

INDICE

ABSTRACT

SECCION I

Aproximación conceptual al tema

1.1 Causas que impulsan a una empresa a salir a oferta pública

1.1.1 Teorías del ciclo de vida de la empresa

1.1.2 Teorías de los ritmos del mercado

1.1.3 Teoría de la perspectiva endógena

1.2 Anomalías de mercado para IPOs

1.2.1 Dos fenómenos para una anomalía de mercado: subvaluación y bajos rendimientos de las IPOs

1.2.1.1 Subvaluación de las IPOs

1.2.1.2 Causas y evidencias de la subvaluación de las IPOs

1.2.1.3 Resumen de teorías que tratan de explicar la subvaluación

1.2.1.4 Underperformance de las IPOs

1.2.1.5 Causas y evidencias de la underperformance de las IPOs

1.2.1.6 Resumen de teorías que tratan de explicar el underperformance a largo plazo de las IPOs

SECCION II

Aproximación cuantitativa a los fenómenos de subvaluación y bajo rendimiento a largo plazo de las IPOs

2.1 El modelo de análisis de Ibbotson y Jaffe

2.1.1 Datos y metodología cuantitativa empleada

2.1.2 Las conclusiones preliminares del trabajo

2.1.3 Relación entre el número de IPOs y los retornos de las nuevas IPOs

2.1.4 Relación entre el rendimiento pasado del mercado y los retornos de una IPO

2.1.5 Implicancias de los “Hot issue markets”

2.1.5.1 Implicancia para los inversores

2.1.5.2 Implicancia para los emisores

2.1.6 Conclusiones finales del estudio

2.2 El modelo de análisis de Rock

2.2.1 Teoría de Rock

2.2.2 Test estadísticos de Ritter sobre el modelo de Rock

2.2.2 Ejemplo matemático del modelo de Rock

SECCION III

Las IPOs y los bancos de inversión

- 3.1 Relación entre tipo de banco de inversión e IPOs*
- 3.2 Relación entre el seguimiento de los analistas y las IPOs*
- 3.3 Los bancos de inversión y las IPOs en el ojo de la tormenta*

SECCION IV

IPOs, industrias y hot-cold markets

- 4.1 IPOs en hot y cold markets*
- 4.2 Conclusiones del trabajo*

SECCION V

Aproximación empírica al tema. El caso Netflix

- 5.1 La empresa*
- 5.2 El mercado de videos*
- 5.3 El negocio*
- 5.4 Netflix en el mercado de capitales*
 - 5.4.1 Primer intento fallido de emitir la IPO*
 - 5.4.2 Emisión exitosa de la IPO –año 2002-*
 - 5.4.2.1 Subvaluación en el caso Netflix*
 - 5.4.2.2 Underperformance en el caso Netflix*
- 5.5 Underwriter de la IPO*
- 5.6 Evidencias y conclusiones en el caso Netflix*

SECCION VI

Análisis ilustrativo de las anomalías de mercado para IPOs aplicado al mercado argentino

- 6.1 Comentarios generales*
- 6.2 Conclusiones principales*
- 6.3 Gráficos evolución de cada especie con el benchmark*

SECCION VII

Conclusiones finales del trabajo

- 7.1 Conclusiones generales*
- 7.2 Tendencias futuras en IPOs*
- 7.3 Sugerencias para los agentes económicos*
 - 7.3.1 Conclusiones para los inversores*
 - 7.3.2 Conclusiones para los emisores de IPOs*
- 7.4 Algunas controversias para resolver en el futuro*

Abstract

ANOMALIAS DE MERCADO PARA IPOs

CARLOS SERGIO MALAMENT

ABSTRACT

En este trabajo se hace una aproximación al fascinante y controversial mundo de las IPOs (initial public offerings). Se trata de determinar con el mayor rigor posible desde las causas que impulsan a una empresa a emitir una IPO hasta las anomalías que se descubren en este tipo de emisiones.

En la sección I iniciamos un acercamiento conceptual al tema, comenzando con una descripción de las distintas teorías acerca de las causas que impulsan a las empresas a emitir una IPO y observamos que hay períodos en que existe mayor número de emisiones que en otros. Asimismo describimos las dos principales anomalías de mercado asociadas con las IPOs: la subvaluación y el bajo rendimiento a largo plazo de estas emisiones. Nos focalizamos en cada una de estas anomalías y en las teorías que tratan de dilucidar por qué se producen estos fenómenos.

En la sección II nos acercamos cuantitativamente a la temática, abordando cada uno de los tests que se mencionan en los estudios más importantes de la literatura financiera, que intentan probar la existencia de subvaluación y bajo rendimiento a largo plazo y asociado a esto la existencia de períodos propicios y no propicios para efectuar las emisiones de IPOs. Además consideramos en esta sección la teoría de Rock que de alguna forma trata de explicar matemáticamente por qué se produce el fenómeno de subvaluación de las IPOs.

En la sección III establecemos una relación entre IPOs y bancos de inversión, y se intenta determinar si el valor de la subvaluación como el bajo rendimiento a largo plazo están relacionados con la reputación del banco organizador que interviene en la IPO.

En la sección IV se examina si existe alguna relación entre IPOs y las anomalías de mercado previamente descriptas, pero considerando el tipo de industria de las emisiones llegando a conclusiones muy interesantes.

En la sección V, se presenta el caso de una firma, Netflix, que salió a cotizar al mercado de capitales y extraemos algunas evidencias y conclusiones de todo el proceso.

En la sección VI hacemos una aproximación cuantitativa al mercado argentino y tratamos de determinar si las anomalías de mercado descriptas en este trabajo estuvieron presentes en las IPOs emitidas durante la década de los '90.

Finalmente, en la sección VII desarrollamos las conclusiones finales del trabajo, las tendencias futuras en IPOs y las controversias abiertas que se tendrán que seguir discutiendo en los futuros trabajos sobre la materia.

Introducción

SECCION I

APROXIMACION CONCEPTUAL AL TEMA

1.1 CAUSAS QUE IMPULSAN A UNA EMPRESA A SALIR A OFERTA PUBLICA

La primera pregunta debería ser por qué una empresa decide salir a oferta pública. En la mayoría de los casos, la respuesta intuitiva que surge es el deseo de financiar la firma emitiendo acciones y crear un mercado público en el cual los fundadores y tenedores de las acciones de la compañía puedan convertir parte de su riqueza en cash en una fecha futura. Las razones no financieras, como por ejemplo publicitar la firma, pueden tener un rol menor en gran parte de las compañías: En ausencia de consideraciones de cash, los propietarios de las empresas preferirían conducir las lejos de las preocupaciones que trae aparejado el complejo proceso de la oferta pública. Esta respuesta todavía deja sin contestar la pregunta de por qué una IPO puede ser un instrumento más usado en algunos años que en otros (ver *ILUSTRACION I*).

Vamos a mencionar tres grupos de teorías que tratan de explicar en forma completa la decisión de una empresa de salir a oferta pública:

1.1.1 TEORIAS DEL CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA

La primera explicación formal de esta teoría aparece en Zingales (1995). El observó que es mucho más sencillo para un potencial adquirente de la firma visualizar un posible takeover cuando la firma es pública. Tomando la decisión de que la empresa cotice públicamente, los propietarios de la empresa facilitan la adquisición de su compañía a un precio mayor que el que obtendrían si la empresa no cotizase públicamente.

Chemmanur y Fulghieri (1999) desarrollaron la visión más convencional de por qué una empresa decide salir a oferta pública: Una IPO permite una dispersión mayor del capital y de la propiedad, con sus ventajas y desventajas. Las ventajas están relacionadas con que los pre-IPO inversores tienen portfolios no bien diversificados, por lo tanto, no estarían dispuestos a pagar tanto por la firma como los inversores del mercado público bien diversificados. En un determinado ciclo de la vida de la empresa, hasta llegar a un determinado nivel de expansión, a la firma le conviene ser privada, en cambio, al llegar a un crecimiento suficientemente importante, se convierte en óptimo para la compañía salir a oferta pública.

Una IPO para una compañía tiene sus ventajas y desventajas. Por ejemplo, Maksimovic y Pichler (2001) puntualizan que la IPO puede producir un incremento de la competencia en los productos que la empresa comercializa. En contraposición, también está claro que una IPO puede por sí misma agregar valor a la firma, dado que puede inspirar confianza a inversores, consumidores, proveedores, etc.

Introducción

También es claro que una empresa que es la primera en emitir una IPO dentro de una industria determinada, puede potenciar las ventajas que le puede producir la IPO. Siempre se cita a Netscape como un ejemplo de compañía que emitió primero una IPO dentro de una

industria. Sin embargo, como señala Spyglass una firma competidora emitió su IPO dos meses antes que Netscape, sin embargo rápidamente cayó por la competencia de Netscape.

1.1.2 TEORIAS DE LOS RITMOS DEL MERCADO

Estas teorías son más tradicionales que las antes citadas y podemos decir que inician su recorrido en la literatura financiera con Lucas y Mac Donald (1990) quienes desarrollaron un modelo de información asimétrica donde las firmas posponían sus emisiones de acciones si sabían que las mismas estaban subvaluadas. Si tenía lugar un mercado con ciclo negativo y se valuaba muy bajo a las firmas, dado el conocimiento de los propietarios de las mismas, éstos dilataban su decisión de emitir la IPO hasta tanto tenga lugar un mercado más favorable.

Otro importante aspecto es lo que señalan Choe, Masulis y Nanda (1993), quienes sostienen que las grandes firmas evitan emitir en períodos donde pocas firmas de alta calidad y bien posicionadas emiten.

En la *ILUSTRACION II* podemos observar la evolución en el número de IPOs desde los años '60 hasta 1992, para apreciar que existen algunos períodos heavies (cuando se emiten gran números de IPOs) y otros períodos light (menor cantidad de IPOs). Como ejemplo de período heavy tenemos los años 1969 y 1986, en cambio como ejemplo de período light mencionamos el año 1973, en el cual fue altamente impactado el mercado de IPOs por la crisis del petróleo.

1.1.3 TEORIA DE LA PERSPECTIVA ENDOGENA

A diferencia de los otros dos grupos de teorías a las cuales podemos llamar “racionales”, existe otra forma de acercamiento al hecho de por qué las empresas deciden emitir una IPO, dónde y cuándo les conviene hacerlo. Se parte de pensar que el sentido común del empresario juega un rol más crucial al momento de decidir todos estos temas que los ciclos del mercado. La perspectiva interna que tienen los managers, su involucramiento con la actividad diaria de la firma y con sus “fundamentals” son “drivers” sustanciales al momento de optar por salir a emitir una IPO.

Los cambios en el valor de una empresa que cotiza son absorbidos en forma menos rápida por los dueños de una empresa que por el mercado en sí. Por consiguiente, los propietarios de una firma específica absorben los ajustes de precios no en forma repentina ni rápida, sino en forma más lenta. Como resultado de esto, ya sea que los precios de mercado son influidos por sentimientos irracionales del público o incluso, si los precios de los dueños de las compañías son influidos por un sentimiento irracional de ellos mismos, los propietarios de una compañía están más inclinados a vender

Introducción

acciones después de que las valuaciones en los mercados de oferta pública hayan subido.

ILUSTRACION I

Año	N de IPOs	Retorno del primer día promedio	Resultados brutos	Dinero dejado sobre la mesa	IPOs	Dif. Con Mercado	Ajuste con comparable
1980	70	14.50%	\$2,020.00	\$408.00	88.20%	35.50%	17.10%
1981	191	5.90%	\$4,613.00	\$264.00	12.80%	-26.20%	-7.40%
1982	77	11.40%	\$1,839.00	\$245.00	32.20%	-36.50%	-48.70%
1983	442	10.10%	\$15,348.00	\$1,479.00	15.40%	-38.70%	2.50%
1984	172	3.60%	\$3,543.00	\$86.00	27.70%	-51.30%	3.00%
1985	179	6.30%	\$6,963.00	\$354.00	7.60%	-39.50%	7.30%
1986	378	6.30%	\$19,653.00	\$1,030.00	18.60%	-20.40%	14.30%
1987	271	6.00%	\$16,299.00	\$1,019.00	-1.80%	-18.90%	4.50%
1988	97	5.40%	\$5,324.00	\$186.00	55.70%	8.30%	51.30%
1989	105	8.10%	\$6,773.00	\$336.00	51.10%	16.80%	32.50%
1990	104	10.80%	\$5,611.00	\$454.00	12.20%	-34.10%	-32.40%
1991	273	12.10%	\$15,923.00	\$1,788.00	31.50%	-1.70%	5.80%
1992	385	10.20%	\$26,373.00	\$2,148.00	34.80%	-2.30%	-19.40%
1993	483	12.80%	\$34,422.00	\$3,915.00	44.90%	-7.80%	-23.90%
1994	387	9.80%	\$19,323.00	\$1,650.00	74.10%	-8.30%	1.00%
1995	432	21.50%	\$28,347.00	\$5,033.00	24.80%	-62.30%	-14.10%
1996	621	16.70%	\$45,940.00	\$7,383.00	25.60%	-57.00%	8.60%
1997	432	13.80%	\$31,701.00	\$4,664.00	67.70%	6.80%	41.00%
1998	267	22.30%	\$34,628.00	\$5,352.00	27.10%	9.10%	12.20%
1999	457	71.70%	\$66,770.00	\$37,943.00	-46.20%	-32.90%	-74.20%
2000	346	56.10%	\$62,593.00	\$27,682.00	-64.70%	-36.40%	-42.60%
2001	80	14.00%	\$34,344.00	\$2,973.00	n.a.	n.a.	n.a.
1980-1989	1982	7.40%	\$82,476.00	\$5,409.00	20.80%	-24.70%	6.90%
1990-1994	1632	11.20%	\$101,652.00	\$9,954.00	44.70%	-7.20%	-12.70%
1995-1998	1752	18.10%	\$140,613.00	\$22,436.00	36.00%	-32.30%	11.60%
1999-2000	803	65.00%	\$129,363.00	\$65,625.00	-53.80%	-34.30%	-61.20%
2001	80	14.00%	\$34,344.00	\$2,973.00	n.a.	n.a.	n.a.
1980-2001	6249	18.80%	\$488,448.00	\$106,397.00	22.60%	-23.40%	-5.10%

Definiciones que surgen de la tabla:

Retorno del primer día promedio: Es la diferencia que existe entre el precio de oferta de la acción y precio de cierre del primer día de operaciones.

Resultados brutos: Es el monto colocado en IPOs por los inversores medido en millones.

Dinero dejado sobre la mesa: Está medido en millones de dólares y en moneda constante al 2001 y es calculado como el número de acciones emitidas en las IPOs de un año multiplicado por el retorno del primer día promedio (cambio del precio de oferta con respecto al precio de cierre del primer día).

Retorno promedio de tres años: Es el retorno en porcentaje que surge de comprar y mantener en cartera la acción por 3 años. El retorno se calcula como la ganancia de capital más los dividendos. Es calculado como la diferencia entre el precio de cierre del primer día de operaciones para la acción y alguno de los siguientes precios, el que se dé antes: El

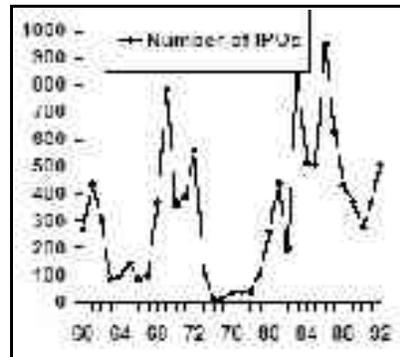
Introducción

precio del día del tercer año aniversario de la IPO y el precio del 30/9/2001. Los retornos para IPOs que salieron a oferta pública después del 30/9/2001 no fueron calculados.

Diferencia con el mercado: Es el retorno que produce la IPO calculado como se menciona en el párrafo anterior menos el retorno promedio ponderado calculado en forma diaria de las empresas que cotizan en Amex, Nasdaq y NYSE.

Ajuste con comparable: Es la diferencia entre el retorno de la IPO y el retorno de una firma comparable. Para cada IPO, se utiliza una empresa no IPO comparable que haya estado listada en el índice por lo menos cinco años con la más cercana capitalización y ratio de book-to-market a los de la IPO.

ILUSTRACION II



1.2 ANOMALIAS DE MERCADO PARA IPOs

Como derivamos de la *ILUSTRACION I*, se pueden describir dos anomalías relacionadas entre sí asociadas con Initial Public Offerings (IPOs), las cuales son subvaluación y una baja performance a largo plazo de las mismas. A partir de la existencia de estas dos anomalías de mercado para IPOs surge determinar si los mercados se encuentran en un período “hot” o “cold”. Fué muy extendido el debate en estos últimos veinte años en cuanto a la existencia de estas anomalías y si las mismas son ejemplos de ineficiencia de mercado. Además existe una controversia no menos extendida en la literatura de las finanzas modernas que pasa por determinar cuál es la causa que produce estos comportamientos.

Antes que nada queremos definir el término anomalía de mercado. Decimos que existe anomalía en un mercado cuando encontramos algún tipo de evidencia que contradice la hipótesis de eficiencia. Por lo tanto, para poder determinar la existencia de una anomalía de mercado y dado que estamos definiendo el término a partir del concepto de eficiencia, es muy productivo esbozar un breve esquema de los distintos conceptos de eficiencia que podemos encontrar en la literatura de la materia.

Podemos decir que un mercado de capitales es (informativamente) eficiente si los precios de los activos financieros reflejan completamente toda la información disponible en el mercado en el momento t.

Esta definición de eficiencia informativa no es operativa a menos que se aclare qué se entiende por “información disponible”. Fama, profesor de la Universidad de

Introducción

Chicago, introduce tres tipos de conjuntos de “información disponible” para cada agente económico.

- CONJUNTO DE INFORMACION DEBIL: Es el que contiene en el momento t, los precios presentes y pasados de cada activo financiero.

- CONJUNTO DE INFORMACION SEMI-FUERTE: Es el que contiene, en determinado momento t , toda la información pública disponible hasta ese momento.
- CONJUNTO DE INFORMACION FUERTE: Es el que contiene en determinado momento t , toda la información disponible, sea pública o privada.

Este enfoque de eficiencia tiene una importancia central a partir de la década de los '70 en las finanzas por los siguientes motivos:

- Gracias a este modelo tenemos un benchmark para establecer comparaciones entre los mercados reales acerca de hasta qué punto los precios son buenos vehículos de información.
- El alejamiento del ideal de eficiencia conduce en muchos casos a obstáculos en el desarrollo del mercado de capitales y también a conductas ilegales o arbitrarias, que pueden perjudicar a empresas, inversores e intermediarios.
- Cuanto mayor sea la eficiencia de mercado, más confiables serán los precios y los mecanismos de mercado para proteger a los inversores, aumentando la transparencia y la responsabilidad de los emisores e intermediarios.

Vamos a exponer las razones que nos llevan a pensar que las dos anomalías descritas con relación a las IPOs son precisamente anomalías de mercado porque se contradice abiertamente la hipótesis de eficiencia.

1.2.1 DOS FENOMENOS PARA UNA ANOMALIA DE MERCADO: UNDERPRICING Y UNDERPERFORMANCE DE LAS IPOs

Gran número de estudios documentaron un fenómeno que hasta el momento no cuenta con una explicación consensuada: existen ciertos períodos de tiempo en los cuales se da, en promedio, un exceso de retorno en inversiones en IPOs (Initial Public Offering) con respecto al resto del mercado. Estos casos reciben el nombre de “Hot Issue Markets”, y los períodos “Hot Issues” incluyen los años 1927, 1928, 1950, 1951, 1961, 1968, 1980 y 1981.

Una vez que se comienza a estudiar con más detenimiento el tema, se descubren dos situaciones opuestas pero aparentemente relacionadas.

Subvaluación

1.2.1.1 SUBVALUACIÓN DE LAS IPOs

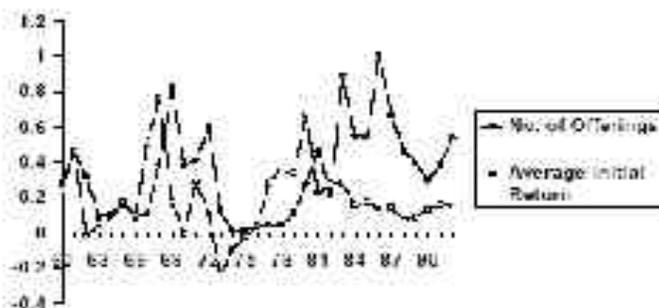
Se estudian los retornos de corto plazo y se observa que generalmente se produce una subvaluación en las acciones de empresas que deciden convertirse en públicas. El precio de “offering” es inferior al que luego termina convalidando el mercado secundario, lo cual presenta importantes posibilidades de retornos en el muy corto plazo para los inversores que logren adquirir las acciones en el mercado primario.

Las causas de esta subvaluación son motivo de polémica y de hipótesis sumamente variadas en la literatura financiera.

En la *ILUSTRACION III*, que se presenta seguidamente, se establece una relación entre los retornos iniciales promedio y el número de IPOs que salen a la oferta pública en un período de tiempo.

ILUSTRACION III

What Causes "Hot Issue Markets"?



En el gráfico podemos visualizar que la curva de IPOs ofrecidas en el mercado tiene una relación bastante directa con la curva de retornos iniciales promedio de las IPOs, pudiéndose trazar una recta de regresión que relacione ambos conceptos obteniendo un alto R cuadrado

1.2.1.2 CAUSAS Y EVIDENCIAS DE LA SUBVALUACION DE IPOs

¿Cuál es la verdadera función de un banco de inversión en la emisión de IPOs?. ¿Absorber riesgos?. En verdad no. El principal papel que cumple el intermediario no es absorber riesgos sino que es convencer a los inversores de que el precio es justo.

Existen dos elementos sustanciales cuando se efectúa la valuación en una IPO: Uno es el cash flow esperado y el otro es la tasa de descuento. En general los analistas internos de la compañía tienen información superior acerca del cash flow de la firma y las perspectivas a corto plazo y comparten con los expertos de la industria y los

Subvaluación

analistas especializados algunas reflexiones únicamente acerca de la posición en el mediano plazo de la compañía en la industria en cuestión.

Por el lado de la demanda, diferentes inversores pueden tener diferente información o visión del retorno requerido para esa firma. Esto es distinto que lo que se da en el caso de una oferta de acciones con trayectoria en el mercado, donde tenemos registros de los comportamientos de esa acción en el pasado, su volatilidad y su riesgo sistemático.

