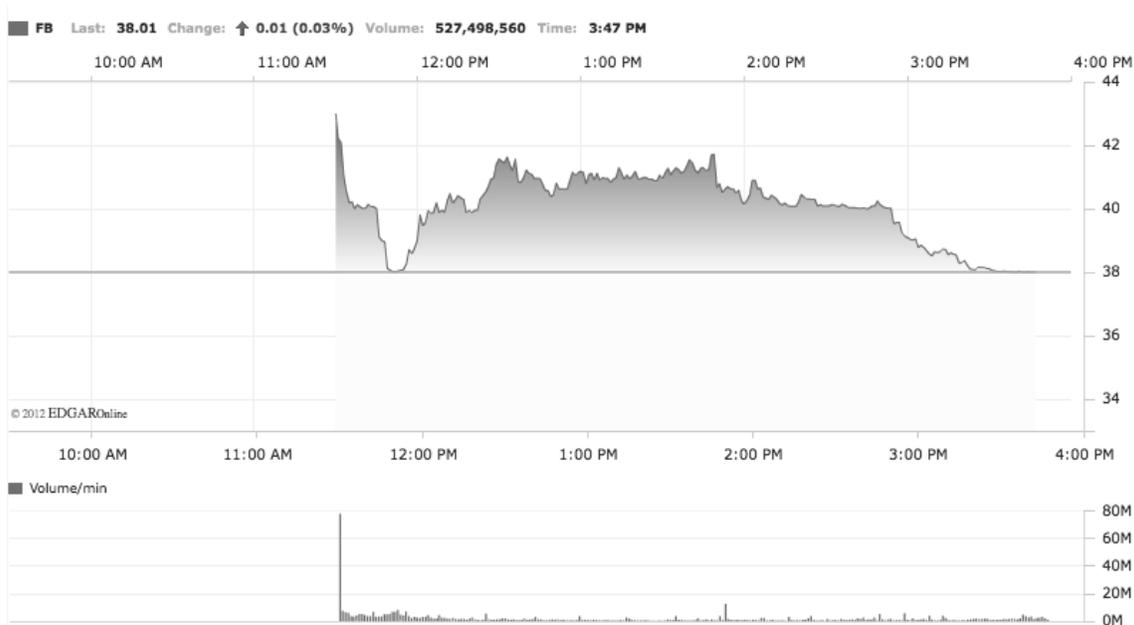
### Diagrama 10. Precio, oferta y rendimiento.



Fuente: Elaboración propia en base a Seiger (2004), Mark (2004) y Constantinou (2004).

En última instancia se tiene la gráfica 14, la IPO de Facebook. Esta gráfica muestra ese primer día del que se ha estado hablando a lo largo de la investigación. Se pueden visualizar los altibajos que fue teniendo facebook a lo largo del día y al no tener los resultados esperados, quienes habían comprado acciones de Facebook las comenzaron a vender y empujaron aún más los precios a la baja.

## Gráfica 14. Primer día de la IPO de Facebook.



Fuente: Estefan (2012)

La acción abrió en US \$38 y rápidamente subió hasta US\$43.02 añadiéndole 16 mil millones de dólares adicionales a la capitalización de la empresa. En los primeros 30 segundos se vendieron más de 82 millones de acciones pero luego de la primera hora, se empezó a ver una corrección a la baja que llevó a la acción cerca a su precio original, rango que se mantuvo hacia el final de la tarde, con la ayuda de los bancos promotores de la sindicación de la oferta, quienes no dejaron que el precio bajara del precio base (Estefan, 2012).

## CONCLUSIONES

El objetivo de la presente investigación fue describir el proceso y características de una primera emisión de acciones de una empresa como mecanismo de financiamiento en el mercado bursátil de los Estados Unidos. Así como Investigar el mercado de las IPOs, a modo de conocer la estructura y forma en que las colocaciones se han llevado a cabo, durante los últimos 25 años; explicar la manera en que se realiza la valuación, así como la determinación del precio de una IPO; encontrar las diferencias entre una IPO cuyos resultados no fueron positivos contra una IPO que consiguió una colocación exitosa; e identificar la importancia de las presentaciones de promoción, de una nueva emisión

Dentro de los resultados se tiene que las empresas pueden volverse públicas una vez que han cumplido con ciertos requisitos, como el desarrollo de la empresa, un determinado nivel de liquidez que le permita afrontar los gastos de la emisión, la conformación de un equipo de trabajo que ayude en la selección de un banco de inversión que dirija la colocación; así como, la elaboración del Due diligence, la preparación del prospecto de colocación y la presentación de la empresa ante posibles inversionistas.

El éxito de una IPO depende de varios factores entre los cuales se encuentra el tamaño de la empresa, la presentación (Road Show), la determinación del precio de las acciones y la disminución de factores de riesgo como, el riesgo financiero en las ganancias de la empresa, la competencia o incluso el desconocimiento del mercado.

De acuerdo con la investigación no todas las empresas pueden emitir acciones dada la estructura y el proceso de colocación, todo requiere una forma de cumplir estructuralmente cada uno de los requisitos de listado; además de contar con un equipo de trabajo que pueda lograr que la empresa consiga salir a bolsa de manera exitosa. Se necesita también de una campaña de Road Show en la que se demuestre la capacidad de la empresa, para que los inversionistas se sientan atraídos hacia la IPO en proceso y se pueda hablar de una demanda de acciones.

Otro de los puntos importantes es el precio de la acción que va a estar determinado según el equipo colocador lo decida; ya sea una subasta para conocer la demanda de acciones y el precio al que los inversionistas estarían dispuestos a pagar por ella o bien, la determinación del precio a través de la valuación de la empresa; considerando además los distintos métodos de determinación del precio.