En consecuencia, podemos decir que la información relevante para valorar a la compañía tiende a estar dispersa, aunque obviamente los analistas internos son los que están en mejor posición para valorar la firma. Cuando la IPO se comienza a comercializar, toda esa información dispersa se va agregando. Pero antes de comenzar a operar la IPO, existe la necesidad del intermediario para valorar la compañía de la mejor forma posible, para lo cual debe poseer las siguientes cualidades:

- Ser experto en la industria en cuestión. Básicamente se requiere esta cualidad para valorar los futuros cash flows.
- Ser experto en el herramental que provee las finanzas
- Tener contactos con inversores institucionales y minoristas (lo que podemos llamar manejar "el pulso del mercado").

Por lo general en una IPO, como la literatura lo reitera, el underwriter fija precios muy bajos para la emisión. Salvo raras excepciones, este fenómeno de la subvaluación existe y en promedio, cuando el día del trading comienza, la acción de la IPO salta rápidamente por encima del precio de emisión.

Esta subvaluación es un porcentaje considerable del costo que debe tomar en cuenta una firma para emitir una IPO, el cual incluye todos los cargos legales (documentación, auditoría, etc.) y los cargos por comisiones de los bancos de inversión.

En promedio la subvaluación es muy importante. En los Estados Unidos varios estudios han demostrado que el porcentaje promedio de subvaluación fue del 11.4% en los 70 y 18.8% en el período que va desde 1960 y 1982, llegando a esa cifra en parte por los altos retornos iniciales en el hot issue market de los años 1981-1982 (48.8%).

Resumen de las características generales de la subvaluación en IPOs:

- Es más grande para firmas chicas
- Es más grande en los "hot issue markets" (en los momentos en que muchas firmas de la misma industria salen a oferta pública)

Subvaluación

- Es más grande en los contratos de "best effort", donde existen menos probabilidades de éxito para la firma que emite que en los contratos de "firm commitment".
- Es más grande cuando las empresas son más riesgosas, es decir, cuyo precio de la acción en el aftermarket es más volátil.
- Los bancos de inversión más prestigiosos subvalúan menos. No nos olvidemos que también los bancos de inversión se especializan en más emisiones de monto más importante y menos riesgoso (ver Sección III).

Explicaciones para la subvaluación:

- Los bancos de inversión racionan las acciones, entregando buena parte a clientes y "amigos", recibiendo a cambio favores y compensaciones de otros tipos (ver sección acápite 3.3 más abajo).
- Los bancos de inversión sirven como si entregasen un certificado de garantía. Ellos han construido una reputación ofreciendo IPOs a un precio razonable, las cuales tuvieron una performance también razonable a lo largo del tiempo. Como construir esta reputación es un proceso que involucra costos importantes (due diligence, etc), los underwriters deben ganar buenas comisiones que compensen esos costos.
- La subvaluación que sufren las compañías que emiten IPOs es una forma cara de publicidad, por la cual las firmas reciben la atención de los analistas y de los inversores. La expectativa es que el interés de los inversores resulte en el futuro en una reducción de la asimetría de información y por lo tanto las IPOs constituyan formas más baratas de financiamiento para las compañías.
- Como es explicado más abajo en el ejemplo del modelo de Rock, la subvaluación de las IPOs es una herramienta que utilizan los underwriters para asegurarse la colocación de toda la emisión, habida cuenta de que permite que los inversores no informados reduzcan sus pérdidas o inclusive obtengan algún tipo de ganancia.

1.2.1.3 RESUMEN DE LAS TEORIAS QUE TRATAN DE EXPLICAR LA SUBVALUACION

Presentamos las siguientes teorías que tratan de explicar por qué las IPOs regularmente se emiten subvaluadas:

Subvaluación

▪ Subvaluación como consecuencia de la aversión al riesgo de los bancos organizadores

CONCLUSION: Explica la subvaluación de una IPO a partir del riesgo de los bancos organizadores de la emisión. La subvaluación es utilizada por los bancos de inversión para evadir el riesgo de terminar con una emisión poco exitosa y su consecuente pérdida.

CONTRASTACION DE LA TEORIA: No explica por qué una IPO basada en el sistema “mejores esfuerzos” está habitualmente más

subvaluada que una emisión “en firme”, siendo que en la primera los riesgos que corre el banco son menores, por lo tanto, la emisión debería estar menos subvaluada.

▪ **Teoría de la captura de renta en forma indirecta**

CONCLUSION: Esta teoría afirma que los bancos organizadores realizan una valuación con descuento de manera intencional con respecto al valor esperado en el mercado ya que los mismos pueden capturar al menos una fracción de esa renta de manera indirecta.

CONTRASTACION DE LA TEORIA: No se explica por qué algunos bancos de inversión rehuyen a actuar como bancos organizadores de algunas IPOs.

▪ **Especulación de los inversores**

CONCLUSION: Los altos retornos de las IPOs el primer día de operación de la acción se deben al apetito especulativo de los inversores que no logran comprar las nuevas acciones en el proceso de colocación al precio de oferta inicial.

CONTRASTACION DE LA TEORIA: Ritter testeó esta hipótesis y no se encuentra evidencia empírica de este patrón de comportamiento.

▪ **Información asimétrica**

CONCLUSION: Este modelo fue planteado por Baron primero y Rock después y sostiene que los bancos de inversión tienen más información acerca de la demanda potencial de nuevas acciones que los emisores y que la reputación de los bancos de inversión puede estimular la demanda de esas emisiones.

CONTRASTACION DE LA TEORIA: La evidencia empírica demuestra que algunas IPOs organizadas por el mismo emisor

Subvaluación

(sin banco de inversión como organizador) tuvieron una subvaluación mayor que las que fueron emitidas con un banco organizador de la emisión (Muscarella y Vetsuypensl).

▪ **Subvaluación como seguro**

CONCLUSION: La subvaluación sirve como una eficiente forma de seguro contra potenciales juicios y los daños de reputación que los mismos traen aparejados para los dos protagonistas más importantes: banco de inversión y emisores (Tinic).

CONTRASTACION DE LA TEORIA: Esta teoría se refuerza claramente con la teoría de asimetría de información, dado que si todas las partes tuviesen idéntica información, los riesgos de acciones legales en contra de los bancos de inversión se desvanecerían. Por consiguiente, habría poca necesidad de usar la subvaluación como forma de seguro contra potenciales acciones legales.

1.2.1.4 UNDERPERFORMANCE DE LAS IPOs

Se estudian los retornos de mediano y largo plazo y se observa que en promedio las “nuevas acciones” tienden a presentar rendimientos inferiores a los “benchmarks” contra los cuales son medidas.

Sin embargo, existen autores que alertan sobre lo equivocado de asignar este bajo rendimiento al agregado de las IPOs y desglosan las mismas en dos grupos de distintas características, diferenciando a los que efectivamente realizan el underperformance y a grupos de IPOs que muestran un rendimiento por lo menos igual a sus “benchmarks”.

1.2.1.5 CAUSAS Y EVIDENCIAS DE LA UNDERPERFORMANCE DE LA IPOs

Los retornos de las IPOs en el mercado secundario en el mediano y largo plazo originan distintas hipótesis acerca de la causa del “underperformance” detectable.

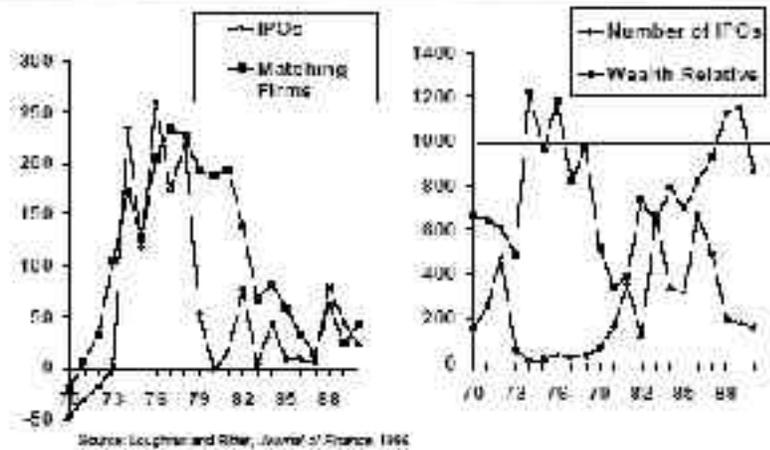
En este contexto, surgen distintas teorías que tratan de explicar su ocurrencia y, más aún, plantear las consecuencias negativas que este tipo de comportamiento traería aparejado para la economía en su conjunto.

En la *ILUSTRACION IV* planteamos una evidencia gráfica de la underperformance de las IPOs

Bajo rendimiento a largo plazo

ILUSTRACION IV

The Third Puzzle: Are IPOs a Wealth Hazard? The Long Run Underperformance of IPOs



El primer gráfico que se encuentra ubicado en la parte izquierda compara la performance de las IPOs en el largo plazo con firmas similares no IPOs. Vemos que si bien existe una relación que captura el riesgo sistemático que para los dos casos es el mismo, las IPOs tienen un comportamiento notoriamente inferior en el largo plazo con respecto a las firmas comparables.

El segundo gráfico es muy interesante en el siguiente sentido: relaciona número de IPOs con la riqueza relativa de las IPOs. La riqueza relativa se computa de la siguiente manera. Si un inversor tiene un dólar en un portfolio con IPOs y acumula retornos en un cierto horizonte de tiempo (en este caso 5 años). Esto le dá al final de ese período un retorno total por invertir en IPOs. Entonces el inversor hace lo mismo en un período similar para el benchmark, dándole un retorno total habiendo seguido la estrategia de invertir en el benchmark. Divide el primer retorno por el segundo. Si las IPOs tienen el mismo rendimiento que el benchmark la riqueza relativa será 1 (en el gráfico es multiplicado por 1000 por propósito de seguir la escala). Si el índice que le dá es menor que 1 significa que existió una pérdida por invertir en IPOs, en cambio, si es mayor que 1 significa que se ganó plata invirtiendo en IPOs.

Como se puede apreciar en el gráfico salvo en contados años considerando toda la serie de tiempo, el ratio Total Return IPOs/Total Return Benchmark dio casi siempre menor que 1, con

Bajo rendimiento a largo plazo

períodos notablemente menores que 1, lo cual no hace otra cosa que probar el mal desempeño de las IPOs en el largo plazo.

Sin embargo, no se observan a partir del gráfico puntos de contacto evidentes entre el número de IPOs emitidas y la baja performance a largo plazo. Desde ya a partir de este gráfico se hecha por tierra la idea, posteriormente presentada en la Sección II, de Ibbotson y Jaffe que consideraban rendimientos constantes luego de emitida la IPO y pasado el período de hot o cold market (primer escenario que consideran). Se comprueba una notoria baja performance de la IPO a largo plazo en cualquier mercado, sea hot o cold.

Es interesante efectuar algunas observaciones sobre el efecto de baja performance a largo plazo de las IPOs. Es sumamente relevante investigar si los retornos ex post son bajos porque los flujos de fondos estimados ex-ante eran muy altos o porque evidentemente los retornos esperados eran realmente bajos. Cuando los cash flows estimados son excesivamente altos, considerados ex post, estamos ante una situación en la cual los inversores son sobre-optimistas en cuanto a la performance de la firma o porque la imposibilidad de efectuar short-selling por las normas legales vigentes hacen que las expectativas de los inversores pesimistas no puedan ser reflejadas en los precios.

1.2.1.6 RESUMEN DE ALGUNAS TEORIAS QUE TRATAN DE EXPLICAR EL UNDERPERFORMANCE A LARGO PLAZO DE LAS IPOs

- **Rendimiento a largo plazo de las emisiones respaldadas y de las no respaldadas por Compañías de Capital de Riesgo**

- **Estudio de Alon Brav y Paul Gompers**

CONCLUSION: Las emisiones respaldadas por compañías de capital de riesgo (CCR) superan en el rendimiento a largo plazo (5 años) a las IPOs no respaldadas por dichas compañías. Por lo tanto, se deduce que los inversores evalúan positivamente que una CCR tenga presencia en una empresa dispuesta a lanzar una IPO.

- **Estudio de Ritter y Loughran**

CONCLUSION: El bajo rendimiento de las IPOs durante los últimos 20 años sugiere que los inversores son sistemáticamente demasiado optimistas acerca de las perspectivas de las firmas que emiten acciones por primera vez.

Bajo rendimiento a largo plazo

- **Algunas evidencias sobre los bajos rendimientos a largo plazo de las IPOs**

- **Estudio de Loughran y Ritter**

CONCLUSION: Basado en los retornos realizados, un inversor tuvo que invertir 44% más de dinero en una IPO que en una no IPO del mismo tamaño para tener el mismo nivel de riqueza cinco años después (período considerado de estudio 1970-1990).

Aproximación cuantitativa

SECCION II

APROXIMACION CUANTITATIVA A LOS FENOMENOS DE SUBVALUACION Y BAJO RENDIMIENTO A LARGO PLAZO

2.1 EL MODELO DE ANÁLISIS DE IBBOTSON Y JAFFE

Prácticamente los precursores en el análisis del fenómeno al cual denominamos “hot issue markets” y sus anomalías relacionadas han sido Ibbotson y Jaffe, profesores de la Universidad de Chicago y de Pennsylvania respectivamente. El artículo de estos dos autores se puede considerar un clásico en la materia para entender bien el fenómeno.

La noción de la existencia de “hot issue” ha sido muy discutida y examinada a partir de la década del '70. “Hot issues” se refiere básicamente a emisiones particulares de acciones que incrementan sus precios respecto a los precios de oferta inicial en una proporción superior al premio promedio general.

Lo que tratan de focalizar estos autores es la posibilidad de predicción de los “hot issue markets”. Estos mercados son definidos como períodos en los cuales el rendimiento promedio del primer mes de estas emisiones es anormalmente alto. La misma Security and Exchange Commission ha concluido que los años 1959-1961 y 1968-1969 fueron períodos de un extraordinario número de “hot issues” ofrecidos.

Vamos a extraer lo principal que estos autores quieren determinar con referencia al fenómeno.

- El primer objetivo es testear la dependencia de los premios de las nuevas emisiones con los premios de otras nuevas emisiones en meses pasados.
- Después se efectúa un análisis de las relaciones que existen entre el premio de las nuevas emisiones, el desempeño que tienen luego en el mercado secundario, la frecuencia de las IPOs y el rendimiento del índice de mercado.
- Se trata de determinar las implicancias de todas estas relaciones para los inversores, emisores e investigadores sobre la materia. En particular se trata de determinar si realmente se puede modelizar algún esquema que nos determine si los emisores se pueden ver beneficiados en lanzar una IPO en un determinado momento y si los inversores también pueden sacar provecho de destinar sus

Aproximación cuantitativa

recursos en IPOs en algún período en particular, en el cual puedan obtener retornos superiores de sus inversiones.

2.1.1 DATOS Y METODOLOGIA CUANTITATIVA EMPLEADA

Se toma una muestra de todas las IPOs ofrecidas durante el período que transcurre entre enero de 1960 y el 31 de octubre de 1970. Los datos se obtuvieron de los registros de la “Investment Banking Association” quienes compilaron la información con la “Investment

Dealers Digest”. Para cada emisión que conforma el muestreo, se tomó el precio original al cual salió a cotizar la IPO y los precios de compra de los dos primeros meses de permanencia en el mercado de la IPO. Se tomaron esos precios de compra a fin de cada mes. El índice Standard & Poor 500 (S&P) se tomó como referencia para medir el rendimiento de la emisión durante el período considerado.

Vamos a definir entonces cuantitativamente algunos conceptos:

- El residuo del primer mes para la acción j emitida durante ese mes calendario es igual a:

$$e = R_{1,j,t} - R_{m,t}$$

donde:

$R_{1,j,t}$ = Es el retorno del primer mes de la acción j emitido en el mes t. El retorno es calculado desde la fecha de emisión hasta el final del mes t.

$R_{m,t}$ = Es el retorno del índice S&P desde la fecha de emisión hasta el final del mes t.

Podemos también con esta metodología hallar el residuo del segundo mes de la acción j emitida durante el mes calendario t definiendo la siguiente ecuación:

$$e_{2,j,t} = R_{2,j,t} - R_{m,t+1}$$

En esta ecuación, tanto $R_{2,j,t}$ como $R_{m,t+1}$ son calculados desde el final del mes t hasta el final del mes t+1. Quiere decir que cada residuo nos sirve para calcular una medida del rendimiento relativo de la acción con respecto al índice de referencia en un mes particular considerado.

Cabe destacar, aunque a esta altura del análisis ya parece más que claro que cuando hablamos de residuos estamos tomando en consideración la diferencia entre el rendimiento de la acción y el rendimiento del índice considerado como referencia, que en este caso es S&P.

Aproximación cuantitativa

- El análisis efectuado precedentemente es para una sola acción, nosotros debemos evaluar la existencia de estos “hot issue markets” para todo el mercado de IPOs. Entonces vamos a obtener los residuos promedios para un mes determinado a través de la siguiente fórmula:

$$\hat{e}_{1,t} = \sum_{j=1}^S \langle e_{1,j,t} \rangle / s$$

$$\hat{e}_{2,t} = \sum_{j=1}^S \langle e_{2,j,t} \rangle / s$$

Donde s es el número de acciones emitidas en el mes t .

- A partir de 1 y 2 podemos obtener la primera diferencia entre el promedio de residuos del primer mes y el promedio de residuos del segundo mes, con la siguiente fórmula:

$$e_{d,1,t} = \hat{e}_{1,t} - \hat{e}_{2,t}$$

- Ibbotson y Jaffe definen cuantitativamente en todo el período que se extiende desde enero de 1960 hasta el 31 de Octubre de 1970 si estamos ante un hot issue market o un cold issue market. Lo hacen de la siguiente manera:

Toman la serie de residuos de 128 items (meses) y determinan cuál es la mediana. Los valores 64° y 65° son respectivamente 12.64% y 11.97%. Entonces definen un “mes hot issue” cuando los residuos promedios del primer mes de las IPOs están por encima de la mediana (12.64%) y estamos ante un “mes cold issue” cuando los mismos están por debajo de esa mediana.

Es muy importante señalar que cuando estamos ante un “mes cold issue” no significa que los retornos de las IPOs durante ese período de tiempo tienen que ser negativos. Siendo que los residuos en un mes hot son positivos o muy positivos, los retornos en un mes cold pueden seguir siendo positivos.

Presentamos en *ILUSTRACIÓN V* un gráfico en el cual podemos apreciar los hallazgos sobre este tema presentados en el trabajo citado. Nos centramos por ahora en el gráfico diciendo que en el eje de las ordenadas situamos los residuos promedio de las IPOs del primer mes, mientras que en el eje de las abscisas representamos los años. Queremos aclarar que Type A (Tipo A) es llamado a aquella IPO que se sitúa por encima de la mediana y Type B (Tipo B) a la IPO por debajo de la mediana.

Aproximación cuantitativa

En el mismo gráfico más abajo se representa en el eje de las abscisas los años y en el eje de las ordenadas el número de emisiones de IPOs en el mercado que corresponde a cada período.

ILUSTRACION V

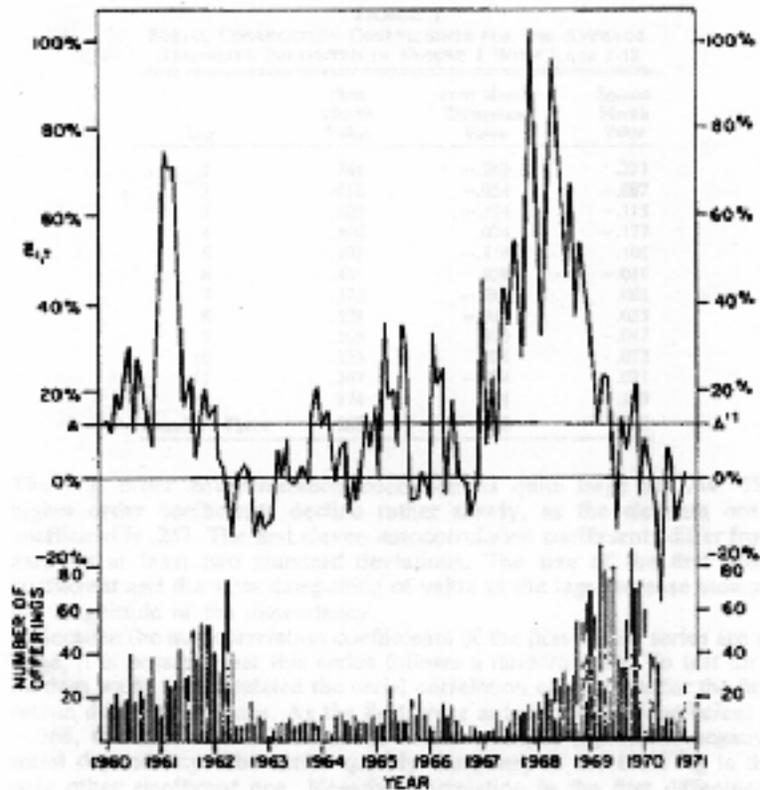


FIGURE 1
AVERAGE FIRST MONTH'S RESIDUALS, $E_{1,t}$, AND NUMBER OF OFFERINGS, $N_{1,t}$, MONTHLY FROM
JANUARY 1960 THROUGH OCTOBER 1970

¹ Line 'AA' represents the median value for the entire $E_{1,t}$ series. All values above and including 12.64% are classified as Type A. All values below and including 11.97% are classified as Type B.

Aproximación cuantitativa

2.1.2 LAS CONCLUSIONES PRELIMINARES DE IBBOTSON Y JAFFE

- Se realiza un test para examinar la relación que existe entre los premios por nuevas emisiones en un mes calendario determinado y el rendimiento de otras nuevas emisiones en meses calendarios anteriores.

CONCLUSION: La serie de los rendimientos de los primeros meses muestra una alta dependencia indicando que los "hot issue markets" son predecibles. Cuando hacemos

el test para el rendimiento de los segundos meses, notamos que la dependencia es más débil respecto al desempeño de los segundos meses de emisiones anteriores, pero sigue siendo estadísticamente significativa.