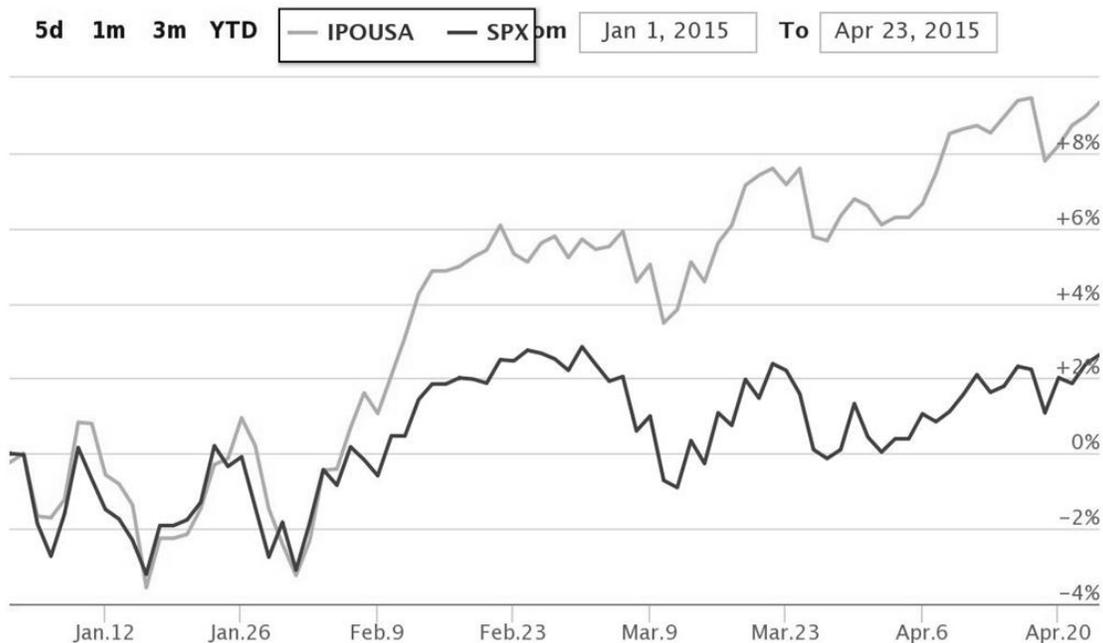
El mercado de las IPOs representa un gran paso para el financiamiento de las empresas. En el caso del mercado americano, resulta más fácil que las pequeñas y medianas empresas coticen en la Bolsa ya sea a través de un mercado regulado o de un mercado no regulado como es el Over The Counter. Siendo un mercado regulado, lo que se requiere son grandes montos de capital, determinados ingresos anuales y además, convencer a los inversionistas

## CONCLUSIONES

de que invertir en las acciones de la nueva emisión es una buena opción. De este modo, el mercado americano podría tomarse como referencia para idear la forma en que México pueda conseguir que las pequeñas y medianas empresas entren al mercado de valores; ya sea, a partir de la conformación de todas ellas en una sola, planteando un mercado OTC o buscando el desarrollo de la empresa hasta que por sí sola pueda hacer una emisión.

Una vez que la empresa ha salido a bolsa no queda más que esperar resultados y aplicar las medidas necesarias para mantenerla en el listado y hacerla crecer. Hoy en día existen ETF's<sup>15</sup> de IPO tanto en el mercado estadounidense como en el mercado internacional. Los ETF's son instrumentos de inversión híbridos entre los fondos<sup>16</sup> y las acciones, de tal manera que reúnen la diversificación que ofrece la cartera de un fondo. Tienen una política de inversión que consiste en replicar el comportamiento de un determinado índice de referencia. Cada ETF representa una cartera de acciones que se negocian en un mercado y por su constitución, permite obtener la exposición a una cartera de acciones con una única transacción. Para el caso de las IPOs los ETF's son índices que cambian de manera constante porque son creados a partir de las más recientes IPOs.

### Gráfica 15. Comportamiento ETF: IPOUSA (Enero - Abril 2015)



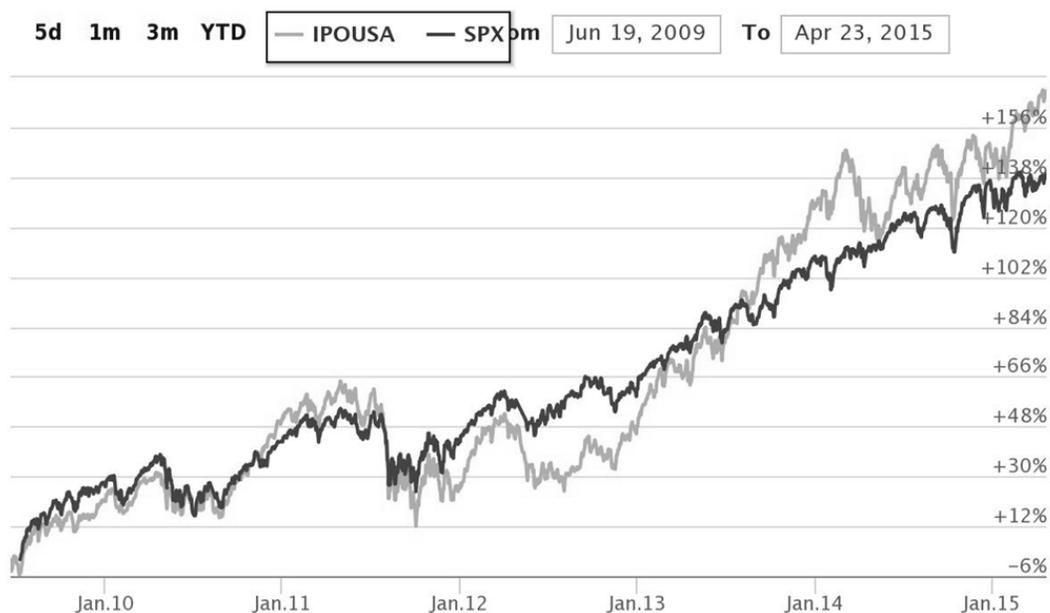
Fuente: Renaissancecapital (2015)

<sup>15</sup> Exchange Trade Found.

<sup>16</sup> Inversión colectiva que consiste en reunir capital de distintos inversores, para invertirlos en diferentes instrumentos financieros.

En la gráfica 15 se muestra el ETF de IPOUSA que es un índice basado en un portafolio de las compañías listadas recientemente en la bolsa, las cuales incluyen valores antes de su inclusión en la cartera de renta variable. Este índice es un índice float-weighted<sup>17</sup> que mide el desempeño del ETF. Lo que se puede apreciar en la gráfica es que el ETF le lleva ventaja al Benchmark<sup>18</sup>, que en este caso es el Standard & Poor's 500. El S&P 500 es un índice basado en la capitalización de mercado de las 500 compañías más grandes de Estados Unidos.

### Gráfica 16. COMPORTAMIENTO ETF: IPOUSA (Enero 2009 – Abril 2015)



Fuente: Renaissancecapital (2015)

Como referencia de un periodo mayor, está la gráfica 16 que muestra la comparación del ETF con el Standard & Poor's. Al igual que en la gráfica anterior, el índice está compuesto de los cambios porcentuales tanto del ETF como del Benchmark. Se puede observar que en el año 2012 el rendimiento del índice IPOUSA fue menor al S&P 500, situación que cambió a mediados del 2013 cuando el ETF superó al Benchmark. También hay un ETF internacional que a diferencia del IPOUSA, está compuesto por empresas que no son

<sup>17</sup> Es un índice cuyos componentes están medidos de acuerdo al valor total del mercado de sus acciones más destacadas. Cada día el precio de una acción individual cambia y por consecuencia cambia el valor del índice. Float-weighted se refiere al porcentaje que el ETF ha ganado o perdido en el cambio del precio.

<sup>18</sup> Una medida estándar bajo la cual algo va a ser evaluado o medido.

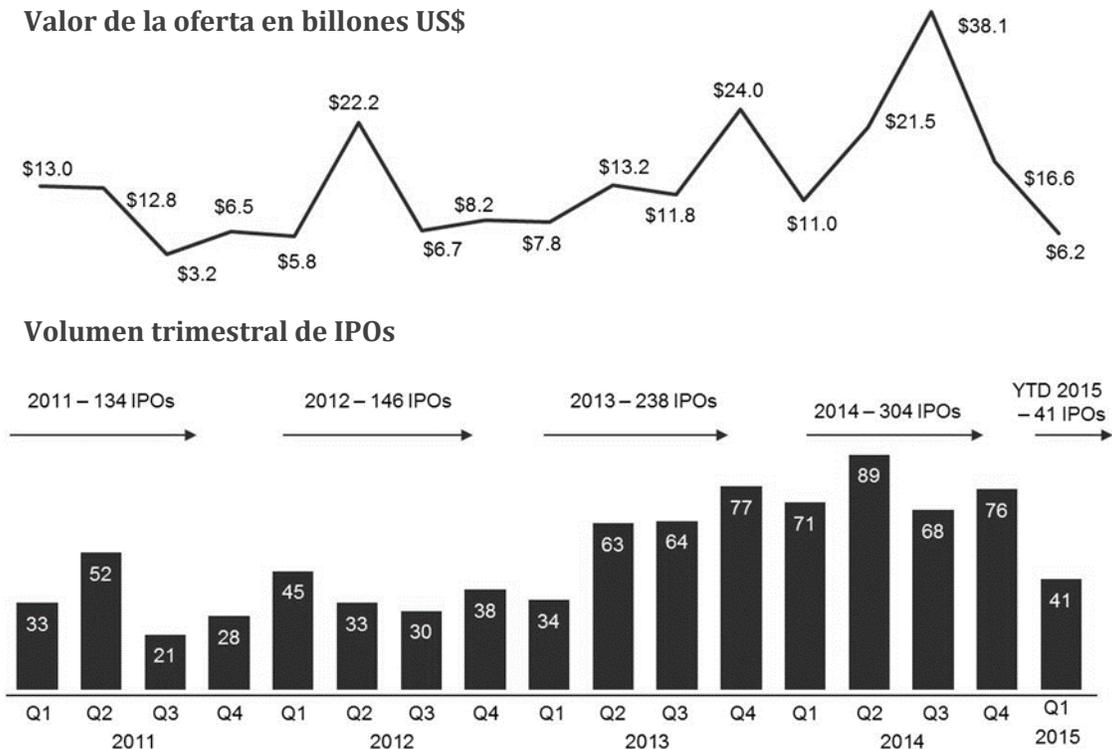
## CONCLUSIONES

americanas. En el Anexo A se muestran unas tablas de las acciones que componen los ETF's Americano e Internacional de IPOs en lo que corresponde al primer trimestre del 2015. La creación del IPO ETF es un resultado directo de muchas IPOS exitosas que se volvieron públicas entre 2004 y 2005.