- Los autores efectúan un análisis de la relación entre el rendimiento inicial de la IPO y su posterior rendimiento en el mercado. En verdad los tests corridos por los autores se basan en la recolección de datos para nada más que dos meses de las IPOs por lo tanto no parece poder extraerse una conclusión definitiva referente a este tema.

Para examinar la dependencia del rendimiento en el mercado secundario con el residuo promedio del primer mes de esas acciones, Ibbotson emplea la siguiente regresión:

$$e_{2,t} = 0.0018 + 0.103 e_{1,t}$$

Este modelo tiene un R cuadrado de nada más que el 21%. De todas maneras, prima facie, dado que el coeficiente de la regresión es positivo, ello nos indica que el residuo del segundo mes está positivamente correlacionado con el residuo del primer mes, por lo tanto, no podemos observar ningún tipo de anomalía en el rendimiento en el mercado secundario.

Como tomar únicamente dos meses del rendimiento de una acción parece sumamente insuficiente, se han efectuado estudios utilizando una serie más larga de tiempo. Vamos a citar el estudio efectuado por Mc Donald y Fisher que midieron el rendimiento del primer mes y el rendimiento del primer año para cada uno de 142 acciones. La conclusión que obtuvieron es que aceptaron la hipótesis de que las IPOs tenían rendimientos similares el primer año que el primer mes de emisión. Reilly y Hartfield llegaron a la misma conclusión haciendo un estudio con menos acciones (53) pero computando mayor periodicidad, dado que recolectaban datos para el fin de la primera semana, el fin del primer mes y el fin del primer año.

En la década del '60 Ibbotson seleccionó al azar una IPO cada mes y efectuó un seguimiento del rendimiento de cada una de ellas durante 60 meses, hallando que los residuos del primer mes fueron aproximadamente del 11.4% en promedio para esas IPOs. Sin embargo, en los 59 meses restantes, los residuos no fueron significativamente diferentes que cero, implicando eficiencia de mercado durante todo ese período.

Aproximación cuantitativa

CONCLUSION: Ninguno de estos estudios sugieren una relación negativa entre el rendimiento del primer mes y el rendimiento en el mercado secundario de una IPO.

Esta conclusión en realidad se contradice con algunos estudios citados más arriba donde claramente se verifica un bajo rendimiento de las acciones de las IPOs con respecto al índice de referencia considerado.

2.1.3 RELACION ENTRE EL NUMERO DE IPOs y LOS RETORNOS DE LAS NUEVAS IPOs:

La conclusión a la cual llegan los autores es que los resultados de los tests estadísticos no demuestran que el número de emisiones de IPOs en un período esté relacionado con el rendimiento del primer mes de una IPO en meses anteriores.

2.1.4 RELACION ENTRE EL RENDIMIENTO PASADO DEL MERCADO Y LOS RETORNOS DE UNA IPO:

Es muy utilizado el argumento de que los bancos organizadores habitualmente valúan una nueva emisión (IPO) multiplicando las ganancias de la empresa por el índice “Precio/Ganancias”, el cual tiene que ver con la industria en la cual se encuentra operando esta empresa. También se señala que dado que estos P/G se modifican mucho, los bancos organizadores utilizan habitualmente un ratio P/G que está desactualizado por varios meses, lo cual provoca que la IPO salga al mercado subvaluada, dado que el índice P/G desactualizado no toma en cuenta incrementos en el índice de mercado. Para determinar si existe alguna relación entre los retornos de las IPOs y el rendimiento de los índices de mercado pasados, los autores utilizan una regresión bajo la técnica de Cochrane-Orcutt que tiene la siguiente forma:

$$\hat{\epsilon}_{1,t} = 0.163 + 0.009 * R_{m,t-1} + 0.18 * R_{m,t-2} + 0.18 * R_{m,t-3} + 0.143 R_{m,t-4}$$

(0.02) (0.20) (0.41) (0.36)

El R cuadrado de esta regresión es 0.53 y el Durbin Watson es 2.28. Dado que los coeficientes no son significativos teniendo en cuenta que las t son muy bajas (no se rechaza hipótesis nula), no se puede concluir que el índice de mercado sirva como una interesante guía para los emisores a los efectos de elegir un mes para ofrecer sus IPOs.

2.1.5 IMPLICANCIA DE LOS “HOT ISSUE MARKETS”

2.1.5.1 IMPLICANCIA PARA LOS INVERSORES

Los inversores pueden obtener beneficios de la predictibilidad de los retornos del primer mes de las IPOs. Los resultados de las investigaciones muestran que un 16.83% de retornos pueden ser obtenidos por los inversores por encima del índice de mercado al

Implicancias

final del mes, si todos los meses los inversores compraran la misma cantidad de dólares en IPOs. Además, desde el mismo momento en que los “hot issue markets” son predecibles, los inversores pueden concentrar sus compras de IPOs en aquellos meses que tienen los premios más altos. Es decir, que los inversores pueden pretender evitar comprar IPOs en meses calendarios que en realidad se pueden describir como “cold issue” markets, en los cuales el residuo promedio del primer mes es bajo o inclusive negativo.

Desafortunadamente para los inversores lo que suele ocurrir es que ellos están dispuestos a comprar IPOs en un determinado momento al precio de mercado o cerca de él. Existen evidencias fundadas de que algunas de las nuevas IPOs están severamente racionadas. De acuerdo a la SEC “es común que los bancos organizadores de la emisión reciban, antes de la efectiva fecha de la salida a oferta pública intenciones de compra por

parte de inversores cinco veces superiores a la cantidad de acciones disponibles”. Esto hace que los inversores deban habitualmente pagar un “sobreprecio” para comprar acciones que están racionadas, dado que la demanda supera largamente a la oferta. ¿Cómo se produce ese pago de sobreprecios? Pues bien, como los bancos organizadores son por lo general intermediarios, un método para cobrar esos sobreprecios es a través de comisiones que se pagan a los bancos organizadores a un valor mayor que los costos de transacción competitivos del mercado. Evidentemente, el pago de estos “sobreprecios” produce una disminución de los retornos totales de los inversores. Por lo tanto, es habitual que el público inversor no tenga la posibilidad de acceder a la compra de las IPOs seleccionadas sin previamente pagar estas comisiones indirectas.

2.1.5.2 IMPLICANCIAS PARA LOS EMISORES

Los emisores obviamente pretenden ofrecer su IPO al precio más alto posible, por lo tanto, es muy interesante tratar de determinar si ese precio puede ser obtenido en un cold o en un hot market. Habitualmente los bancos de inversión ofrecen a sus clientes emisores salir a oferta pública en un hot issue market, sin embargo, por los motivos que abajo exponaremos es muy posible que a los emisores les convenga ofrecer sus IPOs en un cold issue market.

Para ilustrar esta posibilidad, nosotros asumiremos primeramente que el precio de una acción en un futuro distante no va a ser afectado por el hecho de haber sido emitida la IPO en un hot o en un cold issue market. En vista de las voluminosas evidencias concernientes a que los mercados son eficientes, asumir lo antedicho no parece que sea irrazonable. Pero como ya lo describimos sí es concebible que la reacción del mercado inmediatamente posterior a la emisión, en el mercado secundario, para las IPOs viole esa eficiencia del mercado y efectivamente los movimientos de precios en los primeros meses de una IPO, como en el mes inicial de salida al mercado, sea afectado por el hecho de que la emisión se haya producido en un hot o en un cold issue market.

Para analizar esta ineficiencia es muy importante introducir el concepto de RETORNO TOTAL que es definido como la suma del premio del primer mes de la IPO y el rendimiento en el mercado secundario hasta el momento en un futuro distante

Implicancias

donde empieza a tener validez el principio de eficiencia de mercado y la anomalía sea superada. En una palabra, hasta el momento en que la acción sea eficientemente valuada por el mercado.

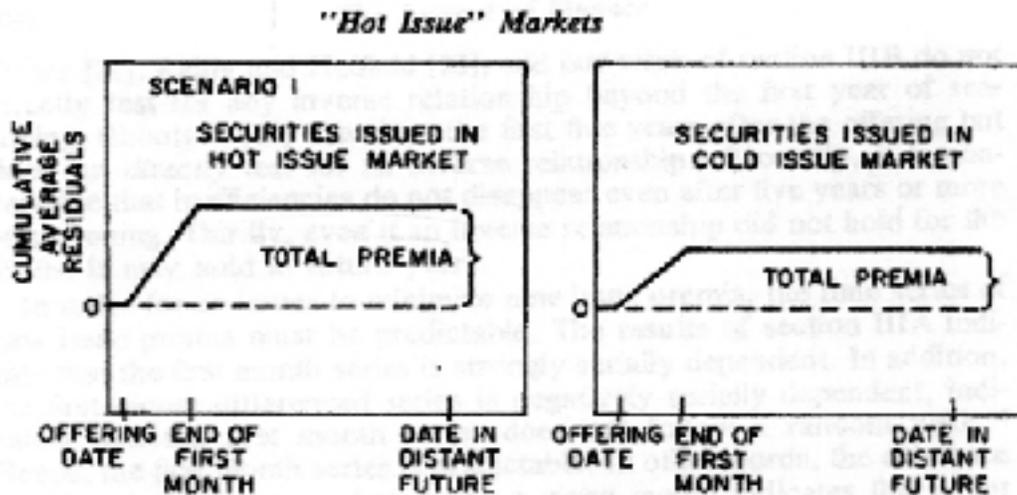
Qué es lo que va a pretender el emisor de la IPO? Minimizar ese retorno total, dado que cuanto más bajo sea el retorno, más alto es el último precio que el emisor recibe de su IPO. Una buena medida del retorno total es el residuo (en términos de Ibbotson y Jaffe) promedio acumulativo desde que se produce la IPO hasta ese distante futuro.

Para analizar bien esta situación vamos a plantear dos escenarios distintos.

ESCENARIO 1: La hipótesis que vamos a tomar es que los residuos promedios acumulativos en el mercado secundario, tanto si la emisión se da en un hot issue market como en un cold

issue market, son iguales al residuo del primer mes. Podemos observar el gráfico que se presenta en *ILUSTRACIÓN VI* para entender el planteamiento.

ILUSTRACION VI



Bajo este escenario, la pregunta es: ¿Le conviene al emisor presentar su IPO en un hot issue market o en un cold issue market? La respuesta inmediata que surge de los gráficos es que conviene hacerlo en un COLD ISSUE MARKET. Lo que muestra la figura en el escenario 1 es que los residuos promedios acumulativos totales (retorno total) desde la fecha de oferta pública de la IPO hasta ese distante futuro termina siendo menor emitiendo la IPO en un cold issue market que en un hot issue market, por lo tanto, el precio de oferta de la acción sería menor si fuera ofrecido la IPO en un hot issue market.

Implicancias

ESCENARIO 2: El rendimiento en el mercado secundario de la IPO ofrecida en un hot issue market es más pobre que la ofrecida en un cold issue market. Podemos ver gráfico en *ILUSTRACIÓN VII*.

ILUSTRACION VII

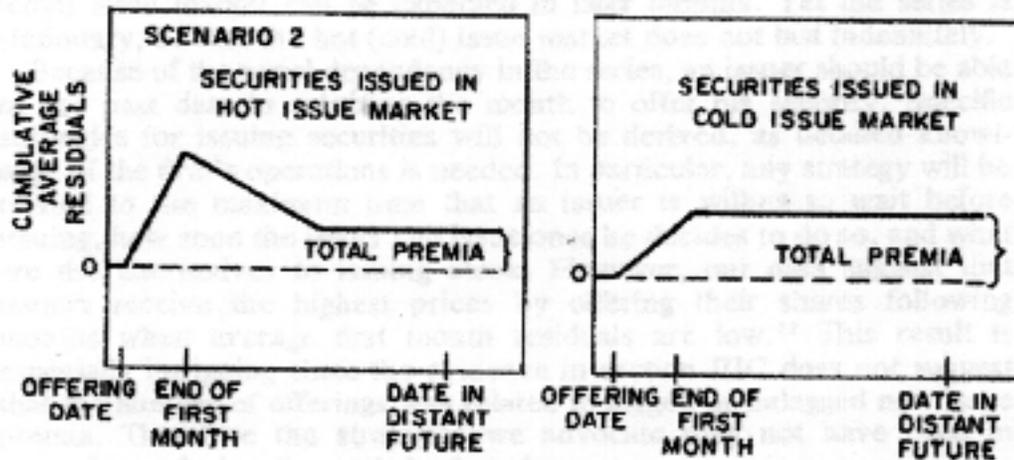


FIGURE 2
SCENARIOS FOR TOTAL PREMIA OF NEW ISSUES

Como se puede apreciar, el retorno total (que incluye el retorno del primer mes como el retorno en el mercado secundario) es realmente menor si la acción fuera ofrecida en un hot issue market. Por lo tanto los emisores van a obtener mayor precio de la IPO en un hot issue market que en un cold issue market bajo los parámetros de este escenario.

Como vemos en el trabajo de Rajan y Servaes (más adelante), el escenario 2 es una buena descripción de lo que pasa en la realidad. Como observamos en la *ILUSTRACIÓN VII*, el escenario 2 se sostiene demostrando que los retornos del mercado secundario posteriores al primer mes de emisión están inversamente relacionados con el retorno de ese primer mes. De acuerdo a Ibbotson y Jaffe, como se ha visto, no se puede concluir esto desde el punto de vista del testeo que efectuaron.

CONCLUSION SALIENTE DE IBBOTSON Y JAFFE: Los resultados de estos autores sostienen que las compañías deberían emitir sus IPOs en períodos de cold issue markets.

Se podría considerar un tercer escenario en el cual el retorno en el mercado secundario está positivamente relacionado con el retorno del primer mes. En este caso, también convendría a las empresas emitir sus IPOs en un cold issue market.

Conclusiones preliminares

2.1.6 CONCLUSIONES FINALES DEL ESTUDIO

Este trabajo investiga la existencia y las implicaciones de un hot issue market.

Resumiremos en los siguientes párrafos las conclusiones halladas:

- Las series de tiempo testeadas indican una significativa dependencia serial para los retornos del primer mes de cada serie. Varias evidencias encontradas indican que tomadas las series de los residuos del primer mes no siguen un proceso random walk (aleatorio).

- Como las evidencias halladas sugieren que los retornos de este primer mes son predecibles, los inversores pueden tratar de concentrar sus compras de IPOs en meses donde esas emisiones tendrían los más altos retornos posibles.
- Los beneficios provenientes de la dependencia serial significativa también de los retornos de los segundos meses de estas IPOs estarían dominados por los costos de transacción en un mercado over-the-counter (fuera de las regulaciones del mercado).
- La predictibilidad de los retornos del primer mes de las IPOs puede ser usada en su beneficio también por los emisores. Los resultados sugieren que éstos pueden obtener el mayor precio posible en la emisión cuando la misma se produce en cold issue markets.
- Los emisores pueden recolectar datos pasados para determinar cuándo se está ante la existencia de un cold issue market.

2.2 EL MODELO DE ANALISIS DE ROCK

Durante el período de 15 meses que comienza en Enero de 1980, el retorno medio de una acción común comprada a un precio de venta y vendida al precio de compra de cierre del primer día de operaciones fue de 48.4%. Este indicador contrasta con el retorno medio de una IPO de 16.3% durante el resto de los 6 años que van desde 1977 a 1982. Este “hot issue market” para IPOs no fue un evento aislado. En las últimas dos décadas se dieron consistentemente períodos en los cuales las IPOs tenían extremadamente altos retornos considerando el primer día de cotización en el mercado.

Vamos a desarrollar las implicancias del modelo de Rock (1982) que ensaya una explicación sobre la subvaluación de estas IPOs. Las conclusiones de este modelo son que algunos tipos de IPOs emitidas están inicialmente más subvaluadas, en el sentido de valor esperado, que otras. En particular, las IPOs que tienen un alto riesgo son más subvaluadas que las IPOs que tienen más bajo riesgo. Estos resultados proporcionan una explicación para la existencia de los “hot issue

Modelo de Rock

markets”. Si en un determinado período de tiempo una alta proporción de las IPOs son de alto riesgo, esos períodos pueden tener altas tasas de retorno inusualmente vistas.

Sin embargo, Ritter testea esta explicación examinando la composición de riesgo de las firmas que emitieron IPOs en los mercados de 1980 y encuentra que si cambiamos la composición de riesgo promedio de las firmas no podemos explicar los retornos inusualmente altos durante ese período de hot issue market. Sin embargo, básicamente Ritter encuentra una importante relación entre esos altos retornos iniciales y una sola industria: las emisiones que tienen que ver con la industria de recursos naturales. Para otro tipo de IPOs, la existencia de “hot issue markets” es prácticamente imperceptible.

El trabajo de Ritter se basa en computar el comportamiento de 1028 compañías que han emitido IPOs en los Estados Unidos entre 1977-1982. Prácticamente este autor toma como referencia todas las IPOs registradas en la SEC en ese período. La metodología que usa para computar los datos es prácticamente la misma que utiliza Ibbotson y Jaffe, considerando un porcentaje de retorno inicial usando el precio de compra de cierre del primer día comparado desde ya con el precio de oferta de la IPO. Se hace la salvedad de que para la mayoría de las IPOs se considera el precio de compra de cierre del primer día de oferta pública. En algunos casos, en los cuales el método de colocación era a través del contrato “mejores esfuerzos” del banco organizador, la primera transacción registrada se produce algunos días después de la fecha de oferta pública. Luego bajo la misma metodología de Ibbotson se calcula el promedio aritmético simple del retorno inicial de todas las IPOs que salieron a oferta pública el primer mes. El promedio del primer día de todas las IPOs ofrecidas en el mes se denomina retorno inicial promedio.

Vemos que el mecanismo cuantitativo es el mismo que el de Ibbotson. Vamos a los resultados. Para las 5000 firmas registradas por la SEC que emitieron IPOs en el período 1960-1982 el promedio de retorno inicial fue de 18.8%.

Podemos mencionar dos problemas:

- Las IPOs en promedio están subvaluadas.
- Como se verifica en el trabajo de Ibbotson existe una alta correlación en los retornos promedios del primer mes de todas las IPOs. La autocorrelación de primer orden para toda la serie se sitúa en 0.62. Esto es dramáticamente distinto a cero, que es el coeficiente de autocorrelación para acciones comunes.

Podemos determinar también alguna relación entre el volumen de IPOs por mes. También existe una muy alta autocorrelación entre los volúmenes mensuales de emisión, llegando este coeficiente a 0.88. Además se puede apreciar claramente que un alto volumen de IPOs tiende a seguir períodos de altos niveles de retornos iniciales.

Modelo de Rock

2.2.1 TEORIA DE ROCK

En verdad por un largo tiempo, la subvaluación de las IPOs ha sorprendido fuertemente a los investigadores en finanzas. Sin embargo a partir de 1982 surge el modelo de Rock, el cual es un esquema en donde las IPOs están subvaluadas y se trata de explicar por qué. En el modelo de Rock, tanto las firmas emisoras como los bancos de inversión no saben con exactitud cuál es el verdadero valor de la acción que se va a ofrecer, que denotamos como v . Los inversores también demuestran incertidumbre acerca de v , pero pagando un costo el inversor puede aprender acerca del verdadero valor de v . Los inversores que incurren en este costo son llamados “inversores informados” y únicamente ellos van a emitir órdenes de compra cuando el precio de la IPO (Precio de oferta, PO) sea menor al verdadero valor de la firma V . Esta decisión que involucra informarse o no está presumiblemente basada en información pasada y esta información es costosa. Un inversor

puede elegir participar en el mercado sea “comprando” información o no, en cuyo último caso sería “un inversor desinformado”.

En el modelo de Rock (como es verdad en la práctica), los individuos enfrentan un problema de selección adversa cuando emiten una orden de compra. Si la acción está sobrevaluada ($V < OP$) únicamente los inversores no informados emitirán órdenes de compra para estas emisiones que se comercializarán con un descuento en el mercado secundario. Consecuentemente a estos inversores desinformados se les va a colocar el 100% de la emisión. Para las emisiones subvaluadas ($V > OP$), tanto inversores informados como desinformados van a emitir órdenes de compra y a los inversores desinformados se les colocarán sólo una parte de las acciones que se operarán luego con un premio en el mercado secundario. Entonces nos enfrentamos con la siguiente situación: Si se le colocan acciones a un inversor desinformado vamos a tener mayores chances que las normales de que la emisión se comience a comercializar con un descuento en el mercado secundario, dado que es muy probable que ese inversor desinformado compre una emisión sobrevaluada.

¿Cuál sería la explicación que nos proporciona este modelo acerca de la subvaluación de la emisión? Pues bien, lo que nos dice es lo siguiente: Tomemos en cuenta los riesgos que corre el inversor. Una vez que el precio de oferta de la IPO es determinado, la acción se coloca en cantidades racionadas más que ajustando el precio inicial de la oferta de acuerdo a las fuerzas de mercado. Es la característica institucional del mercado la que resulta en un problema de selección adversa para el inversor. Más claramente, la subvaluación de la emisión estaría explicada como una compensación a los inversores por los costos en que incurren para convertirse en inversores informados, haciendo los análisis de las acciones y todo lo que ello conlleva. Como se puede esperar, cuanto mayor sea la incertidumbre sobre los “fundamentales” de la emisión, mayor será también la compensación requerida por los inversores para convertirse en inversores informados. En particular, las IPOs que están afectadas por un alto riesgo son, en un sentido de valor esperado, más subvaluadas que otros tipos no tan riesgosos.

La pregunta siguiente que trata de responder este modelo es la siguiente: ¿Cómo medimos el riesgo de la emisión de la IPO? ¿A través de las betas del modelo del

Modelo de Rock

CAPM? La respuesta es que no. La apropiada medida de riesgo que emplea el modelo no es el riesgo sistemático que proviene del análisis de las betas sino más bien proviene de la incertidumbre que los inversores no informados perciben a partir de los movimientos de precios que pueden existir en el mercado secundario. En el modelo se establecen análisis empíricos para medir estos riesgos que sirven como aproximaciones, dado que estos riesgos no son directamente observables.

El modelo de Rock implica que las firmas más riesgosas pueden tener más altos retornos iniciales que las firmas que son más fáciles de evaluar. Esto nos provee una primera explicación de por qué existen los hot issue markets. Digamos que ésto nos podría explicar la primera autocorrelación que plantea el modelo de Ibbotson acerca de los retornos medios iniciales del primer mes de la IPO. Rock dice que si hay una autocorrelación en la composición del riesgo de firmas que ingresan al mercado a través de IPOs, entonces por lógica los retornos iniciales promedios también deben estar autocorrelacionados.