De acuerdo con el sitio web Reinassancecapital (2015), en el Asia-Pacífico los mercados se han visto beneficiados por los retornos de las IPOs Chinas que han crecido hasta \$4.7 billones pero que finalizaron a la baja el año pasado. Tomando en cuenta la volatilidad del mercado, tanto como las IPOs continúen generando retornos positivos, se espera que el flujo global de las mismas continúe activo en el 2015.

De acuerdo a Amodeo G. et al (2015) en "Global IPO Market Outlook", basado en una serie de entrevistas a profesionales de IPO de Norte América, Europa y Asia, los entrevistados se sienten optimistas entre la actividad global IPO considerando que la misma va a incrementar a lo largo del año. Se dice que este incremento será mayor debido a la participación de Asia –Pacífico y regiones de Norte América, dado el crecimiento en China.

### Gráfica 17. Valor de oferta y volumen de IPOs trimestral



Fuente: Moritz B. et al. (2015)

En la gráfica 17 se muestran el Valor de la oferta y el volumen de IPOs trimestral de Estados Unidos en los últimos 5 años. Lo que se puede observar en la gráfica es que el número de IPOs ha ido en aumento desde el 2011 y tiene una caída en el primer trimestre del 2015 que lo lleva por debajo del primer trimestre del 2012 y por encima del primer trimestre del 2011. De acuerdo a las expectativas que se tienen, el número de IPOs para 2015 podría ser mayor que en 2014 pero según los datos obtenidos, es posible que el número de emisiones sea menor.

La hipótesis inicial es que para lograr que una emisión IPO alcance el objetivo de financiamiento, que busca la empresa a través del mercado bursátil, se debe cumplir de manera completa y satisfactoria con los siguientes elementos:

- a) La elaboración del Due diligence.
- b) La preparación del prospecto de colocación.
- c) Encontrar una agencia colocadora de la emisión
- d) Realizar las presentaciones de promoción y
- e) Establecer un precio unitario adecuado a la colocación.

De lo anterior se puede concluir que la hipótesis es aceptada debido a que para que una empresa obtenga un determinado financiamiento a partir de la colocación de acciones, tiene que seguir una serie de requisitos que van desde el buen posicionamiento de la empresa, flujos de efectivo positivos y salud financiera. Además de la formación y capacitación del personal que va a encargarse del proceso de colocación, la selección de un banco de inversión adecuado para la empresa, la preparación del Road Show, la valuación de la empresa, la determinación del costo de capital y la búsqueda de un precio unitario propiamente valuado para la colocación.

## ANEXO A

| IPO ETF HOLDINGS |                                |        |          |           |
|------------------|--------------------------------|--------|----------|-----------|
| Rank             | Company                        | Ticker | Price    | Weight(%) |
| 1                | TWITTER INC                    | TWTR   | \$51.41  | 9.79%     |
| 2                | ALIBABA GROUP HOLDING LTD      | BABA   | \$82.28  | 0.09      |
| 3                | HILTON WORLDWIDE HOLDINGS INC  | HLT    | \$30.31  | 5.89%     |
| 4                | JD.COM INC                     | JD     | \$33.66  | 4.71%     |
| 5                | ALLY FINANCIAL INC             | ALLY   | \$20.39  | 4.61%     |
| 6                | VOYA FINANCIAL INC             | VOYA   | \$42.99  | 4.61%     |
| 7                | MOBILEYE NV                    | MBLY   | \$47.61  | 3.94%     |
| 8                | CITIZENS FINANCIAL GROUP INC   | CFG    | \$25.64  | 3.62%     |
| 9                | ENVISION HEALTHCARE HOLDINGS I | EVHC   | \$39.53  | 3.39%     |
| 10               | HD SUPPLY HOLDINGS INC         | HDS    | \$33.65  | 2.69%     |
| 11               | ARAMARK                        | ARMK   | \$31.46  | 2.52%     |
| 12               | SPROUTS FARMERS MARKET INC     | SFM    | \$33.90  | 2.43%     |
| 13               | TABLEAU SOFTWARE INC           | DATA   | \$102.20 | 2.37%     |
| 14               | QUINTILES TRANSNATIONAL HOLDIN | Q      | \$67.69  | 2.32%     |
| 15               | CDW CORP/DE                    | CDW    | \$39.02  | 2.14%     |
| 16               | IMS HEALTHHOLDINGS INC         | IMS    | \$27.98  | 2.05%     |
| 17               | BRIXMOR PROPERTY GROUP INC     | BRX    | \$24.64  | 2.03%     |
| 18               | SYNCHRONY FINANCIAL            | SYF    | \$30.96  | 1.93%     |
| 19               | BURLINGTON STORES INC          | BURL   | \$55.19  | 1.88%     |
| 20               | OUTFRONT MEDIA INC             | OUT    | \$29.17  | 1.87%     |
| 21               | FIREEYE INC                    | FEYE   | \$43.93  | 1.75%     |
| 22               | AXALTA COATING SYSTEMS LTD     | AXTA   | \$31.45  | 1.56%     |
| 23               | SERVICEMASTER GLOBAL HOLDINGS  | SERV   | \$34.50  | 1.47%     |
| 24               | COMMSCOPE HOLDING CO INC       | COMM   | \$29.30  | 1.41%     |
| 25               | PARAMOUNT GROUP INC            | PGRE   | \$18.90  | 1.28%     |
| 26               | ZAYO GROUP HOLDINGS INC        | ZAYO   | \$27.25  | 1.28%     |
| 27               | GRUBHUB INC                    | GRUB   | \$46.25  | 1.22%     |
| 28               | RICE ENERGY INC                | RICE   | \$22.57  | 1.21%     |
| 29               | AMERICAN HOMES 4 RENT          | AMH    | \$17.10  | 1.21%     |
| 30               | CATALENT INC                   | CTLT   | \$31.05  | 1.16%     |
| 31               | SANTANDER CONSUMER USA HOLDING | SC     | \$23.05  | 1.13%     |
| 32               | ANTERO RESOURCES CORP          | AR     | \$42.30  | 1.09%     |
| 33               | LA QUINTA HOLDINGS INC         | LQ     | \$23.98  | 1.05%     |
| 34               | SABRE CORP                     | SABR   | \$25.38  | 0.99%     |
| 35               | PHILLIPS 66 PARTNERS LP        | PSXP   | \$71.20  | 0.81%     |
| 36               | SHELL MIDSTREAM PARTNERS LP    | SHLX   | \$38.46  | 0.74%     |
| 37               | MARKIT LTD                     | MRKT   | \$25.99  | 0.67%     |
| 38               | CRITEO SA                      | CRTO   | \$43.22  | 0.64%     |
| 39               | ABENGOA YIELD PLC              | ABY    | \$34.85  | 0.63%     |
| 40               | MICHAELS COS INC/THE           | MIK    | \$27.27  | 0.57%     |
| 41               | EXTENDED STAY AMERICA INC      | STAY   | \$20.39  | 0.55%     |
| 42               | LENDINGCLUB CORP               | LC     | \$18.83  | 0.52%     |
| 43               | SPRINGLEAF HOLDINGS INC        | LEAF   | \$52.58  | 0.51%     |
| 44               | VWR CORP                       | VWR    | \$26.52  | 0.33%     |
| 45               | MEMORIAL RESOURCE DEVELOPMENT  | MRD    | \$19.21  | 0.33%     |
| 46               | FRANK'S INTERNATIONAL NV       | FI     | \$19.16  | 0.29%     |
| 47               | JUNO THERAPEUTICS INC          | JUNO   | \$57.72  | 0.27%     |
| 48               | EP ENERGY CORP                 | EPE    | \$13.48  | 0.26%     |
| 49               | HOUGHTON MIFFLIN HARCOURT CO   | HMHC   | \$24.34  | 0.22%     |
| 50               | ENABLE MIDSTREAM PARTNERS LP   | ENBL   | \$16.66  | 0.22%     |
| 51               | INTREXON CORP                  | XON    | \$45.01  | 0.20%     |
| 52               | KING DIGITAL ENTERTAINMENT PLC | KING   | \$17.01  | 0.20%     |
| 53               | ARISTA NETWORKS INC            | ANET   | \$66.15  | 0.18%     |
| 54               | CHEETAH MOBILE INC             | CMCM   | \$23.98  | 0.14%     |
| 55               | NIMBLE STORAGE INC             | NMBL   | \$24.66  | 0.10%     |
| 56               | CNOVA NV                       | CNV    | \$6.19   | 0.09%     |