Incorporamos una figura como *ILUSTRACIÓN VIII*, donde en verdad no hacemos otra cosa que establecer una regresión entre riesgo y retorno esperado. Si el riesgo sería el sistemático medido a través de las betas, estaríamos ante la presencia de una SML. Sin embargo, aquí el riesgo lo medimos de la forma determinada en el párrafo anterior ¿Cuándo entonces tendríamos un hot issue market? Un hot issue market ocurre, bajo este modelo, cuando durante un lapso dado de tiempo, una alta proporción de firmas que acceden al mercado de capitales a través de IPOs tienen altos riesgos. Un mercado cold issue ocurre cuando una alta proporción de firmas que efectúan las IPOs tienen bajos riesgos. De todas maneras, uno puede observar a lo largo de toda la línea de regresión puntos que están por encima o por debajo de ella.

Otra implicancia fundamental del modelo de Rock es que desde el punto de vista de los test estadísticos, la relación riesgo-retorno inicial debe ser HETEROSCEDASTICA. Decimos que existe Heteroscedastidad cuando las varianzas de los residuos varían proporcionalmente a la variación de la variable explicativa. Existen varios tests para comprobar esta característica, entre ellos mencionaremos el test de White. Lo que quiere significar Rock con esta característica es que las IPOs que tienen mayor riesgo asociado deben tener mayor retorno inicial promedio por la existencia de mayor incertidumbre. Esto se manifiesta a través de la mayor variabilidad de los retornos iniciales para las emisiones que tienen mayor riesgo asociado. En términos financieros digamos que las ALPHAS de las Cs tienen que se menores a las ALPHAS de las Hs.

2.2.2 BREVE ANALISIS DE LOS TEST ESTADISTICOS DE RITTER SOBRE EL MODELO DE ROCK:

A nivel del testeo del modelo de Rock, Ritter trata de probar sus relaciones principales para las 1028 firmas que efectuaron IPOs entre 1977-1982. El autor divide las firmas de acuerdo al riesgo perceptible para el inversor antes de entrar a la IPO. Por ejemplo como análisis de riesgo divide a las compañías en pequeñas (ventas <

Modelo de Rock

500000\$), medianas (ventas entre 500.000\$ y 4.000.000\$) y más grandes (ventas > 4.000.000\$).

ILUSTRACION VIII

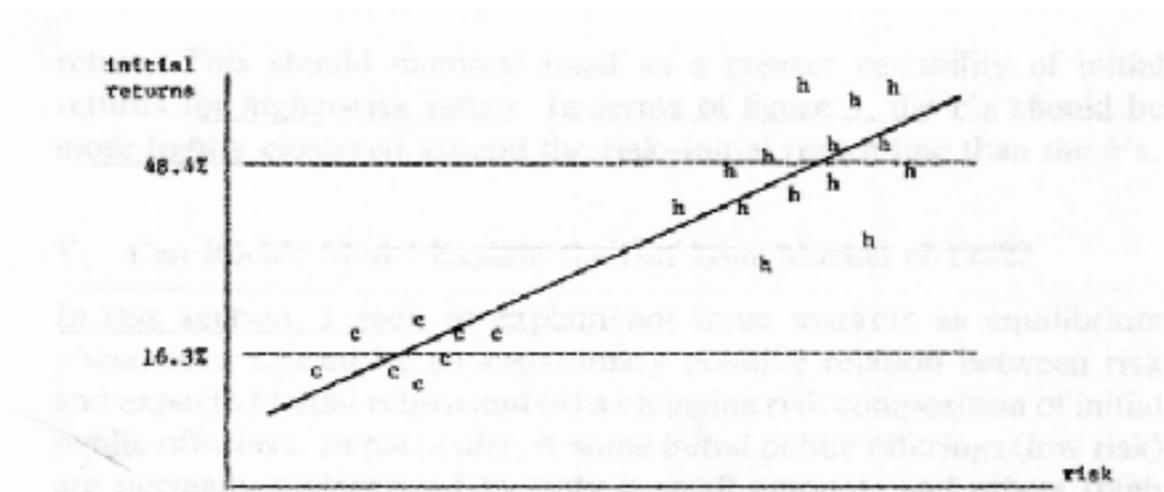


FIG. 3.—Illustration of the changing risk composition hypothesis. In some periods, a large proportion of the firms conducting initial public offerings are high-risk firms, with commensurately high initial returns. These firms are plotted with *h*'s. In other periods, a large proportion of the firms conducting initial public offerings are low-risk firms, with commensurately low initial returns. These firms are plotted with *c*'s. If one plots the mean initial returns for a high-risk period, one finds a high average initial return, such as the 48.4% average initial return during the hot issue market of 1980. In other periods, such as the cold issue market comprising the rest of the 1977–82 period, the average initial return is lower. The changing risk composition hypothesis implies that both the *c*'s and *h*'s plot along the same risk–initial return line.

Recordemos que el test está efectuado para el mercado de los '80, dado que hoy no podríamos considerar esa división correcta por los importes de ventas. Además mide el riesgo a partir de los desvíos standards de las compañías.

Las conclusiones que el autor presenta se pueden resumir de la siguiente manera:

- Existe un comportamiento muy distinto entre las empresas del sector de recursos naturales y las empresas que no lo son. Por lo tanto esa diferencia nos habla a las claras de una segmentación del mercado. Para empresas grandes y establecidas en el mercado la subvaluación es no mayor a un 10% en promedio.
- Se encontró que en el período 1977-1982 la tremenda disparidad entre las industrias de recursos naturales y las que no lo son está dada por la diferencia

Modelo de Rock

entre el comportamiento de los retornos promedios iniciales mensuales de una y de otra. El autor encuentra que para la industria de recursos no naturales esa autocorrelación de los retornos iniciales promedios mensuales es muy baja, por lo tanto no podemos hablar de una existencia de hot issue market para este segmento. Lo contrario ocurre con las industrias de recursos naturales.

- Se comprueba con claridad la relación positiva entre riesgo y retorno inicial promedio y además se verifica la relación de heteroscedastidad de la cual habla el modelo.
- Se explica el “hot issue market” de la industria de recursos naturales por aspectos macroeconómicos: La explotación de los bancos organizadores de estas IPOs de las condiciones de boom de las industrias del petróleo y del gas ocurrido durante 1980. Esta interpretación implica la existencia de un mercado segmentado, donde las IPOs de recursos naturales, especialmente las empresas chicas, estuvieron durante ese período a merced de los bancos organizadores mientras que otras emisiones no lo estuvieron. Por supuesto, que esta situación era inestable y estaba destinada a terminar cuando el factor macroeconómico que la causaba cumpliera su ciclo, aspecto que finalmente se dio al tiempo.

2.2.3 EJEMPLO MATEMATICO DEL MODELO DE ROCK

Este ejemplo fue extraído del trabajo de Rock (¿Por qué las IPOs están subvaluadas? 1986).

Un banco de inversión ha determinado el valor de emisión de una IPO pero existe todavía incertidumbre residual. Con una probabilidad de 50% la firma vale 14US\$ por acción mientras con una probabilidad 50% la firma vale 6 US\$.

El valor esperado futuro que tanto el banco de inversión como los inversores esperan es de 10US\$. Algunos inversores sofisticados (“plata inteligente”) saben más que otros acerca del valor de la firma pero no han comunicado sus intenciones de compra al banco de inversión.

Supongamos que el banco organizador necesite involucrar a los inversores comunes (no informados) para estar seguros de poder colocar n acciones que la compañía desearía emitir en la IPO.

¿Puede el banco organizador valorar la emisión de acuerdo al valor estimado de la empresa?

Modelo de Rock

Primeramente computemos la demanda para la acción emitida:

Tipo de Inversión Colocación	Caso de que $V > P$	Colocación	Caso que $V < P$
---	--	-------------------	---------------------------------------

No informado 100%	n	50%	N
Informado 0%	n	50%	0

Se puede observar del ejemplo que el inversor no informado ofrece el mismo monto para comprar en ambos casos (subvaluación y sobrevaluación) porque sencillamente no reconoce la diferencia entre ambos escenarios.

Es fácil observar que un inversor no informado no querrá suscribir una emisión cuando el banco de inversión valúa la misma a su valor esperado.

Consideren los dos tipos de inversores y los diferentes beneficios que percibirían en el caso de que el banco de inversión valuase la acción a su valor esperado.

$$\text{Ganancias para el inversor informado} = \frac{1}{2} < n/2 * (14-10) > = n > 0$$

$$\text{Ganancias inversor no informado} = \frac{1}{2} < n/2 * (14-10) > + \frac{1}{2} < n (6 - 10) > = -n < 0$$

El inversor informado gana porque puede elegir cuál acción comprar y cuál evitar comprar. En cambio el inversor no informado gana por un lado al comprar acciones que están subvaluadas, pero pierde significativamente por recibir todo el lote de acciones que están sobrevaluadas.

La pregunta es cuál sería el precio por el cual el inversor no informado podría llegar a obtener un retorno igual a 0 o por lo menos lograr obtener alguna rentabilidad.

Y hacemos el siguiente cálculo:

$$\frac{1}{2} < n/2 (14- P) > + \frac{1}{2} n (6-P) > = 0$$

Si resolvemos el procedimiento algebraico nos va a dar un resultado de 8.67US\$. Para que el inversor no informado logre obtener aunque sea un punto de cero retorno la acción original de la IPO tiene que estar subvaluada un 13.30%. Para lograr algún beneficio la subvaluación tiene que ser mayor a ese porcentaje. Si la subvaluación de la IPO no llega a ese porcentaje, el banco organizador no se puede asegurar la colocación de la emisión.

Modelo de Rock

Un ejemplo similar de una aplicación del modelo de Rock puede ser encontrado también en el trabajo de Ernst Maug de la Duke University (Advance Corporate Finance).

SECCION III

LAS IPOs y LOS BANCOS DE INVERSION

3.1 RELACION ENTRE TIPOS DE BANCOS DE INVERSION E IPOs

En las próximas páginas presentaremos distintos cuadros y gráficos para comprender bien la relación que existe entre los distintos tipos de bancos de inversión y las anomalías de mercado para IPOs explicadas en la sección I y II de este trabajo.

ILUSTRACION IX

BANCO DE INVERSION	NUMERO DE IPOs	RETORNO INICIAL PROMEDIO (%)	RANKING
FIRST BOSTON CORP.	53	4.95	9.00
GOLDMAN SACHS AND CO	85	6.46	9.00
BROWN, ALEX AND GONS	107	9.98	8.88
MORGAN STANLEY & COMPANY	73	7.88	8.88
LEHMAN BROTHERS	17	8.48	7.50
ROONEY PACE	28	18.12	6.88
CRAIG HALLUM	4	80.62	4.50
WOODRUFF, WILLIAM K. AND COMPANY	7	17.27	4.88
GREENTREE SECURITIES	2	25.46	1
AKROYD & SMITHERS	2	2.78	0.50

Una relación importante que hemos encontrado en cuanto a la subvaluación de las IPOs es que a medida que aumenta la reputación del banco organizador (ver última columna RANKING) disminuyen los retornos medios iniciales, lo cual nos da una pauta que cuando mayor es la reputación del banco de inversión menor es la subvaluación de la IPO. Vemos que el First Boston Group rankeado con 9 tiene un retorno medio inicial para sus 53 IPOs de 4.95%, mientras que el Greentree Securities rankeado con 1 tiene un retorno medio inicial para sus 2 IPOs de 25.46%. Una excepción a esta regla

IPOs y bancos de inversión

planteada sería el Akroyd & Smithers, pero teniendo en cuenta el número muy pequeño de la muestra no lo consideraríamos dentro del esquema.

Analizando los bancos de inversión que intervienen en el proceso de emisión de una IPO podemos apreciar cómo ha aumentado la cantidad de aquéllos con alta reputación que intervienen en dicho proceso desde 1978 a 1992, lo cual nos da una idea de que las subvaluaciones de las IPOs pudieron ir disminuyendo con el tiempo.

ILUSTRACION X

BANCO DE INVERSION	NUMERO DE IPOs	RETORNO INICIAL PROMEDIO (%)	RETORNO A LARGO PLAZO PROMEDIO (%)	RANKING
FIRST BOSTON CORP.	53	4.95	-10.78	9.00
GOLDMAN SACHS AND CO	85	6.46	8.83	9.00
BROWN, ALEX AND GONS	107	9.98	11.67	8.88
MORGAN STANLEY AND COMPANY	73	7.88	2.81	8.88
LEHMAN BROTHERS	17	8.48	14.20	7.50
ROONEY PACE	28	18.12	-78.85	6.88
CRAIG HALLUM	4	80.62	-56.66	4.50
WOODRUFF, WILLIAM K. AND COMPANY	7	17.27	-91.04	4.38
GREENTREE SECURITIES	2	25.46	-158.41	1.00
AKROYD & SMITHERS	2	2.78	-126.13	0.50

Lo importante que nos agrega la *Ilustración X* es algo que intuitivamente parece bastante razonable. Así como cuando el ranking del banco organizador es mayor

IPOs y bancos de inversión

tenemos menor subvaluación de las IPOs, también observamos con claridad que además los rendimientos a largo plazo de esas IPOs son mejores o al menos menos peores que en el caso de que los bancos organizadores tengan ranking bajo. Vamos a tomar dos casos extremos: Goldman Sachs and Co con ranking 9 fue organizó 85 IPOs con una tasa de retorno a largo plazo de 8.83%, mientras que Rooney Pace con ranking 6.88 participó en 28 IPOs con un rendimiento a largo plazo de las mismas de -78.85%.

ILUSTRACION XI

RANKING DEL BANCO DE INVERSION Y RENDIMIENTO DE LA IPO

RANKING	NUMERO DE IPOs	RETORNO INICIAL PROMEDIO (%)	RETORNO A LARGO PLAZO PROMEDIO (%)
0-4.99	444	14.24	-33.77
5-7.99	544	7.89	-28.11
8 O MAYOR QUE 8	1304	6.08	-12.63
TOTAL	2292	8.08	-19.92

La *Ilustración XI* no hace más que demostrar lo que venimos explicando respecto a la relación entre subvaluación de IPOs y la reputación de los bancos que actúan como bancos organizadores. Para bancos rankeados de 0 a 5 y sobre 444 IPOs ofrecidas, el retorno medio inicial fue del 14.24%, mientras que los bancos de inversión con calificación arriba de 8, sobre 1304 IPOs ofrecidas en el mercado (número muy significativo) tuvieron esas IPOs un retorno medio inicial de un 6.08%.

- **CONCLUSION I:** La subvaluación de una IPO está inversamente relacionada con la reputación del banco de inversión que la ofrece. Cuanto menor es la reputación del banco es mayor la subvaluación de la IPO y cuanto mayor es la reputación del banco menor la subvaluación de la IPO.

Observando este cuadro también podemos extraer una conclusión respecto al tema del bajo rendimiento a largo plazo.

- **CONCLUSION II:** Cuanto mejor sea el ranking del banco de inversión, es decir, cuanto mayor es su reputación, los retornos promedios a largo plazo de las IPOs, si bien indudablemente describen un bajo desempeño con respecto a un índice adecuado, son mayores. Es decir, cuando intervienen bancos organizadores de alta reputación, las IPOs tienen un mejor rendimiento a largo plazo que cuando intervienen bancos organizadores de baja reputación.

Seguimiento de los analistas

3.2 RELACION ENTRE SEGUIMIENTO DE LOS ANALISTAS Y LAS IPOs

Formularemos algunas preguntas centrales en el análisis:

- ¿Está el seguimiento de los analistas relacionado con la subvaluación de las IPOs?
- ¿Existe un sobreoptimismo por parte de los analistas acerca de las ganancias y los flujos de fondos de las IPOs así como también de su potencial de crecimiento? ¿Si existe ese sobreoptimismo, es concordante con un análisis similar para la economía en general o únicamente está reflejado en el comportamiento de las IPOs?
- ¿Existe algún tipo de relación como ya la había planteado en su primer trabajo Ibbotson y Jaffe acerca de los errores en los pronósticos de las ganancias de las IPOs

y el número de IPOs que salen a oferta pública al mercado en un período determinado de tiempo?

- ¿Qué relación existe entre el rendimiento de la firma en el largo plazo y las proyecciones de crecimiento que sobre ella efectúan los analistas?

Una literatura creciente ha mostrado que los analistas eligen la firmas sobre las cuales efectúan los seguimientos en forma no aleatoria y que los pronósticos que hacen son sumamente sesgados. Por ejemplo, Pearson (1992) documenta una correlación positiva entre el seguimiento de los analistas y la beta, el valor de la firma y el número de firmas operando en el mercado. Otros autores, como ser O'Brien y Bhushan (1990) encuentran que el seguimiento de los analistas se incrementa cuando la industria en la cual se encuentran las firmas son de alto crecimiento.

Lo que es muy importante entender es por qué podemos hablar de bajo rendimiento de las IPOs a largo plazo. Básicamente ésto debe ser entendido en el contexto de que los analistas, como dijimos, demuestran un sobreoptimismo en los flujos de fondos futuros de la firma, lo cual produce un incremento en la demanda de los papeles, que termina elevando sustancialmente los precios de adquisición. Dugan y Nathan (1995) consideran que ese sobreoptimismo puede darse porque los analistas trabajan para bancos de inversión que tienen una estrecha relación con las firmas que están siendo analizadas y emiten pronósticos sumamente optimistas del futuro desempeño de la firma. Tenemos nuevamente aquí el problema del conflicto de intereses entre los bancos de inversión que actúan como agentes organizadores o colocadores de la emisión y los inversores y las firmas que son sus clientes.

Debemos mencionar que los inversores actúan a sabiendas de que ese sesgo de los analistas existe, pero no cabe duda que las decisiones que toman terminan viéndose afectadas por las recomendaciones de los mismos. Irvine (1994) documenta que tanto los volúmenes operados de un papel como la participación de mercado de la intermediación financiera aumenta significativamente luego de que una firma de analistas emite un informe de inversión.

Seguimiento de los analistas

Rajan y Sarvaes (1997) encuentran algunas relaciones importantes que queremos reflejar en este trabajo, las cuales se refieren a las anomalías de mercado inicialmente mencionadas para las IPOs.

En primer lugar, estos autores encuentran que las IPOs que están más subvaluadas atraen mayor volumen de seguimiento por parte de los analistas, los cuales sistemáticamente sobreestiman las ganancias de estas compañías, con errores de estimación que en promedio alcanzan el 5% del precio de la acción de una firma. Lo que es muy importante señalar es que a medida que aumenta el horizonte de planeamiento de las ganancias, aumenta el error de estimación. Es decir, que como se puede demostrar, no sólo los analistas son sobreoptimistas en general, sino que son más sobreoptimistas en emisiones con prospectos de más largo plazo que en emisiones con prospectos de más corto plazo. Como la posibilidad y magnitud del error aumenta con el horizonte, los inversores tienden a adquirir estas acciones con precios totalmente inflados. En verdad, lo que es muy difícil determinar es si estos resultados se

producen porque el público inversor cree en los pronósticos de los analistas o porque los analistas que pronostican reflejan en sus pronósticos las creencias del público inversor.

No sólo el sobreoptimismo de los analistas se refleja en la estimación de los flujos de fondos de la compañía (lo cual repercute en los precios de las IPOs y en los pobres retornos que se obtienen a largo plazo), sino que también el sobreoptimismo se refleja en la tasa esperada de crecimiento que ellos esperan de la compañía en comparación con firmas comparables de la misma industria. Rajan y Servaes encuentran que los analistas predicen un crecimiento de las IPOs en promedio 6 puntos por encima de las empresas de la misma industria. Evidentemente estas predicciones de crecimiento habitualmente son ajustadas para abajo en los siguientes meses cuando los analistas perciben que el crecimiento que ellos mismos presupuestaron no puede ser mantenido.

Es muy importante observar la correlación que existe entre el número de IPOs que ingresan al mercado de capitales en una determinada industria en un trimestre y algunas medidas que usan los analistas para predecir el índice de crecimiento de ganancias a largo plazo para IPOs recientes en esas industrias. Evidentemente, cuando estamos en industrias cuya tasa de crecimiento de ganancias pronosticada es muy alta, no es descabellado pensar, que las firmas que están dentro de esa industria requieran recurrir al mercado de capitales para financiar ese crecimiento y procuren sacar provecho del optimismo general que se establece en el mercado acerca de toda esa industria. Es dable entonces pensar que existe una correlación positiva entre el número de IPOs que ingresan al mercado de capitales y la magnitud del error en la estimación de ganancias que los analistas cometen para IPOs que ingresaron recientemente al mercado de capitales.

Otra relación sumamente interesante es relacionar las proyecciones de crecimiento a largo plazo que los analistas predicen para una firma que ingresa en una IPO y el comportamiento del precio de la acción en el mercado posteriormente. Para esta relación podemos mencionar a Rajan y Servaes que encuentran que las firmas que tienen una proyección más alta de crecimiento poseen retornos que se sitúan por debajo de los índices

Seguimiento de los analistas

fijados a los efectos de determinar su comportamiento, mientras que las firmas que tienen las proyecciones de crecimiento más bajas superan esos mismos índices. Si distribuimos la serie en cuartiles, tenemos que la diferencia entre los cuartiles extremos llega al cien por ciento. Esto indica que los inversores creen notablemente en las estimaciones exageradas de crecimiento de los analistas.

Lounghran y Ritter, en su paper “The new Issues Puzzle” encuentran otro tipo de anomalías en cuanto a IPOs se refiere. Repasando sus principales conclusiones diremos que sostienen que las compañías que emitieron acciones entre 1970 y 1990 han tenido un pobre rendimiento para los inversores. Estos autores hallan que en los cinco años siguientes de hecha la emisión, los inversores han recibido un promedio de sólo 5% de retorno (como fue descrito más arriba cuando hicimos referencia a ese trabajo). Un inversor tendría que haber invertido 44% más de su dinero en una IPO que en una no IPO del mismo tamaño para obtener la misma riqueza cinco años después de la oferta pública. En su artículo demuestran estos autores que las empresas que salieron al mercado entre 1970 y 1990 han tenido un bajo rendimiento significativo en comparación con las acciones más antiguas en los cinco años siguientes a la IPO. Estos autores afirman que las firmas han tomado ventaja de las

“ventanas de oportunidad” que se abrieron en determinados momentos de esas dos décadas para emitir acciones en el mercado de capitales. Estos eran períodos que los inversores estaban dispuestos a pagar más altos precios, comparado con algunos índices históricos, por activos de empresas en determinadas industrias.