## INTERNATIONAL IPO ETF HOLDINGS

| Rank | Company                        | Ticker | Currency | Price  | Weight(%) |
|------|--------------------------------|--------|----------|--------|-----------|
| 1    | DEUTSCHE ANNINGTON IMMOBILIEN  | ANN    | EUR      | 31.21  | 5.84%     |
| 2    | ALTICE SA                      | ATC    | EUR      | 100.2  | 4.53%     |
| 3    | BB SEGURIDADE PARTICIPACOES SA | BBSE3  | BRL      | 36.5   | 3.64%     |
| 4    | SAMSUNG SDS CO LTD             | 18260  | KRW      | 275500 | 3.60%     |
| 5    | RECRUIT HOLDINGS CO LTD        | 6098   | JPY      | 4185   | 3.12%     |
| 6    | AENA SA                        | AENA   | EUR      | 86.65  | 3.00%     |
| 7    | NUMERICABLE-SFR SAS            | NUM    | EUR      | 50.64  | 2.78%     |
| 8    | SUNTORY BEVERAGE + FOOD LTD    | 2587   | JPY      | 5240   | 2.73%     |
| 9    | ISS A/S                        | ISS    | DKK      | 230.9  | 2.67%     |
| 10   | MERLIN ENTERTAINMENTS PLC      | MERL   | GBP      | 4.54   | 2.40%     |
| 11   | MEDIBANK PVT LTD               | MPL    | AUD      | 2.21   | 2.35%     |
| 12   | NN GROUP NV                    | NN     | EUR      | 26.5   | 2.29%     |
| 13   | CHEIL INDUSTRIES INC           | 28260  | KRW      | 179000 | 2.19%     |
| 14   | SEIBU HOLDINGS INC             | 9024   | JPY      | 3550   | 2.11%     |
| 15   | ROYAL MAIL PLC                 | RMG    | GBP      | 4.43   | 2.05%     |
| 16   | CHINA CNR CORP LTD             | 6199   | HKD      | 16.78  | 2.02%     |
| 17   | AA PLC                         | AA     | GBP      | 4.07   | 1.84%     |
| 18   | CGN POWER CO LTD               | 1816   | HKD      | 4.48   | 1.75%     |
| 19   | EVONIK INDUSTRIES AG           | EVK    | EUR      | 34.84  | 1.65%     |
| 20   | EURONEXT NV                    | ENX    | EUR      | 38.94  | 1.46%     |
| 21   | KION GROUP AG                  | KGX    | EUR      | 40.3   | 1.43%     |
| 22   | BPOST SA                       | BPOST  | EUR      | 26.02  | 1.40%     |
| 23   | SUNRISE COMMUNICATIONS GROUP A | SRCG   | CHF      | 88.3   | 1.34%     |
| 24   | MERLIN PROPERTIES SOCIMI SA    | MRL    | EUR      | 11.63  | 1.21%     |
| 25   | HEALTHSCOPE LTD                | HSO    | AUD      | 2.89   | 1.20%     |
| 26   | ZALANDO SE                     | ZAL    | EUR      | 28     | 1.18%     |
| 27   | JUST EAT PLC                   | JE.    | GBP      | 4.83   | 1.16%     |
| 28   | GF SECURITIES CO LTD           | 1776   | HKD      | 25.15  | 1.15%     |
| 29   | ENERGA SA                      | ENG    | PLN      | 27     | 1.15%     |
| 30   | CHINA EVERBRIGHT BANK CO LTD   | 6818   | HKD      | 5.15   | 1.06%     |
| 31   | WH GROUP LTD                   |        | HKD      | 5.26   | 1.06%     |
| 32   | MONCLER SPA                    | MONC   | EUR      | 16.64  | 1.00%     |
| 33   | DALIAN WANDA COMMERCIAL PR H   | 3699   | HKD      | 56.85  | 0.98%     |
| 34   | ONTEX GROUP NV                 | ONTEX  | EUR      | 27.35  | 0.97%     |
| 35   | CHINA GALAXY SECURITIES CO LTD | 6881   | HKD      | 12.42  | 0.93%     |
| 36   | CHINA CINDA ASSET MANAGEMENT C | 1359   | HKD      | 4.48   | 0.93%     |
| 37   | ROCKET INTERNET AG             | RKET   | EUR      | 44.83  | 0.87%     |
| 38   | EMAAR MALLS GROUP PJSC         |        | AED      | 3.05   | 0.86%     |
| 39   | ANIMA HOLDING SPA              | ANIM   | EUR      | 7.47   | 0.85%     |
| 40   | SSP GROUP PLC                  | SSPG   | GBP      | 2.96   | 0.81%     |
| 41   | CTT CORREIOS DE PORTUGAL       | CTT    | EUR      | 10.02  | 0.81%     |
| 42   | MIGHTY RIVER POWER LTD         | MRP    | NZD      | 3.01   | 0.79%     |
| 43   | CHINA HUIZHAN DAIRY HOLDINGS C | 6863   | HKD      | 1.73   | 0.77%     |
| 44   | JAPAN DISPLAY INC              | 6740   | JPY      | 508    | 0.76%     |