Rajan y Servaes también aportan pruebas consistentes con los aportes de Loughran y Ritter: más firmas salieron al mercado de capitales con IPOs estimuladas porque las acciones dentro de sus industrias se estaban operando en altas proporciones en relación con el mercado de acciones en general y comparado con niveles históricos. Muy importante mencionar el estudio de Lerner (1994) que estudió 350 compañías de biotecnología y encontró que esas firmas salían a cotizar al mercado de capitales con una IPO cuando las valuaciones de las acciones del sector eran altas. Otros autores como Jain y Kini (1994) y Mikkelsen y Shah (1994) analizaron el comportamiento de las ganancias de empresas que salieron a la oferta pública a través de IPOs. Las conclusiones fueron que estas empresas tuvieron un muy buen desempeño antes de entrar en al IPO y muy pobre luego de ese momento.

Finalmente vamos a mencionar a otros autores como Teoh, Wong y Rao (1995) que establecieron una correlación entre la discrecionalidad con que los directivos manejan las normas contables y el comportamiento de los retornos de estas empresas en el mercado. Como sabemos a partir de los escándalos del caso Enron, Worldcom, etc, surgió la situación de firmas que manipulan sus estados contables para obtener beneficios de alguna naturaleza. En lo que se refiere a IPOs, estos autores argumentan que las firmas que actúan de esta forma antes y después de efectuada la IPO, producen una revaluación de sus acciones a partir de estas prácticas poco éticas porque los inversores no entienden en forma completa toda esta manipulación. Ello produce retornos para los inversores sustancialmente más bajos en el largo plazo.

Controversias

3.3 LOS BANCOS DE INVERSION Y LAS IPOs EN EL OJO DE LA TORMENTA

En un artículo aparecido en “The Economist” del día 21 de diciembre de 2000, se coloca todo el proceso de una IPO bajo la lupa de la consideración pública y legal. Se pregunta el autor de la nota si puede existir algo más beneficioso que ser un inversor institucional que tenga participaciones en una compañía cuya IPO de acciones pronto van a rendir un retorno alto. Lastimosamente para los inversores pequeños, que no tienen esa relación de proximidad y contactos con los bancos de inversión a un nivel de “amigos y familiares” es muy difícil encontrar en el mercado de capitales algo más rentable. Sin embargo, todo este proceso ha captado la atención de los principales reguladores del mercado americano, en cuanto al llamado “favoritismo en un proceso de IPO”. Inclusive los investigadores quieren poner su atención en documentos internos e emails como para verificar esta anomalía. De todas maneras, no parece fácil ni claro que la SEC pueda o incluso debiera hacer algo para reducir estas injusticias que se producen con las IPOs.

Los bancos organizadores que administran estas IPOs largamente dan tratamiento preferencial a los clientes institucionales y de alto poder financiero. La SEC se está focalizando en los términos bajo los cuales esta preferencia es dada. Las IPOs son distribuidas en función de los clientes que han pagado a partir de sus transacciones jugosas

comisiones en el pasado? No necesariamente. Se ha alegado últimamente que los bancos organizadores pudieron haber efectuado su colocación de IPOs a clientes que han prometido que, si las IPOs tenían altos rendimientos en el mercado secundario irían a generar otras operaciones en acciones las cuales devenguen altas comisiones pagadas con los mismos bancos organizadores. Estos montos serían variables en función de cómo las acciones se comportarían en el mercado secundario. A esto se refería Seha M. Tinic en el trabajo anteriormente citado cuando afirmaba que los bancos de inversión capturan indirectamente una parte de la renta.

No está claro cuál es el monto que los bancos organizadores realmente ganaron explotando este tipo de artimañas. El valor de los retornos depende básicamente de cuán subvaluada estaba la acción al momento de efectuarse la IPO. Entre 1998 y 2000, las ganancias para aquellos inversores que compraron acciones y las vendieron al final del primer día de operaciones subieron notoriamente. Jay Ritter, sobre cuyos artículos también se basa nuestro trabajo, sostuvo que unos 34 mil millones de dólares fueron “dejados sobre la mesa” en 1999 y 29 mil millones de dólares fueron “dejados sobre la mesa” en el año 2000 (aproximadamente 10 veces las comisiones que los bancos de inversión cobraron en su función de bancos organizadores de la emisión). Esto lo compara el mencionado profesor de la University of Florida con los 28 mil millones de dólares (el doble que las comisiones de los bancos organizadores) en todo el período que va desde 1990-1998 combinado. Concluye “The Economist” que el potencial de los “kick backs” (retornos) es verdaderamente muy alto.

¿Son ilegales estos retornos? Tal vez sí. Las víctimas y perdedores de todas estas manipulaciones con subvaluadas IPOs no son realmente los inversores que en

Controversias

definitiva no se quedan con las acciones, son en verdad los emisores de las IPOs. Muchas firmas que emiten IPOs ven el salto de los precios iniciales de las acciones después de salir al mercado como un triunfo, cuando en verdad lo único que prueba esta circunstancia es que las firmas han sido engañadas por los bancos organizadores.

¿Qué se puede hacer entonces para evitar este tipo de manipulaciones con los inversores ordinarios y no sofisticados? No sería razonable que la SEC “obligue” o “exija” a los emisores de IPOs a organizar sus emisiones iniciales de tal manera de maximizar el valor de la firma. En definitiva, la IPO es una elección de la firma en sí misma y cada compañía puede tener su argumento estratégico para salir al mercado de capitales con una IPO en las circunstancias que ella estime conveniente.

La esperanza que podemos tener para que una IPO salga al mercado a un precio justo y sin ser objeto de manipulaciones para los pequeños inversores, es EL MERCADO MISMO. Después del espectacular colapso en los precios de varias IPOs emitidas, se puede convertir en casi imposible emitir una IPO y siendo así tanto los bancos organizadores como las firmas a los efectos de mantener este especial método de financiamiento y negocio vivo tratarán de obtener dinero tanto de los ricos como de los inversores no tan poderosos, de los institucionales como de los que no lo son. En definitiva, el mercado al incorporar información puede corregir esta increíble anomalía que perjudica a tantos inversores y beneficia sólo a unos pocos.

SECCION IV

IPOs, INDUSTRIAS Y HOT-COLD MARKETS

Como vimos la literatura que se refiere a IPOs ofrecen una enorme variedad de explicaciones acerca de las distintas anomalías que se observan al analizarlas. Además, entrados los años 90, ha existido un incremento pronunciado en el volumen de las IPOs observadas en el mercado. Algunas teorías consistentemente argumentan que el mercado de IPOs es caracterizado por la inclusión de un número importante de empresas que han tenido importantes innovaciones tecnológicas, sugiriendo que tanto el hot y cold market de las IPOs difieren en la calidad, los prospectos y los tipos de negocios de las IPOs ofrecidas.

Vamos a incluir en este trabajo un estudio elaborado por Jean Helwege del Departamento de Finanzas de la Universidad de Ohio y por Nellie Lian de la División de Investigación y Estadística de la Reserva Federal, el cual compara firmas que emitieron IPOs entre 1982 y 1993, examinándolas al momento de emisión de la IPO como en los siguientes cinco años.

Básicamente este trabajo es sumamente interesante dado que se encuentra que tanto en los hot como cold markets existe una alta concentración en un número relativamente pequeño de empresas de tecnología de punta. Otra de las conclusiones a las cuales se llega en el estudio es que existen entre las firmas que emiten IPOs en hot y cold markets pocas distinciones en la calidad del potencial de ganancias a largo plazo. Es decir, que estos resultados no son consistentes con los trabajos que incluyen modelos que implican que en los

cold markets las IPOs que se emiten involucran firmas con productos poco innovativos tecnológicamente y prospectos de más bajo crecimiento.

4.1 IPOs EN HOT Y COLD MARKETS:

Por lo general los mercados de IPOs siguen dramáticos cambios, pasando de hot a cold y viceversa en un lapso determinado de tiempo. En general, como hemos visto hasta ahora en este trabajo, un hot IPO market ha sido caracterizado como un mercado donde se emite un inusualmente alto volumen de IPOs, severamente subvaluadas, sobresuscriptas y por momentos, concentradas en una industria particular. Por contraste, el cold market tiene muchas menos emisiones de IPOs, menos subvaluación y menor cantidad de suscripciones. De acuerdo a Loughran, Ritter y Rydqvist (1994) existe una clara tendencia en el sentido que los volúmenes de IPOs están asociados a picos determinados en los mercados.

IPOs e industrias

Como se aprecia en la literatura, los primeros modelos teóricos que se referían a IPOs caracterizaron a los períodos “hot market” como períodos en los cuales un gran número de firmas de alta calidad eligen salir al mercado de oferta pública emitiendo una IPO.

Se puede probar alguna diferencia entre los tipos de industrias que acceden al mercado de oferta pública (IPOs). Varias teorías en la literatura se encargan de examinar esta cuestión. La idea consiste en que estas teoría comparten la predicción de que los “hot markets” están caracterizados por la inclusión de firmas de industrias particulares para las cuales una innovación tecnológica o una productividad positiva ha ocurrido. Por ejemplo, la información sobre el nivel potencial del mercado o la calidad de un nuevo producto ofrecido, hace que una firma decida salir a oferta pública y luego otras firmas en la misma industria la siguen. Esta es una teoría de por qué existen los hot issue markets vistos desde el punto de vista de la industria y de la innovación tecnológica.

Como hemos visto relacionado con la teoría de Rock, algunos autores enfatizan sobre las diferencias en los costos de información que existen en los mercados privados y públicos.

Otra razón importante que citan algunos autores para emitir una IPO es que se gana la ventaja de que exista una base dispersa de accionistas, lo cual facilita la posibilidad de aumentar los precios de las subsecuentes emisiones en el mercado secundario o bien evitar el excesivo monitoreo que pueden efectuar grandes tenedores de acciones (Pagano y Roell 1998).

Podemos citar otro análisis de por qué surge un “hot issue market”. Loughran y Ritter en 1995 sostienen que las firmas que emiten IPOs en un mercado de estas características, son compañías de baja calidad porque aparecen teniendo magros retornos esperados. Esta

literatura tiende a ver la existencia de estos “hot issue markets” como la consecuencia de que existan inversores irracionales y salvajemente “bulish”, lo cual provoca que firmas que son altamente riesgosas y chicas puedan obtener ventajas o “ventanas de oportunidad” para conseguir fondos en el mercado público. Estos estudios, sin embargo, a pesar de puntualizar el número de factores que están asociados con los pobres retornos (sobre-optimismo de los analistas, utilizaciones de datos discrecionales como propiedad institucional, etc), no establecen con claridad si los factores difieren en un cold y hot market.

¿Cuáles son las diferencias más importantes que se pueden visualizar en el estudio entre un hot y un cold market? En el estudio se examina:

- Si un hot market tiene desproporcionada concentración de compañías de determinadas industrias.

IPOs e industrias

- Las características específicas de las firmas, incluyendo medidas de oportunidad de crecimiento, asimetría en la información, rendimiento operativo. El objetivo de esta parte del estudio es determinar si existen sustanciales diferencias en calidad, prospectos o tipos de negocios entre compañías que cotizan en hot o en cold markets. Se consideraron todas las firmas no financieras que emitieron IPOs entre 1982 y 1993,
- Un período que incluyó tanto hot como cold markets. Se tomó, entre todas las definiciones de un “hot issue market” aquella que se sostiene sobre el número de IPOs completadas por mes. También se tomó en cuenta la cantidad de IPOs completadas en un mes que corresponden a una industria particular, lo cual permite determinar que para una industria en particular el mercado puede ser hot, aunque en promedio el mercado no lo sea.
- Finalmente, por comparación, se definió un “hot market” basado en el concepto de subvaluación, el cual es específico para una firma individual.

4.2 CONCLUSIONES DEL TRABAJO:

- Se encontró que las IPOs en mercados hot (de alto volumen) no están más concentradas en una industria particular que IPOs en mercados cold.
- Se halló claramente que tanto los mercados hot y cold de IPOs en los doce años considerados en el estudio se basaron en el mismo pequeño set de industrias de alta tecnología que emitieron IPOs durante el período. Sin embargo, se destaca que durante períodos de altos volúmenes de emisión de IPOs, las emisiones surgieron en general de firmas de baja tecnología, provocando una menor medida de concentración de las industrias en lo que a IPOs refiere.

- Se observa que los hot markets pueden involucrar empresas que promueven productos nuevos, lo cual provoca el “efecto imitación” por el cual muchas empresas del sector se preparan para efectuar IPOs y de pronto el mercado se “enfía” antes de que todas estas empresas se puedan financiar. Entonces estas empresas que se prepararon en un hot market para emitir una IPO lo terminan haciendo en un cold market.
- Se encontró también que habitualmente los hot markets de las industrias ocurren aproximadamente al mismo tiempo, cuando el mercado para IPOs es hot. En verdad, no se han hallado casos en los cuales el mercado promedio para IPOs estaba hot como resultado de una o dos emisiones de una industria particular y sería sumamente inusual encontrar el caso de que una industria esté hot cuando el mercado promedio está cold.

IPOs e industrias

Este caso queda claramente ejemplificado con la ola de Internet relacionada con IPOs, desde el debut de Netscape en agosto de 1995. El mercado estaba hot durante gran parte de 1996 y 1997, para luego caer drásticamente en 1998 y estar cold hacia finales de 1998. Únicamente 3 firmas completaron IPOs en septiembre de 1998, 2 en octubre, 9 en noviembre y 13 firmas en diciembre. Como podemos apreciar entre septiembre y noviembre, 7 de las 14 firmas que emitieron IPOs estaban relacionadas con Internet, incluyendo Ebay, Earthweb y theglobe.com. En diciembre, mes que no fue tan cold, 7 de las 13 IPOs estaban relacionadas con Internet. En consecuencia, las firmas de Internet representaban una importante parte de este mercado de IPOs en el período cold, lo cual no es consistente con los estudios que sugieren que los mercados cold están emparentados con IPOs de empresas de baja innovación y tecnología. Y tampoco es sorprendente que cuando entrado 1999 el mercado se convirtió nuevamente en hot, las firmas de Internet se llevaban la mayor parte del mercado de IPOs.

- Se encontró poca evidencia sobre la certeza de los modelos que sugieren que las firmas que emiten IPOs en mercados hot son firmas de mayor calidad con una mayor asimetría de información y tampoco se encontró evidencia de que el rendimiento a largo plazo de estas firmas son generalmente más débiles que las IPOs que se emiten en mercados cold. Tanto las empresas que emiten IPOs en mercados hot y cold tienen altos ratios “precio de libros sobre precio de mercado” y altas expectativas de crecimiento como es reportado por los analistas, pero los valores no difieren.
- Se verifica que mientras los prospectos para IPOs tienen altos crecimientos involucrados, pero para todas las IPOs, no más altos para las IPOs que cotizan en mercados hot que para los que se emiten en mercados cold. Más bien existe prueba de lo contrario: Las IPOs que se cotizan en hot market tienen más altos ratios mercados sobre libros y tienen una alta proporción de IPOs con pérdidas. En general cuando se realiza un seguimiento de las IPOs en los años posteriores a la emisión, el estudio encuentra muy pocas diferencias entre los rendimientos de IPOs emitidas en un hot y en un cold market, salvo en el año 5, donde se verificó un mayor ingreso operativo en las firmas que emitieron IPOs en el cold market.

- Tampoco se encuentra evidencia de que, como abunda la literatura, el pobre rendimiento a largo plazo sea una característica exclusiva de las IPOs emitidas en hot markets. Sin embargo, el estudio verifica que por lo general los inversores son sobreoptimistas en un mercado hot, porque básicamente las firmas pueden emitir una IPO y obtener mejores precios y ciertamente obtener mayor cantidad de fondos para financiamiento.

Caso Netflix

SECCION V

APROXIMACION EMPIRICA AL TEMA. EL CASO NETFLIX

5.1 LA EMPRESA

NETFLIX lanzó su sitio en la web en abril de 1998, ofreciendo alquiler y venta de Digital Video Discs (D.V.Ds). Para mayor seguridad y confianza de los usuarios en las ventas y alquileres, NETFLIX comenzó su existencia como cualquier otro video club, éste es, a través de un local en el centro de Oregon. Esto aseguró una clientela firme con la cual incursionar en el nuevo modelo de negocio, “el alquiler y venta de DVD con servicio on-line”. Así los clientes podrían seleccionar películas y Netflix enviaría a sus hogares por 7 días los títulos elegidos.

Al finalizar su primer año de operaciones, NETFLIX tenía hasta un plan diferenciado para cada tipo de cliente, de acuerdo a la frecuencia de alquiler, llamado “el club de la salud”. Esto se debió al rápido crecimiento de la empresa, ya que las ganancias crecían de U\$S 1,4 millones en el año 1998 a U\$S 152,8 millones en el 2002, fundamentalmente por los bajos costos en las adquisiciones de las películas a través de contratos con las principales compañía productoras de D.V.D.s, tales como SONY, WARNER, etc..

A medida que la base de clientes aumentaba, la necesidad de mejorar el sistema de delivery se hacía más fuerte, esto significó la primera gran expansión de la empresa. Es por eso que en el año 2003 la cantidad de centros de entrega para los clientes aumentó de forma tal que los alquileres se efectuaban de un día para el otro. En febrero del 2003 NETFLIX ya había pasado la barrera del millón de suscriptores, convirtiéndose en la empresa N°1 en el mercado de alquiler de DVDs on-line, con una cartera de más de 13.500 títulos.

5.2 EL MERCADO DE VIDEOS

El sector videográfico en EE.UU muestra señales de un cambio estructural, debido a la evolución positiva del DVD como nuevo soporte, según se refleja en los informes de ventas de las principales discográficas estadounidenses. En concreto, el formato del DVD se impuso al VHS no sólo a nivel de compras, sino también en el ámbito del alquiler.

En lo que se refiere al mercado de compra de VHS, durante año 2002 se ha producido un descenso de los principales indicadores. Así, aunque de los 1.265 títulos editados en el año 2001 para la venta directa se pasó a 1.341 en 2002, los ingresos obtenidos por la venta de videos fueron de 100 millones de dólares, muy por debajo de los 114,8 millones correspondientes al 2001. La evolución de esta cifra es paralela a otra, la del número de cintas vendidas a los consumidores, que cayó de los 12,7 millones de unidades del año 2001 a los 11,5 millones en 2002. Por contraposición, en lo referido a las compras de DVD, las cifras muestran una evolución claramente positiva: el valor de las ventas ha aumentado

Caso Netflix

de 92,2 millones de dólares del año 2001 a los 142 millones en el 2002, superando así, por vez primera, las cifras de VHS. El número de títulos en el nuevo formato pasó de 1.125 a 2.069 en 2002, y el número final de DVDs vendidos a los consumidores casi se duplicó, al pasar de los 6,8 millones de unidades en el 2001 a los 11,3 millones de unidades en 2002. Sumando estos datos, el sector de video, en lo que a compras se refiere, ha experimentado una evolución favorable, ya que se ha pasado de los 207 mil millones de dólares de facturación en el 2001 a los 242 mil millones de dólares del 2002 (casi un 20% de incremento).

En lo que se refiere al mercado del alquiler, la evolución también ha sido positiva para el DVD. En el año 2002, el total de alquileres en el mercado (VHS, DVD) fue de 10,1 mil millones de dólares, esperándose que crezca a 11,5 mil millones de dólares para el año 2007. De hecho, el número de alquileres de títulos en formato DVD pasó de los 2,5 mil millones en 2002 y se espera que llegue a los 6 mil millones en 2010. El valor de la facturación del alquiler de DVDs pasó de los 5,6 mil millones de dólares en el 2001 a los 10,4 mil millones en el 2003.

5.3 EL NEGOCIO

NETFLIX tomó nuevas y viejas tecnologías para modelar el negocio de alquiler y venta de DVDs on-line. En 1998 los reproductores de DVD eran el segmento de crecimiento mas rápido en el mercado de reproductores de video y para el año 2002, 35 millones habitantes de Estados Unidos poseían reproductores de DVD. Dado su tamaño y durabilidad, las películas en DVD podían ser enviadas por correo a bajos costos. Una vez estandarizado el envase por el cual podían ser entregados los productos, NETFLIX pudo reducir aún más sus costos haciendo que los costos de envío se redujeran.

El modelo en NETFLIX se basa en tres principios fundamentales:

- Valor (alquiler ilimitado por U\$S 20/ mes, sin costo de envío)
- Selección (más de catorce mil títulos)
- Estandarizacion (entrega de 1-2 días, alquiler pre-pago)

NETFLIX además posee dos ventajas comparativas:

La primera de ellas es que NETFLIX pudo apalancar el rápido crecimiento de su base de usuarios al entrar en convenio de ganancias con las principales discográficas lo cual significó una caída en los costos de adquisición de DVDs, permitiéndole reducir los precios a los consumidores finales.

La segunda ventaja consiste en la eficiencia del sistema operacional que permite mejorar la calidad y eficiencia del servicio. El programa desarrollado por NETFLIX permite automatizar el proceso de búsqueda y distribución de los títulos (de DVD) entre los distintos centros de distribución de la empresa, permitiendo a la misma reducir el tiempo promedio de entrega de 5 días (la competencia) a 1-2 días que es el plazo que demora NETFLIX para el delivery.

Caso Netflix

5.4 NETFLIX EN EL MERCADO DE CAPITALES

5.4.1 PRIMER INTENTO FALLIDO DE EMITIR LA IPO (AÑO 2000)

El primer intento de Netflix para hacer la colocación de una IPO no fue exitosa. La misma ocurrió a principios del 2000 con un mercado “hot”, muy favorable, sin embargo fue muy difícil para la compañía convencer a los bancos para que creyeran en el modelo de Netflix. La percepción era que existían bajas barreras para entrar al negocio y que el mercado de DVD online era un nicho fácil de explotar por otras compañías.

Como podemos apreciar no se cumple en este caso la hipótesis de Ibbotson y Jaffe respecto a que para una empresa es conveniente emitir en un cold issue market. Tampoco vemos que es tan cierto y amplio el criterio de que los bancos de inversión siempre recomiendan invertir cuando el mercado está “hot” sino que también se fijan obviamente en los flujos de la compañía y el negocio en el cual la misma está inmersa. Vemos que a pesar de que Netflix estaba teniendo significativas tasas de crecimiento esperado, la compañía se encontraba perdiendo plata a ese momento y los bancos de inversión en general no creyeron en el proyecto.

El banco que se pudo conseguir para ser el underwriter fue el Deutsche Bank que tenía un buen nombre en el mercado de medios de comunicación y de acuerdo con Mc Carthy, uno de los directores de la compañía, fué lo mejor que se pudo conseguir. Además es dable destacar cómo el contacto con el Deutsche se hizo por relaciones de confianza dado que Mc Carthy conocía al presidente del banco de sus días en Williams College.

El 18 de abril de 2000 se completó el primer formulario S-1 prospecto ante la SEC, mientras que 4 meses después se retiró el mismo. Una combinación de factores produjeron ese hecho, incluyendo las conclusiones del Departamento de Research del banco de inversión así como una caída significativa del mercado.

Sin embargo, Mc Carthy comenta que ellos hubieran salido al mercado si los analistas no hubiesen decidido retirarse. De todas maneras, considera que fue un hecho afortunado no emitir la IPO en ese momento porque el precio inicial del stock iba a caer en forma significativa y la compañía iba a tener grandes problemas para lograr los objetivos de financiamiento iniciales.

En realidad, la compañía necesitaba por aquel entonces un financiamiento de 50 millones de dólares para evitar la bancarrota. Al final, ese financiamiento fue conseguido el 12/4/00 por fuera del mercado de capitales. Como señala Mc Carthy, en ese momento los

balances eran preparados con una cosmética especial lo cual era algo verdaderamente difícil por la mala situación en que se encontraba la firma. La empresa quería salir al mercado con una IPO basado en cuestiones publicitarias que en verdad nada tenían que ver con la realidad de una empresa que estaba dando continuamente pérdidas.

Caso Netflix

Por lo tanto, como vemos en el caso Netflix, en verdad la existencia de hot o cold issue markets no garantiza el éxito de una emisión, dado que mucho tiene que ver la solidez de la firma para emitir una IPO. El mercado puede pasar de hot a cold o viceversa rápidamente y el éxito de la emisión depende mucho de la solidez de la empresa y de lo preparada que esté para emitir una IPO. En aquel entonces (año 2000) no era el tiempo de Netflix para salir a oferta pública.

5.4.2 EMISION EXITOSA DE LA IPO (AÑO 2002)

5.4.2.1 SUBVALUACION EN EL CASO NETFLIX

La IPO se emitió finalmente con éxito el 23 de Mayo de 2002. De acuerdo a lo que podemos apreciar para esta compañía ha existido subvaluación para la acción emitida aunque la misma no es tan significativa como demuestran otros estudios citados referente a este tema. La compañía colocó 5.5 millones de acciones a 15US\$, incluyendo 825.000 acciones (15%) como un “Green Shoe” over allotment. La primera operación tuvo lugar a las 10.30 AM de ese día a un precio de 18US\$ y cerró el primer día de trading a 16.75US\$. Por lo cual podemos apreciar que la subvaluación no ha sido tan significativa. Ello se pudo haber debido a la reputación de Merrill Lynch como underwriter.

Es interesante observar el concepto de lo que significa Green Shoe over allotment. Antes que nada lleva el nombre de “Green Shoe” porque ésta es la primera compañía que efectuó un over allotment en su IPO. Un over allotment es un número de acciones por encima del número planeado en la IPO que el underwriter puede comprarle a la compañía y vender luego al precio de mercado si tiene la demanda para hacerlo. En la práctica, al tiempo de la IPO, el underwriter usualmente vende “short” un número de acciones igual al monto del over allotment, lo cual significa que el underwriter no toma posesión de esas acciones. Si el precio de la acción sube, el underwriter al tener un call, lo que hace es ejercer la “over allotment option” para comprar estas acciones de la compañía a los efectos de cubrir su short position. Sin embargo, si el precio comienza a caer, el underwriter no ejerce la opción de over allotment y usa el resultante en cash del cobro de la short position, para comprar acciones en el mercado abierto a los efectos de cerrar su posición.

5.4.2.2 UNDERPERFORMANCE EN EL CASO NETFLIX

Dado que al 17/11/03 sólo transcurrió 1 año y medio desde la emisión de la IPO y estando la acción cotizando a 46.77 dólares no se observa que exista al día de hoy underperformance. De todas maneras, las series de tiempo que se toman para medir el underperformance son series de 5 años, con lo cual no se puede aseverar la no existencia de underperformance en el caso de Netflix.

5.5 UNDERWRITER DE LA IPO

El underwriter de la IPO fue Merrill Lynch, un banco de primera línea en este rubro. Esto explicaría por qué la subvaluación no fue muy significativa.

5.6 EVIDENCIAS Y CONCLUSIONES DEL CASO NETFLIX

Evidentemente Netflix optó por recurrir al mercado de capitales para obtener financiamiento a través de la emisión de una IPO, dado que el financiamiento logrado a través de este instrumento era más económico y además se lograba un importante impacto de marketing teniendo la empresa cotizando en oferta pública. Todo ello conlleva a considerar las ventajas y desventajas que tiene una emisión de una IPO en el mercado de capitales.

Lo que se manifiesta claramente en el caso de Netflix es la tensión que conlleva organizar una IPO, dados todos los enormes intereses en juego que se colocan sobre la mesa los cuales fueron explicados en profundidad más arriba. Esos intereses en juego tienen que ver con las anomalías que se pueden describir en el mercado a partir de lo que significa emitir una IPO.

Vamos a resumir las conclusiones empíricas básicas a las cuales podemos arribar luego de estudiar en profundidad el caso de Netflix, lo cual nos queda como enseñanza después de toda la literatura abordada.

- No se puede generalizar si a una compañía le conviene emitir una IPO en un hot o cold issue market, cuando mucho depende de lo preparada que esté la firma y la situación de la industria en cuestión.
- Netflix intentó colocar en un primer intento la IPO a principios del 2000 y cuatro meses después tuvo que retirar el prospecto de la SEC dado que estaba destinado al fracaso. Se debe evaluar todo lo que rodea a una IPO con un criterio flexible y no caprichoso. Si Netflix hubiera seguido con ese proceso de IPO, seguramente hubiera recibido un duro castigo en el mercado.
- La subvaluación de la IPO mucho tiene que ver en su magnitud con la reputación del banco de inversión. Por todo lo abordado en el trabajo, se comprueba que en el caso de Netflix al intervenir una institución financiera de primera línea y gran reputación, la subvaluación no fue muy importante.
- En el Road Show es sumamente interesante lo que hicieron Hastings (CEO) y Mc Carthy, uno de los directores. Los banqueros habían “building the book” tomando órdenes de potenciales compradores del stock. De las más de 70 personas influyentes que participaron en el road show, ellos tomaron una lista de los top-10 que eran los que más interesados estaban en la IPO y los que iban a tener la mayor parte de la colocación. De esta manera se aseguraban un mínimo de éxito en la emisión.

- El equipo de trabajo de Netflix determinó dirigir una pequeña proporción de la colocación a vendedores y otros agentes que aseguraron el éxito de la colocación y decidieron no ofrecer estas “directed shares” a familiares o empleados. Esto es importante para estimular a los agentes para prodigarse en el éxito de la IPO.
- Para evitar una pérdida enorme a los inversores por el underperformance, todos los tenedores de acciones que tenían stocks antes de la IPO (incluyendo managers, empleados, directores e inversores de venture capital) firmaron un acuerdo prohibiéndose vender en el mercado secundario acciones de la empresa antes de los 180 días de la IPO. A pesar de que la SEC no obliga a firmar este tipo de acuerdos, los underwriters en general puntualizan la importancia de estos contratos para evitar fluctuaciones muy grandes de precios que pueden perjudicar a los inversionistas.
- Es muy importante determinar un precio justo. La compañía obviamente se beneficia con un precio alto dado que obtiene más dinero de la colocación. Además un precio alto refleja confianza en la demanda posterior en el mercado secundario. Pero esto tiene su contrapartida: Un precio alto significa también riesgo y si el stock cae pronunciadamente en el mercado secundario, la reputación tanto de la compañía como del banco de inversión está en peligro. Los underwriters tienen la dificultosa función de conformar a dos partes contrapuestas en sus intereses: la empresa, la cual se financia a través de la IPO y los inversores con quienes el banco de inversión interactúa sobre una base repetitiva.
- Una IPO conlleva todas las ventajas que expusimos, entre ellas aumentar el prestigio de la empresa al cotizar en oferta pública. Pero tenemos que tener en cuenta que aumentan todos los riesgos relacionados con una exposición pública importante. Es el caso de Netflix que promocionaba sus productos asociado con una marca de popcorn, por el cual productos de Netflix aparecían en la caja de popcorn. No tuvieron en cuenta que los videos eran presentados en esa publicidad con la cara de actores y de películas, sin pedirles el permiso a las firmas involucradas como para hacer publicidad. La compañía tenía dos opciones:
 - a. Eliminar la promoción en las cajas de popcorn rompiendo el contrato con la otra parte y, por lo tanto, teniendo que pagar una indemnización importante; o
 - b. Tomar el riesgo de ser llevada a la corte por las empresas cinematográficas y por los abogados que representaban a los actores.

Cualquier acción respecto a este tema que la compañía adoptara iba a tener un costo del 10% del valor de la empresa, todo producido antes del primer día de la IPO. ¿Qué se hace en este caso?. ¿Se expone ante el banco de inversión la

Caso Netflix

realidad de la situación rompiendo todos los lazos de confianza ya asentados entre las dos partes o se la esconde?

Estos son todos conflictos, apuestas y desafíos de una IPO.

Mercado argentino

SECCION VI

6.1 ANALISIS ILUSTRATIVO DE LAS ANOMALIAS DE MERCADO PARA IPOs APLICADO AL MERCADO ARGENTINO

Se efectuó un seguimiento de las IPOs emitidas en la década del '90 en el mercado argentino. En total se emitieron veinte IPOs y hemos tratado de determinar si los conceptos de underpricing y underperformance estuvieron presentes también al estudiar el mercado argentino.

Cabe destacar que este análisis es sólo ilustrativo, dado que no se cuentan con la suficiente cantidad de emisiones como para poder establecer conclusiones estadísticas más confiables, como las que se pueden extraer de Ritter para el mercado americano (ver ilustración I).

En la *ILUSTRACION XVI* presentamos en la columna “Conclusión I” los resultados del análisis en lo que tiene que ver con el underpricing, mientras que en la columna “Conclusión II” presentamos los resultados para el mercado argentino que tiene que ver con el underperformance.

En la *ILUSTRACION XVII* describimos cada especie, con el nombre o emisor y la actividad en la cual la empresa está involucrada.

Como podemos apreciar en la Ilustración I en el período que corre entre 1990 y el año 2001, Ritter para el mercado americano toma como muestra un total de 4267 IPOs, mientras que en el mercado argentino tenemos solamente 20 en el mismo período.

A pesar de lo meramente ilustrativo del modelo por las pocas IPOs emitidas en el período en la Argentina, hemos tratado de seguir el mismo esquema para determinar la existencia o no de underpricing y underperformance.

Vayamos entonces a la Ilustración XVI y vamos a explicar lo que describimos en cada columna:

- **ESPECIE**: Es el nombre de la acción que está representado en el gráfico por el símbolo con el cual se conoce al stock en el mercado de capitales argentino.
- **PRECIO DE OFERTA**: Es el precio con que la acción salió a cotizar al mercado de capitales.
- **CIERRE**: Es el precio de cierre de la especie el primer día de trading sin efectuar en el mismo ningún tipo de ajuste.

Mercado argentino

ILUSTRACION XII **ANALISIS IPOs DE LOS '90 EN EL MERCADO ARGENTINO** **UNDERPRICING Y UNDERPERFORMANCE**

ESPECIE	FECHA	PRECIO OF	CIERRE	CIERRE AJUST	CONCLUSIÓN I %
BHIP	28/01/1999	7,00	7,45	7,23	6,43%
BRIO	10/10/1997	7,50	8,20	6,13	9,33%
BSUD	12/11/1993	13,00	14,80	11,18	13,85%
CAPX	08/09/1994	N.A.	6,55	6,55	N.A.
CECO	27/12/1993	2,40	2,92	1,25	21,67%
CEPU	01/12/1993	5,00	5,80	3,52	16,00%
CITI	22/12/1993	4,98	5,27	2,89	5,82%
DYCA	17/10/1994	4,30	4,35	1,62	1,16%
ERAR	03/05/1996	2,13	2,25	2,00	5,88%
GGAL	21/07/2000	N.A.	1,60	1,60	N.A.
METR	23/11/1994	1,30	1,18	0,55	-9,23%
PBE	25/01/2000	N.A.	1,78	1,77	N.A.
REP	30/11/1999	N.A.	21,85	20,42	N.A.
STD	05/04/2000	N.A.	10,50	9,36	N.A.
TEAR	02/01/1992	2,40	2,88	0,94	20,00%
TECO	30/03/1992	4,20	4,33	2,96	3,10%
TEF	03/07/2000	N.A.	22,00	19,67	N.A.
TGSU	13/05/1994	2,70	2,71	1,45	0,37%
YPFD	07/07/1993	19,00	20,65	13,05	8,68%
TS	16/12/2002	N.A.	8,24	6,28	N.A.

Mercado argentino

ILUSTRACION XII
ANALISIS IPOs DE LOS '90 EN EL MERCADO ARGENTINO
UNDERPRICING Y UNDERPERFORMANCE

ESPECIE	CIERRE AL FINAL	RETORNO %	RET MERC %	CONCLUSION II	DIF CON MERC %
BHIP	6,50	-10,15%	167,87%	UND	-157,72%
BRIO	1,90	-69,00%	-49,74%	UND	-19,26%
BSUD	3,20	-71,38%	-7,80%	UND	-63,58%
CAPX	3,30	-49,62%	-16,04%	UND	-33,58%
CECO	1,79	43,14%	-21,88%	NO UND	65,02%
CEPU	2,38	-32,28%	1,37%	UND	-31,21%
CITI	3,25	12,46%	-17,78%	NO UND	30,24%
DYCA	1,00	-38,46%	-15,19%	UND	-23,27%
ERAR	2,26	12,98%	-21,52%	NO UND	34,50%
GGAL	1,81	12,84%	89,36%	UND	-76,52%
METR	0,69	24,98%	5,35%	NO UND	19,63%
PBE	2,75	55,28%	74,74%	UND	-19,46%
REP	51,50	152,20%	83,66%	NO UND	68,54%
STD	32,40	246,08%	79,59%	NO UND	166,49%
TEAR	2,08	120,49%	-19,48%	NO UND	139,97%
TECO	3,86	30,37%	-2,89%	NO UND	33,26%
TEF	40,00	103,39%	91,61%	NO UND	11,78%
TGSU	1,58	9,19%	-1,76%	NO UND	10,95%
YFPD	22,59	73,15%	51,76%	NO UND	21,39%
TS	8,60	36,92%	101,15%	UND	-64,23%
					112,94%

Retorno promedio por encima del Benchmark por especie

5.65%

Mercado argentino

ILUSTRACION XIII

DESCRIPCION DE CADA ESPECIE

SIMBOLO	EMISOR O NOMBRE	SECTOR
---------	-----------------	--------

BHIP	BANCO HIPOTECARIO S.A.	ACTIVIDADES FINANCIERAS Y BURSATILES
BRIO	BANCO RIO DE LA PLATA S.A.	ACTIVIDADES FINANCIERAS Y BURSATILES
BSUD	BANCO BANSUD S.A.	ACTIVIDADES FINANCIERAS Y BURSATILES
CAPX	CAPEX S.A.	ELECTRICIDAD
CECO	CENTRAL COSTANERA S.A.	ELECTRICIDAD
CEPU	CENTRAL PUERTO S.A.	ELECTRICIDAD
CITI	TELEFONICA HOLDING DE ARGENTINA	HOLDING
DYCA	DYCASA S.A.	CONSTRUCCION
ERAR	SIDERAR S.A.	INDUSTRIA METAL Y SIDERURGICA
GGAL	GRUPO FINANCIERO GALICIA	ACTIVIDADES FINANCIERAS Y BURSATILES
METR	METROGAS S.A.	PETROLEO Y GAS
PBE	PETROBRAS ENERGIA PARTICIP.	INVERSORA Y FINANCIERA
REP	REPSOL YPF S.A.	PETROLEO Y GAS
STD	BANCO SANTANDER CENTRAL	ACTIVIDADES FINANCIERAS Y BURSATILES
TEAR	TELEFONICA DE ARGENTINA	TELECOMUNICACIONES
TECO	TELECOM ARGENTINA STET-F	TELECOMUNICACIONES
TEF	TELEFONICA S.A.	TELECOMUNICACIONES
TGSU	TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR S.A.	GAS NATURAL
YPFD	YPF S.A.	PETROLEO Y GAS
TS	TENARIS S.A.	ACERO

Mercado argentino

- **CIERRE AJUSTADO**: Es el precio de cierre ajustado por dividendos el primer día de operaciones de la acción.
- **CONCLUSION I**: En esta columna se determina si hubo o no subvaluación para cada especie. Es el retorno del primer día de operaciones medido en porcentaje que surge de obtener la diferencia entre el precio de oferta de la acción y el precio de cierre del primer día de operaciones.

- **CIERRE 1º MES**: Se refleja el precio de cierre de la especie al primer mes de operaciones.
- **CIERRE 2º MES**: Se refleja el precio de cierre del papel al segundo mes de operaciones.
- **CIERRE AL FINAL**: Es el precio de cierre del papel a los cinco años de haberse emitido o el 10/12/2003 el que sea antes.
- **RETORNO**: Es el retorno que surge de comprar y mantener en cartera la acción por cinco años o hasta el 10/12/2003 el que fuera anterior (en caso de que la especie no tenga cinco años de permanencia en el mercado). Por ende, es calculado como la diferencia entre el precio de cierre del primer día de operaciones para la acción y alguno de los siguientes precios, el que se dé antes: El precio del día del quinto aniversario de la IPO y el 10/12/2003.
- **RETORNO MERCADO**: Es el retorno del Merval considerado para exactamente el mismo período en el cual se determinó el retorno de la especie.
- **CONCLUSION II**: Se determina si existió underperformance. En caso de que el retorno del mercado sea mayor que el retorno del papel, concluimos que existió underperformance, en cambio, cuando el retorno de mercado es menor que el retorno del papel, no existió underperformance
- **DIFERENCIA CON MERCADO**: Es la diferencia entre el retorno de la acción y el retorno del Merval considerando exactamente el mismo período. Figurativamente, si en la columna anterior se considera si hubo underperformance o no, en esta columna determinamos cuánto fue el under o el outperformance de la acción con respecto al mercado. Cuando tenemos un número con signo negativo existió un underperformance, en cambio, cuando el resultante en esta columna es un número positivo tenemos un rendimiento de la acción que superó al mercado.

Mercado argentino

CONCLUSIONES PRINCIPALES

CONCLUSION I Sobre las 20 IPOs, obtuvimos los precios de offering de 13. Sobre estas trece IPOs, hemos notado la existencia de la subvaluación en 12 de las mismas. Únicamente en Metrogas no hemos podido probar la existencia de la subvaluación (-9.23%). Sacando el caso de METR (un outlier en nuestro análisis), la subvaluación promedio fue de un 8.64%. Por lo tanto, se concluye de que se puede probar que las IPOs

emitidas en el período en el mercado argentino, consistentemente se subvaluaron al momento de la emisión.

CONCLUSION II: Referente al underpricing, ya las conclusiones no afloran tan fácilmente. Considerando las 20 IPOs, y comparando los retornos de cada especie con los retornos del benchmark (Merval), concluimos que sobre las 20 IPOs, 9 aparecen describiendo un underperformance, mientras que 11 no siguen esa trayectoria del underperformance, siendo que los retornos por acción en estos casos supera los retornos del mercado. La especie que describió un underperformance mayor con respecto a su benchmark fue BHIP con 157.72%, mientras que la especie que logró superar más claramente su benchmark fue STD con el 166.49%.

Para ver más claramente la evolución de cada acción presentamos todos los gráficos de evolución de cada especie y su benchmark. Allí podemos apreciar en todo el período determinado para estudiar la evolución comparativa de la acción con el Merval, cómo fue el comportamiento de cada acción con respecto a su benchmark.

Como conclusión, no podemos aseverar la existencia de underperformance para las 20 IPOs emitidas en el período que va desde 1992 hasta el 2002 (la última fue Tenaris, 16/12/2002).

Mucho se podrá especular de por qué en los mercados internacionales desarrollados se prueba la existencia consistente de underperformance, mientras que en el mercado argentino no.

No se debe olvidar que en Argentina considerar un período que va desde 1992 hasta el 2002 es hablar de tiempos en los cuales operaron de un momento a otro enormes cambios afectando drásticamente la economía del país y las reglas de juego de los mercados, muy en especial, del mercado de capitales.

Por ende, es muy difícil aislar un fenómeno determinado como es el underperformance de las IPOs de una realidad tremendamente cambiante donde la misma seguridad jurídica, económica y social se puso desde su esencia en tela de juicio.

Creo que lo que podemos aprender de esta experiencia de las IPOs emitidas en el mercado argentino es que se puede analizar la performance de grupos de acciones, en

Mercado argentino

este caso las IPOs, y sacar conclusiones universales, cuando existe estabilidad y reglas de juego claras. En verdad, en el caso de las emisiones en Argentina, habría que analizar empresa por empresa, papel por papel (esquema que excede este trabajo) para determinar por qué no se observa el underpormance de todas las IPOs tan mencionado en la literatura financiera.

Es dable observar otro dato: si obtenemos el promedio de la performance de todas las IPOs consideradas con respecto a sus benchmarks, ese resultado nos da +5.65%. Lo cual nos dice que en promedio las IPOs tuvieron un rendimiento superior al mercado en ese

porcentaje. Si consideramos que en muchos casos (13 de los 20) se consideró un período de tiempo en la medición de 5 años y en otros cuatro, tres, etc., un rendimiento superior de la acción sobre el mercado en ese 5.65%, implica un retorno anual para cada especie promedio un poco superior al 1.13% sobre el benchmark, lo cual no es muy significativo y marca la paridad promedio del rendimiento de las IPOs con respecto a sus benchmarks.