| 45   | FINECOBANK BANCA FINECO SPA    | FBK    | EUR      | 6.57   | 0.75%     |
| 46   | VEDA GROUP LTD                 | VED    | AUD      | 2.28   | 0.73%     |
| 47   | CEMBRA MONEY BANK AG           | CMBN   | CHF      | 60.95  | 0.65%     |
| 48   | GRANDVISION NV                 | GVNV   | EUR      | 23.24  | 0.63%     |
| 49   | TSB BANKING GROUP PLC          | TSB    | GBP      | 3.36   | 0.63%     |
| 50   | SFS GROUP AG                   | SFSN   | CHF      | 74     | 0.62%     |

## ANEXO A

|    |                                |          |     |        |       |
|----|--------------------------------|----------|-----|--------|-------|
| 51 | AEON REIT INVESTMENT CORP      | 3292     | JPY | 166000 | 0.62% |
| 52 | SAGA PLC                       | SAGA     | GBP | 1.88   | 0.59% |
| 53 | SPIRE HEALTHCARE GROUP PLC     | SPI      | GBP | 3.12   | 0.58% |
| 54 | APPLUS SERVICES SA             | APPS     | EUR | 10.65  | 0.57% |
| 55 | COMHEM HOLDING AB              | COMH     | SEK | 73.9   | 0.57% |
| 56 | GAZTRANSPORT ET TECHNIGAZ SA   | GTT      | EUR | 55.5   | 0.55% |
| 57 | SINOPEC ENGINEERING GROUP CO L | 2386     | HKD | 7.88   | 0.54% |
| 58 | ELIOR PARTICIPATIONS SCA       | ELIOR    | EUR | 16.47  | 0.54% |
| 59 | AL NOOR HOSPITALS GROUP        | ANH      | GBP | 8.7    | 0.50% |
| 60 | GRUPO LALA SAB DE CV           | LALAB    | MXN | 30.82  | 0.47% |
| 61 | COFACE SA                      | COFA     | EUR | 10.88  | 0.47% |
| 62 | BTS RAIL MASS TRANSIT GROWTH I | BTSGIF   | THB | 10.5   | 0.45% |
| 63 | ROBINSONS RETAIL HOLDINGS INC  | RRHI     | PHP | 86.25  | 0.45% |
| 64 | SEVEN GENERATIONS ENERGY LTD   | VII      | CAD | 20.54  | 0.45% |
| 65 | HEMFOSA FASTIGHETER AB         | HEMF     | SEK | 197    | 0.45% |
| 66 | Z ENERGY LTD                   | ZEL      | NZD | 4.91   | 0.44% |
| 67 | POUNDLAND GROUP PLC            | PLND     | GBP | 3.26   | 0.44% |
| 68 | LIFCO AB                       | LIFCOB   | SEK | 164    | 0.43% |
| 69 | KERRY LOGISTICS NETWORK LTD    | 636      | HKD | 12.4   | 0.43% |
| 70 | BAIC MOTORCORP LTD H           | 1958     | HKD | 10.62  | 0.43% |
| 71 | LUYE PHARMA GROUP LTD          | 2186     | HKD | 10.42  | 0.42% |
| 72 | PETS AT HOME GROUP PLC         | PETS     | GBP | 2.59   | 0.42% |
| 73 | HELLA KGAA HUECK & CO          | HLE      | EUR | 45.2   | 0.40% |
| 74 | CAR INC                        | 699      | HKD | 17.48  | 0.40% |
| 75 | GENESIS ENERGY LTD             | GNE      | NZD | 2.17   | 0.40% |
| 76 | SMILES SA                      | SMLE3    | BRL | 53.77  | 0.39% |
| 77 | NEXTEER AUTOMOTIVE GROUP LTD   | 1316     | HKD | 8.52   | 0.39% |
| 78 | WESTPORTS HOLDINGS BHD         | WPRTS    | MYR | 4.23   | 0.37% |
| 79 | SKYLARK CO LTD                 | 3197     | JPY | 1630   | 0.36% |
| 80 | HUIZHANG BANK CORP LTD         | 3698     | HKD | 3.92   | 0.36% |
| 81 | XXL ASA                        | XXL      | NOK | 77     | 0.36% |
| 82 | VIRGIN MONEY HOLDINGS UK PLC   | VM       | GBP | 3.94   | 0.34% |
| 83 | ENTRA ASA                      | ENTRA    | NOK | 81.25  | 0.32% |
| 84 | MACAU LEGEND DEVELOPMENT LTD   | 1680     | HKD | 2.94   | 0.30% |
| 85 | GENWORTH MORTGAGE INSURANCE AU | GMA      | AUD | 3.35   | 0.29% |
| 86 | BANK OF CHONGQING CO LTD       | 1963     | HKD | 8      | 0.28% |
| 87 | CENTRAL CHINA SECURITIES CO LT | 1375     | HKD | 7.84   | 0.27% |
| 88 | AO WORLD PLC                   | AO.      | GBP | 1.86   | 0.25% |
| 89 | CONCENTRADORA FIBRA DANHOS SA  | DANHOS13 | MXN | 36.25  | 0.25% |
| 90 | TARKETT SA                     | TKTT     | EUR | 24.53  | 0.24% |
| 91 | SPH REIT                       | SPHREIT  | SGD | 1.06   | 0.22% |
| 92 | BLUE BIRDTBK PT                | BIRD     | IDR | 8800   | 0.13% |
| 93 | TRAVELLERSINTERNATIONAL HOT    | RWM      | PHP | 6.75   | 0.12% |
| 94 | CHINA SHENGMU ORGANIC MILK LTD | 1432     | HKD | 1.99   | 0.05% |

Fuente: Renaissancecapital (2015)

## BIBLIOGRAFÍA

1. Amodio, G. et al (2015) "Global IPO Market Outlook" en MergerMarket [En línea] Disponible en: <http://www.unternehmensfinanzierung.at/static/cms/sites/unfin/media/de/pdf/news/global-ipo-market-outlook.pdf> [Consultado el 24 de Abril de 2015].
2. Ball, R & L. Shivakumar (2008) "Earnings quality at initial public offerings" en Journal of Accounting and Economics [En línea] 45, pp. 324-349. Disponible en: [http://econ.au.dk/fileadmin/Economics\\_Business/Education/Summer\\_University\\_2012/6308\\_Advanced\\_Financial\\_Accounting/Advanced\\_Financial\\_Accounting/4/Ball\\_Shivakumar\\_JAE\\_2008.pdf](http://econ.au.dk/fileadmin/Economics_Business/Education/Summer_University_2012/6308_Advanced_Financial_Accounting/Advanced_Financial_Accounting/4/Ball_Shivakumar_JAE_2008.pdf)
3. Benninga, S. et al. (2005) "The Timing of Initial Public Offerings" en Journal of financial economics [En línea] 75, 115-132 Disponible en: <http://finance.wharton.upenn.edu/~sarig/sarigo/ipo.pdf>
4. Besley, S. et al. (2009). *Fundamentos de Administración Financiera*. 14ª Ed. Cengage Learning.
5. Block B. & A. Hirt (2009). *Fundamentos de Gerencia Financiera*. McGraw-Hill.
6. Brau J. & S. Fawcett (2006) "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice". The Journal of Finance, Vol. LXI, No.1
7. Brav A. & P. Gompers (2003) "The Role of Lockups in Initial Public Offerings" en The review of Financial Studies, Vol.16 No.1
8. Bradley, R. et al. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. 9ª Ed. McGraw-Hill.
9. Chemmanur J. & G. Hu (2009) The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings. [En línea]. Disponible en: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/paper/4496.full.pdf>
10. Chuck, J (2014). "Google Stock Split: In Larry and Sergey we Trust" en Forbes [En línea] Disponible en: [www.forbes.com/sites/chuckjones/2014/04/02/google-stock-split-in-larry-and-sergey-we-trust](http://www.forbes.com/sites/chuckjones/2014/04/02/google-stock-split-in-larry-and-sergey-we-trust).