Finalmente, como hace Rock cuando efectúa su análisis para las IPOs desde una óptica sectorial, podemos encontrar algunas regularidades. Por ejemplo, de las cuatro IPOs que desarrollan actividades financieras y bursátiles, tres describieron un underperformance, mientras que sólo una no lo hizo (Banco Santander Central). Cabe aclarar que se consideró para medir el underperformance para STD un período sensiblemente menor de unos tres años y medio aproximadamente. Se puede decir que en el caso de este sector sí podemos observar en series largas una tendencia a tener retornos más bajos que el benchmark. PBE que es inversora y financiera también tuvo un underperformance de un 20% aproximadamente.

Veamos el tema de las IPOs relacionados con la industria de la electricidad. CAPX y CEPU describen un underperformance de entre 31% y 34%, mientras que CECO tiene un rendimiento superior al Merval en un 65%. En este caso existe homogeneidad de períodos y no podemos sacar una conclusión sectorial.

Si observamos el sector de telecomunicaciones, nos vamos a encontrar con TEAR, TECO y TEF. Las tres especies superan en rendimiento al benchmark, por lo cual para este sector se puede decir que notoriamente no existió el underperformance.

Veamos qué ocurre con el petróleo y el gas. Aquí nos encontramos con TGSU e YPF. El retorno de TGSU supera al benchmark en 10.95% mientras que el rendimiento de YPF supera al benchmark en 21.39%. Tampoco en este sector podemos hablar de la existencia de un underperformance.

Como podemos apreciar, parecería que es muy esclarecedor estudiar en el mercado las IPOs por sectores, dado que si bien nos vamos a encontrar con excepciones, los datos empíricos parecen indicar que cada sector se mueve con identidad propia con respecto al benchmark. Cuando Rock determinó que el “hot issue market” se da consistentemente en el período por él tomado para las IPOs emitidas con relación a la industria de recursos

Mercado argentino

naturales, nos está queriendo decir algo de esto en cuanto a la importancia del análisis sectorial.

Mercado argentino

GRAFICOS EVOLUCION DE CADA ESPECIE Y SU BENCHMARK

BHIP, BRIO, BSUD, CAPX, CECO, CEPU, CITI, DYCA, ERAR, GGAL, METR
PBE, REP, STD, TEAR, TECO, TEF, TGSU, YPFD, TS

En cada especie primero colocas la evolucion del precio de la especie y despues el grafico
Merval que corresponde al benchmark de cada especie

Evolución precio BHIP

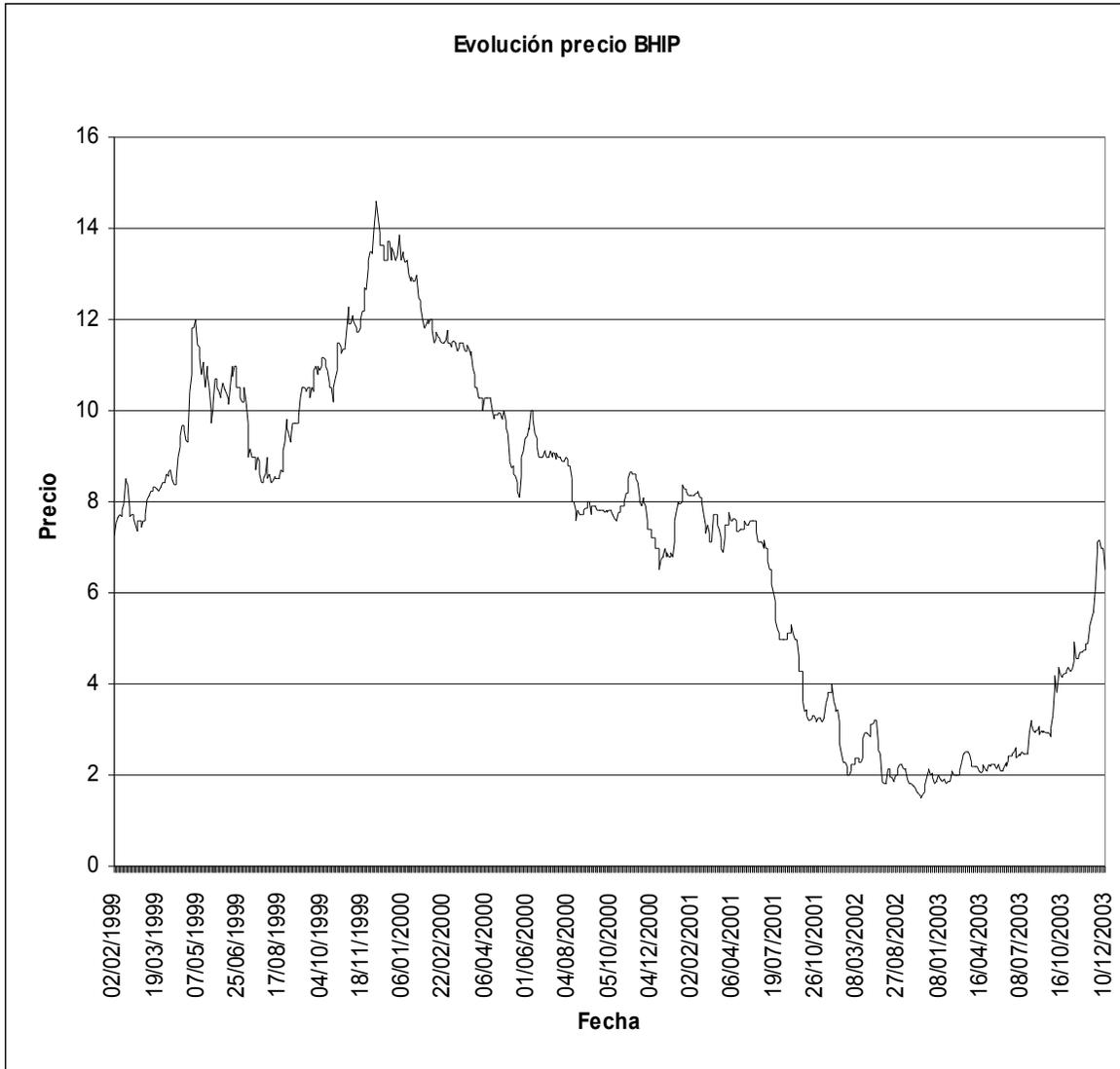
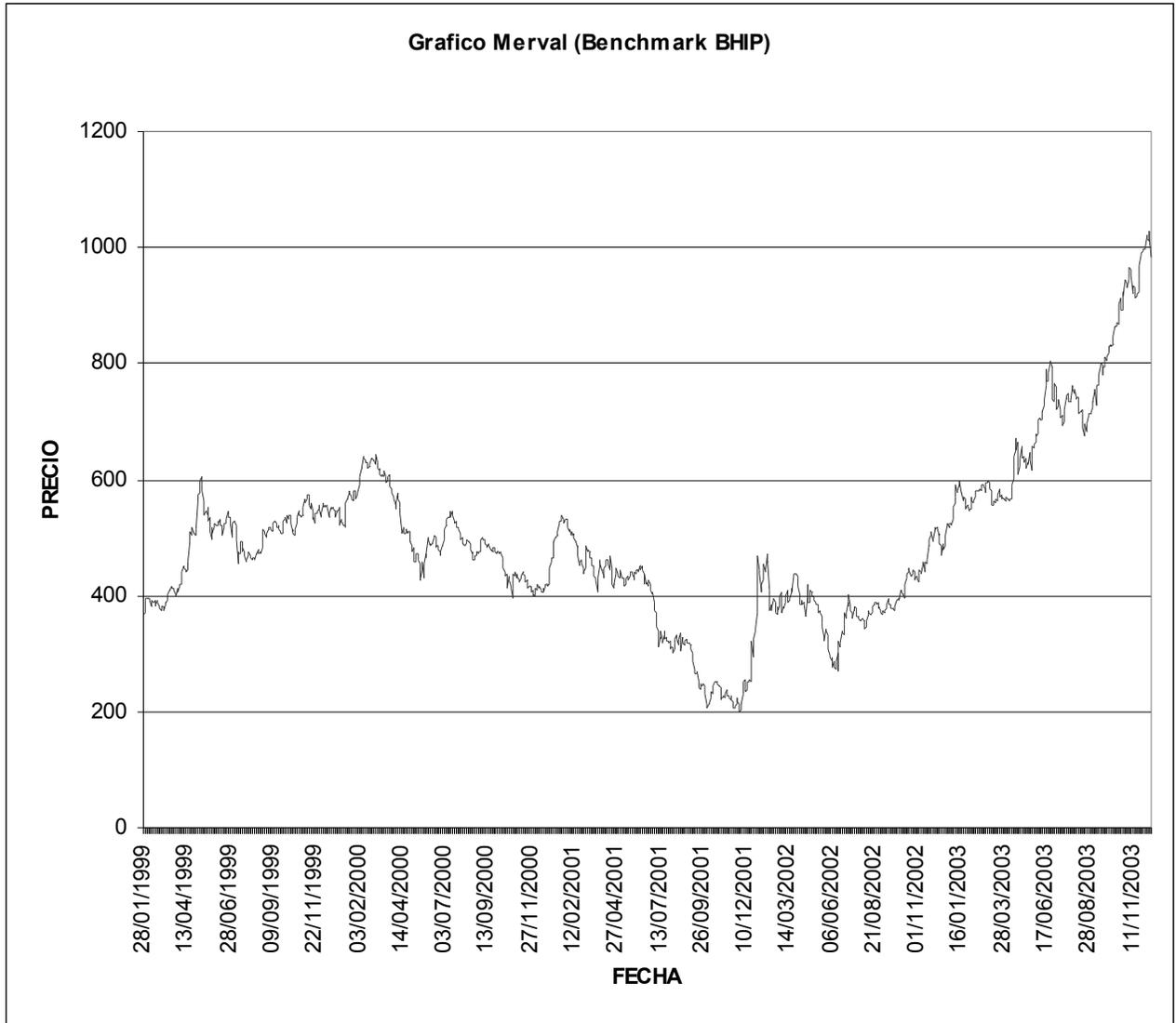


Gráfico Merval (Benchmark BHIP)



Evolución precio

BRIO

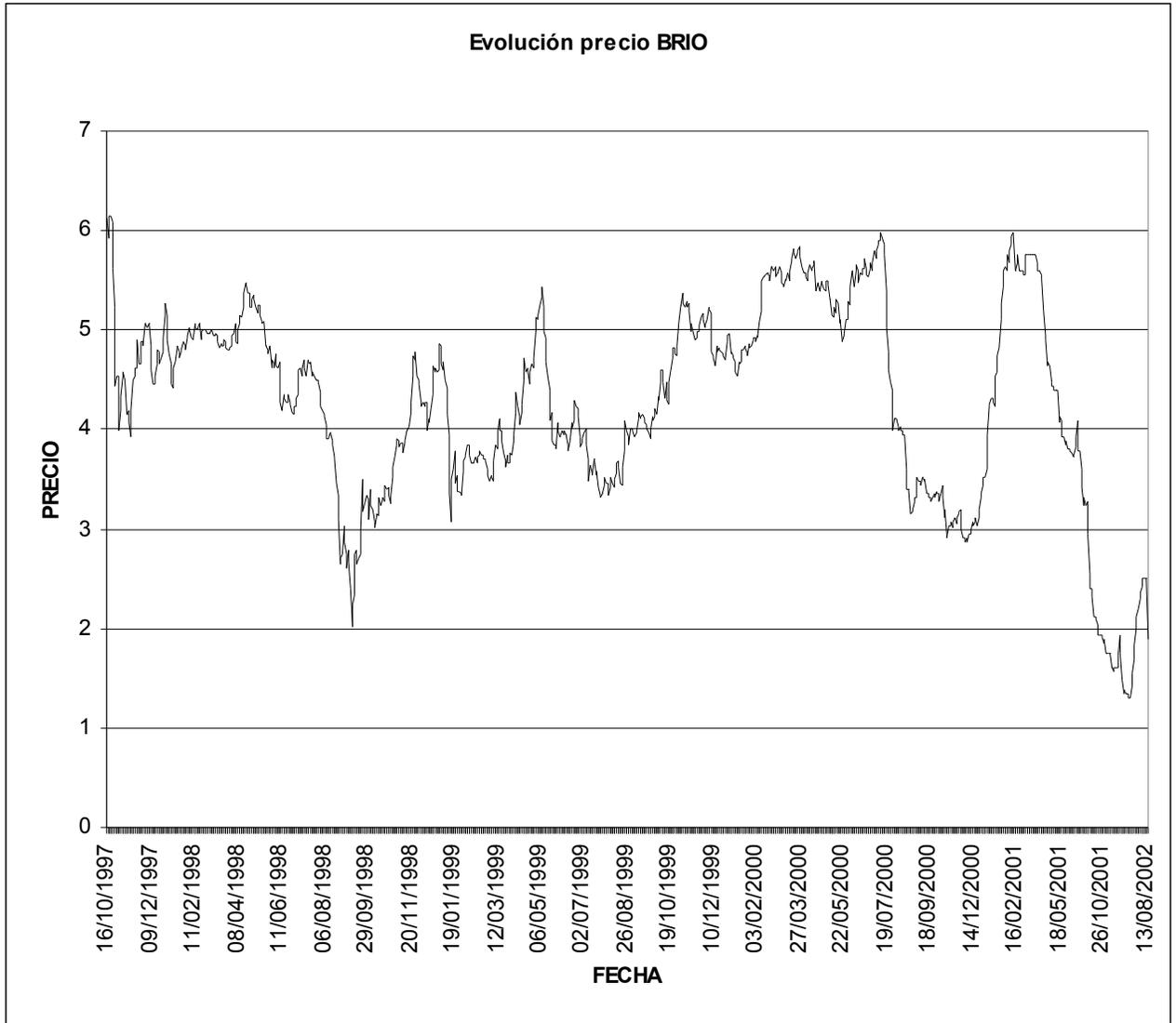
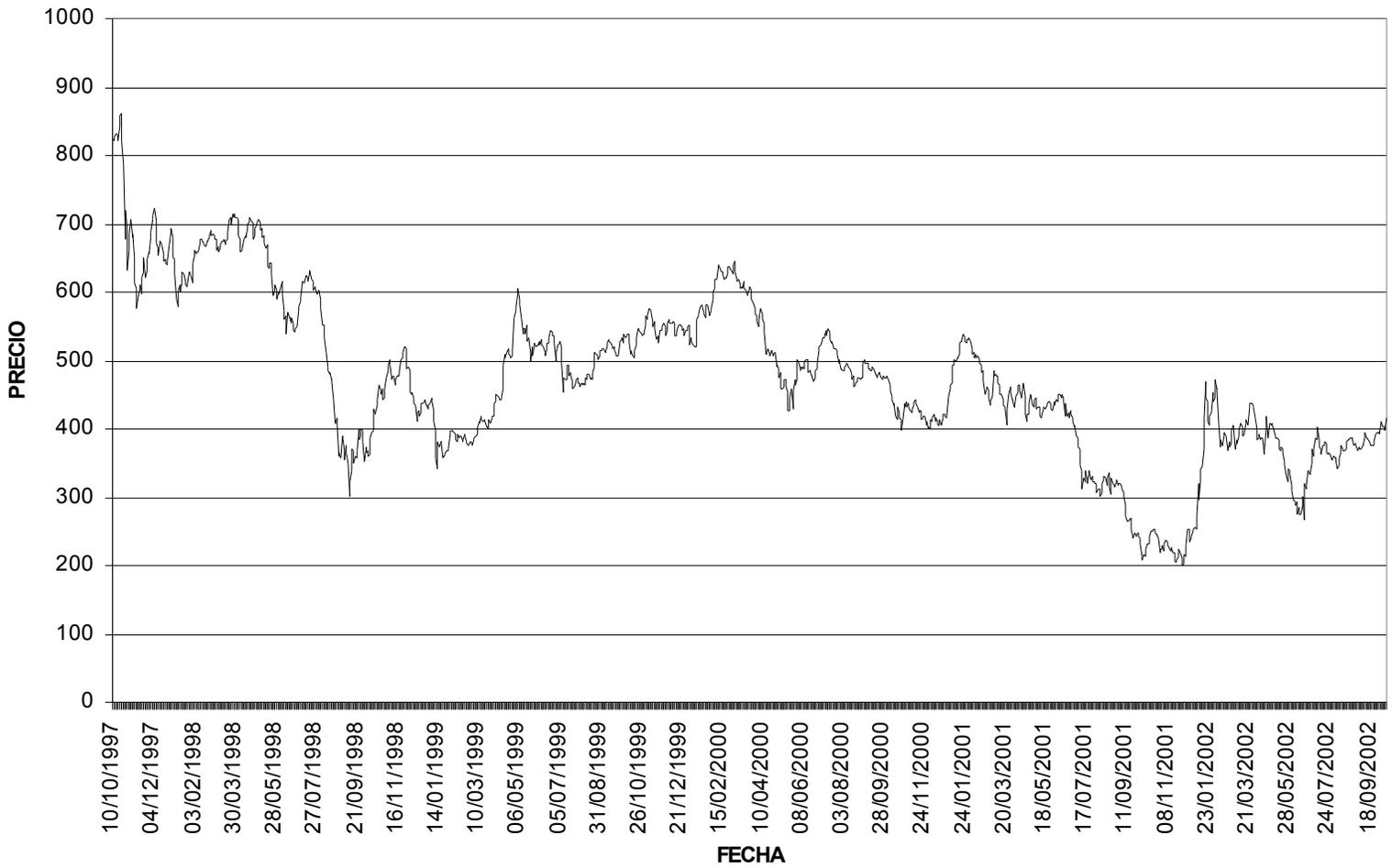


Gráfico Merval (Benchmark BRIO)

Gráfico Merval (Benchmark BRIO)



BSUD

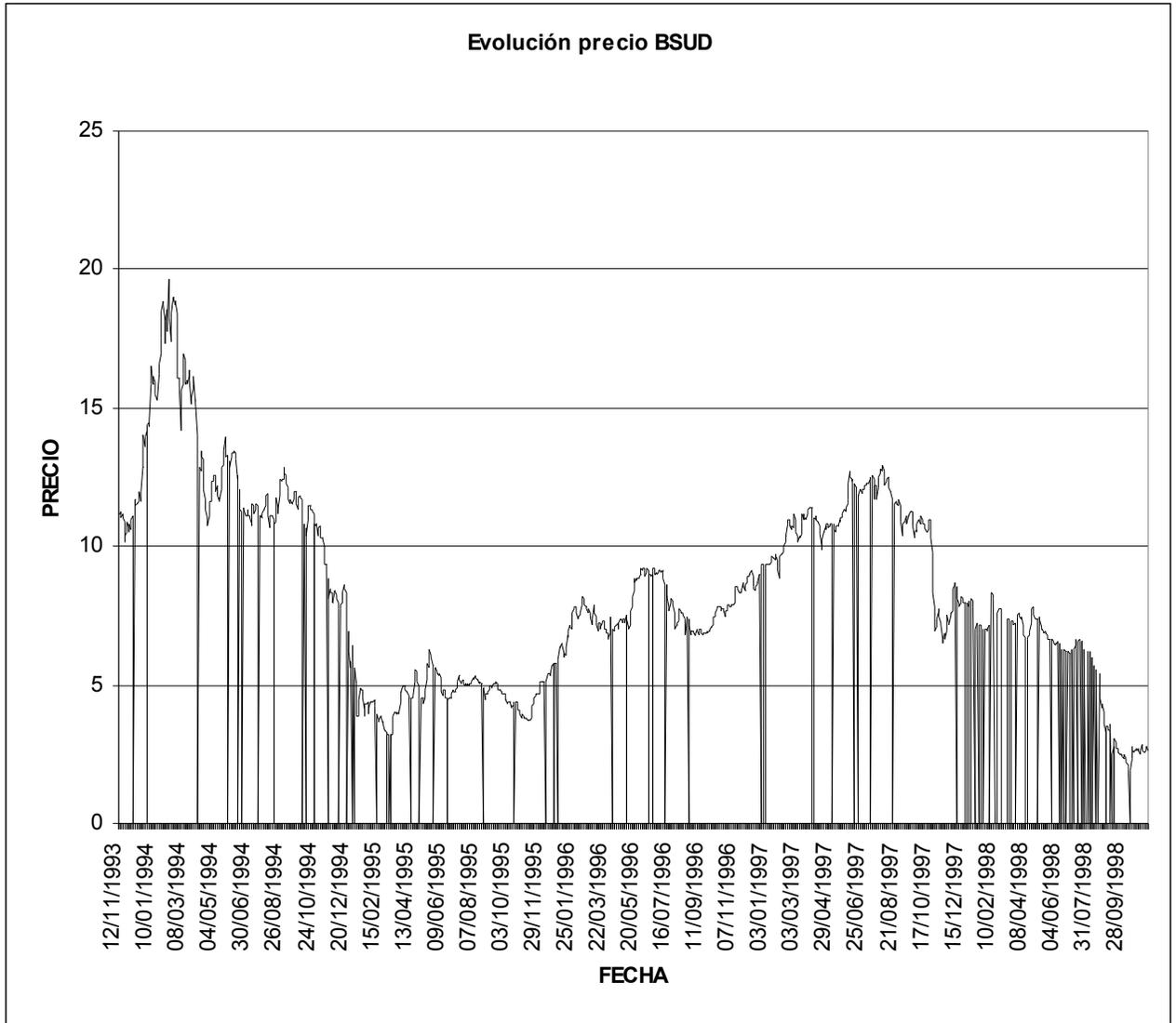
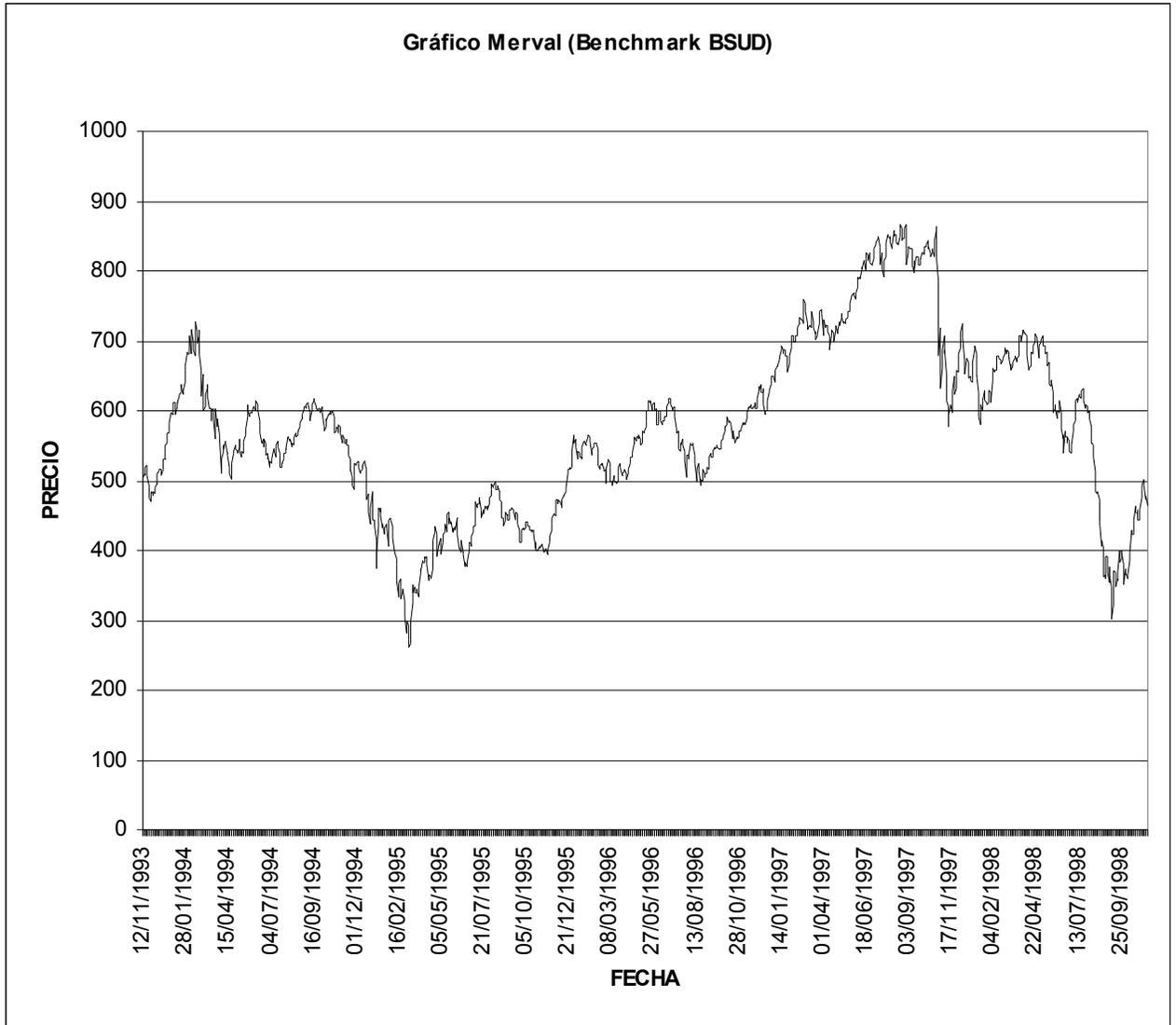