## BIBLIOGRAFÍA

11. Constantinou, D. (2004) "Preparing for the Google IPO: A revolution in the making?" en Business Course Materials, Disponible en: <http://hbsp.harvard.edu/> [Consultado el 03 de Febrero de 2014].
12. Ehrhardt, M. et al. (2007). *Finanzas Corporativas*. 2ª Ed. Cengage Learning.
13. Ellis, K. et al. (1999) "A Guide to the Initial Public Offering Process" [En línea] Disponible en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.198.5840&rep=rep1&type=pdf>.
14. Emery, D. et al. (2000). *Fundamentos de Administración Financiera*. 1ª Ed. Prentice Hall.
15. Ernst, & Young (2011). Lecciones Aprendidas. En Guia\_Ey\_BMV Mancera, S.C.
16. Estefan, S (2012). "Detalles del IPO de Facebook, en su primer día como empresa pública... 18 de mayo". [En línea]. Disponible en: <http://sam1meta.tumblr.com/post/23478003737/detalles-del-ipo-de-facebook-en-su-primer-dia> [Consultado el 20 de Agosto de 2015]
17. Facebook IPO (2014). News about the IPO [En línea]. Disponible en: <http://www.google-ipo.com/facebook/> [Consultado el 07 de Julio de 2014]
18. Gallagher, J & J. Andrew (2001) *Administración Financiera*. Pearson Educación de Colombia.
19. Geddes, R. (2003). *IPOs & Equity Offerings*. 1ª Ed. Butterworth-Heinemann.
20. Gitman, Lawrence (2007). *Principios de Administración Financiera*. 11ª Ed. Pearson Educación.
21. Glasner, J. (2013). "Why Leasing Money on the IPO Table is Good". [En línea]. Disponible en: <https://www.pehub.com/2013/06/why-leaving-money-ipo-table-is-good-2/> [Accesado el 07 de Julio de 2014].
22. Google IPO. (2005) Google IPO Central. [En línea]. Disponible en: <http://www.google-ipo.com/> [Accesado el 07 de Julio de 2014].

23. Gómez, Mercedes (1998) "Aspectos relevantes de la salida a Bolsa". Temas de actualidad, No. 64.
24. González, Ana (2015) "Greenshoe Options: An IPO's Best Friend" en Investopedia. [En línea]. Disponible en: <http://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/08/greenshoe-option-ipo.asp>
25. Guajardo G. y N. Andrade (2008) *Contabilidad Financiera*. 5ª Ed. McGraw-Hill.
26. Hild, M. (2014). "The Google IPO" en Business Course Materials. [En línea]. Disponible en: <http://hbsp.harvard.edu/> [Accesado el 03 de Febrero de 2014].
27. Mark, K. (2004) "Facebook, Inc: The Initial Public Offering" en Business Course Materials [En línea], Disponible en: <http://hbsp.harvard.edu/> [Accesado el 03 de Febrero de 2014].
28. Medina, L. (2004) *Métodos de Investigación*. 13ª reimpresión. Dirección General de Educación Tecnológica Industrial, SEP.
29. Moreno, J. y S. Rivas (2002). *La administración Financiera de los activos y pasivos a largo plazo, el capital y los resultados*. 1ª Ed. Compañía editorial Continental.
30. Nelson, T. (2003) "The persistence of founder Influence: Management, Ownership, and Performance Effects at Initial Public Offering". En Strategic Management Journal, [En línea] Vol.24, No.8, pp. 707-724. Disponible en: [https://www.intec.edu.do/downloads/pdf/biblioteca/004-biblioteca\\_harvard\\_estilo.pdf](https://www.intec.edu.do/downloads/pdf/biblioteca/004-biblioteca_harvard_estilo.pdf)
31. Ochoa, Guadalupe (2009). *Administración Financiera*. 2ª Ed. McGraw-Hill.
32. Quitao, F. (2007) "Earnings Management and Ownership Retention for Initial Public Offering Firms: Theory and Evidence" en The accounting Review [En línea] Vol.82. No.1, pp.27-64. Disponible en: <http://aaapubs.org/doi/abs/10.2308/accr.2007.82.1.27?journalCode=accr>.
33. Ritter, J. (2014) "IPO data" en Warrington College of Business Administration. [En línea] Disponible en: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm> [Accesado el 27 de Septiembre de 2014].

## BIBLIOGRAFÍA

34. Ritter, J. (2002) "Why don't Issuers Get Upset About Leasing Monet in the Table in IPOs". En *The Review of Financial Studies Special*, pp. 413-443.
35. Rombiola, N. (2009) "¿Qué es el GreenShoe?" en *Finanzas y Economía*. [En línea]. Disponible en: [www.finanzas.com/que-es-el-green-shoe](http://www.finanzas.com/que-es-el-green-shoe).
36. Ross, S. et al. (2010) *Finanzas Corporativas*. 9ª Ed. McGraw-Hill.
37. Russolillo, S. (2014) "Alibaba biggest IPO by market value of all time" en *The Wall Street Journal* [En línea]. Disponible en: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2004/09/05alibaba-biggest-ipo-by-market-value-of-all-time/> [Accesado el 05 de Septiembre de 2014].
38. SEC (2015) "Investing in an IPO" en *Investor bulletin* [En línea]. Disponible en: [sec.gov/investor/alerts/IPO-investorbulletin](http://sec.gov/investor/alerts/IPO-investorbulletin).
39. Seiger, A. (2004) "Netflix-Going Public" en *Business Course Materials* [En línea], Disponible en: <http://hbsp.harvard.edu/> [Consultado el 03 de Febrero de 2014].
40. Taulli, Tom (2013) *High-Profit. IPO Strategies*. Wiley.
41. Taylor, Simon (2012) "Fixing the market? Stabilising the price of IPO stocks" en *Simon Taylor's Blog*. [En línea]. Disponible en: <http://www.simontaylorsblog.com/2012/11/01/fixingthemarket.Stabilising-the-price-of-ipo-stocks/>
42. Van Horne, J. y J. Wachowicz (2002) *Fundamentos de Administración Financiera*. 11ª Ed. Prentice Hall.
43. Zambrano, A. y C. Latorre (2004) "El Mercado de Capitales" en *Gestiopolis*. [En línea]. Disponible en: [www.gestiopolis.com/el-mercado-de-capitales](http://www.gestiopolis.com/el-mercado-de-capitales).