Gráfico Merval (Benchmark BSUD)



Evolución precio CAPX

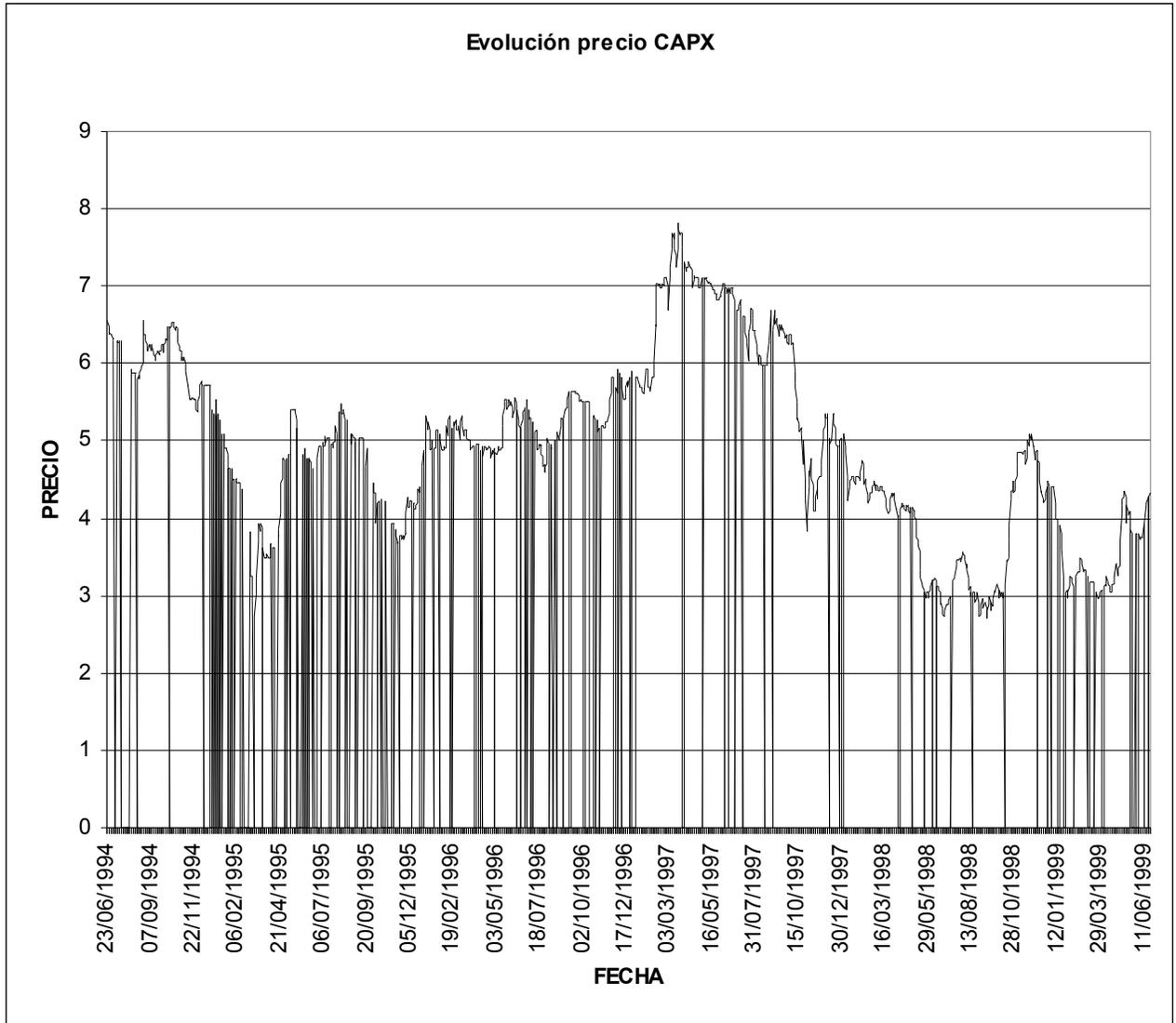
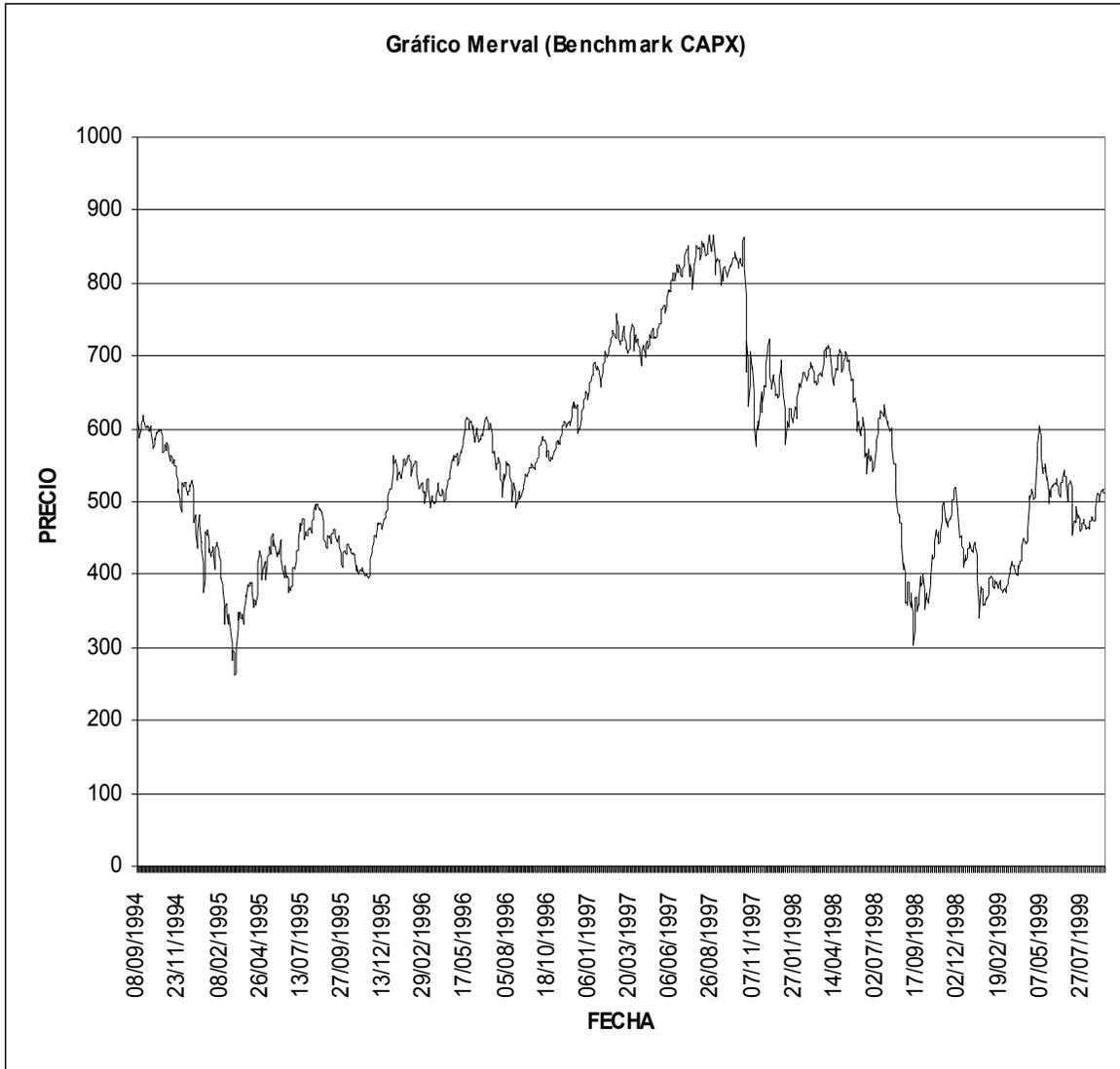


Gráfico Merval (Benchmark CAPX)



Evolución precio CECO

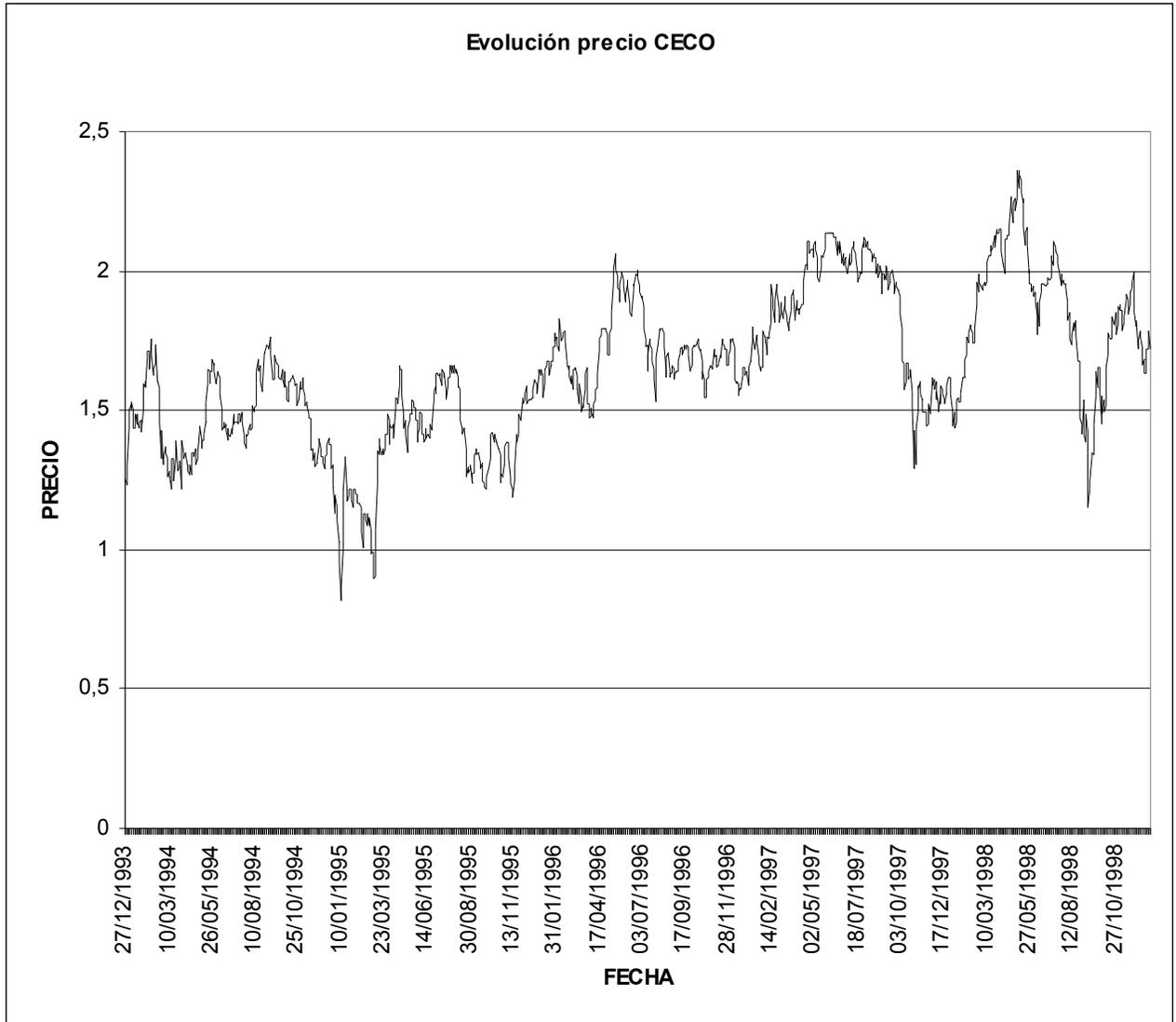
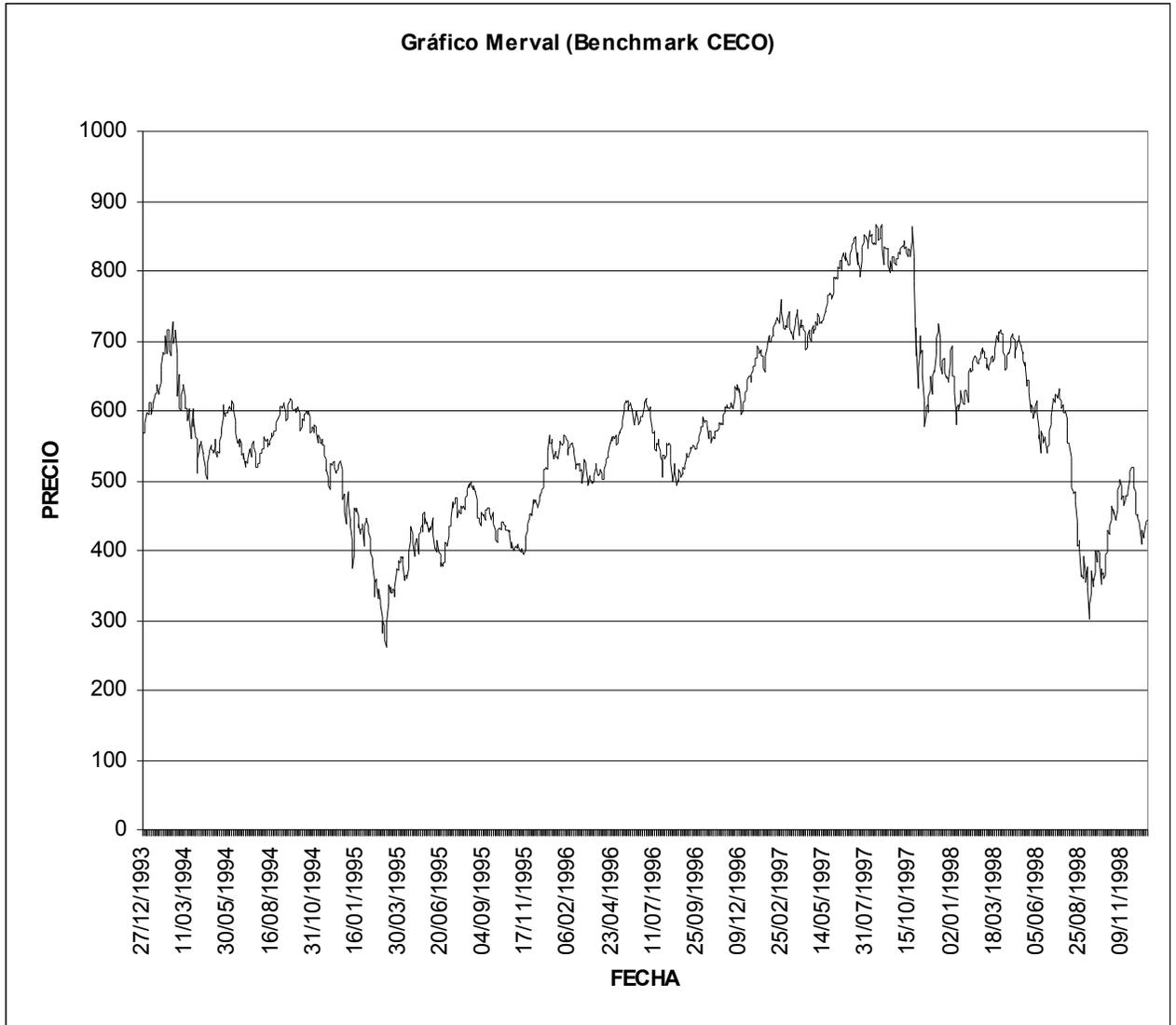


Gráfico Merval (Benchmark CECO)



Evolución precio CEPU

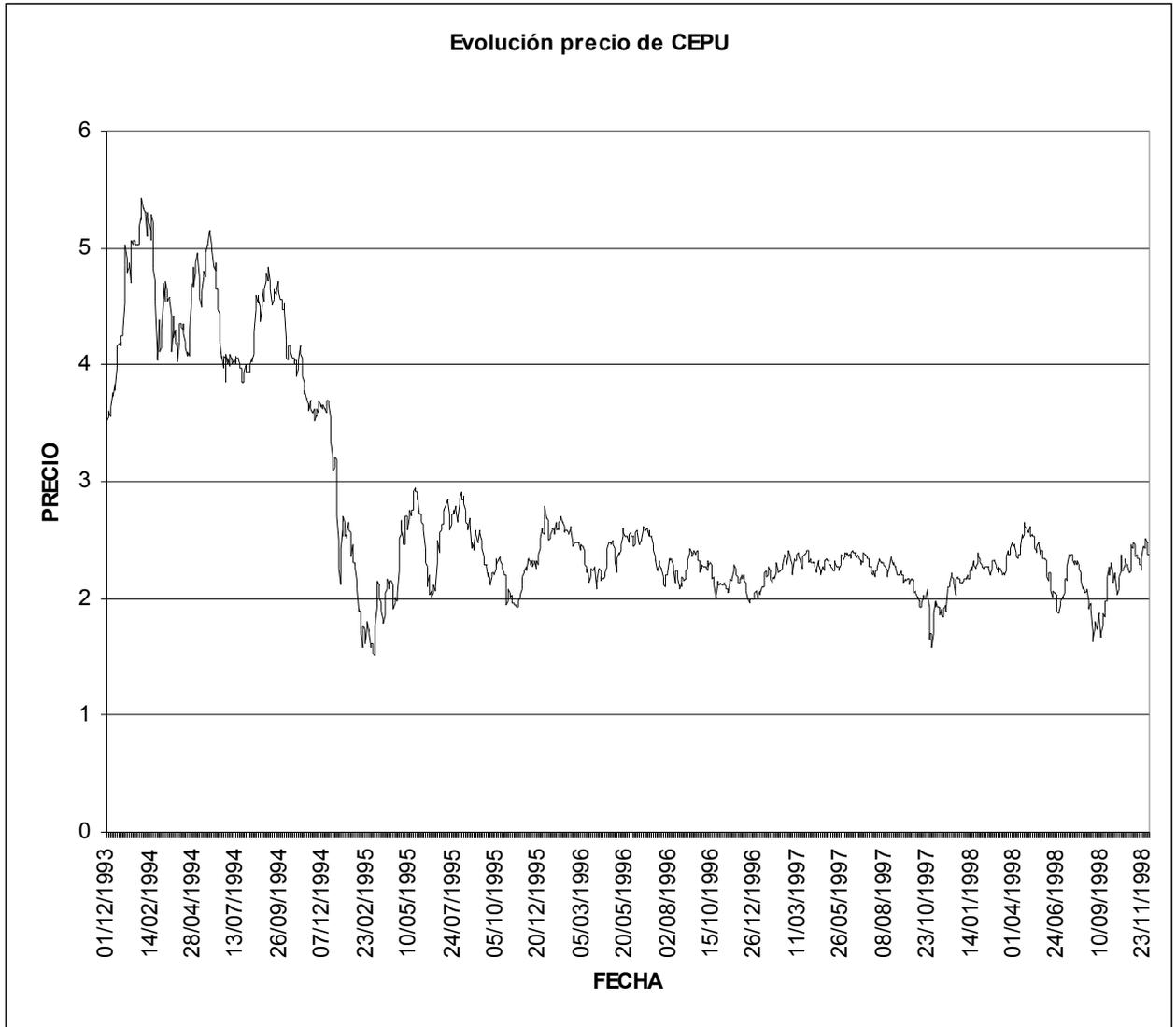
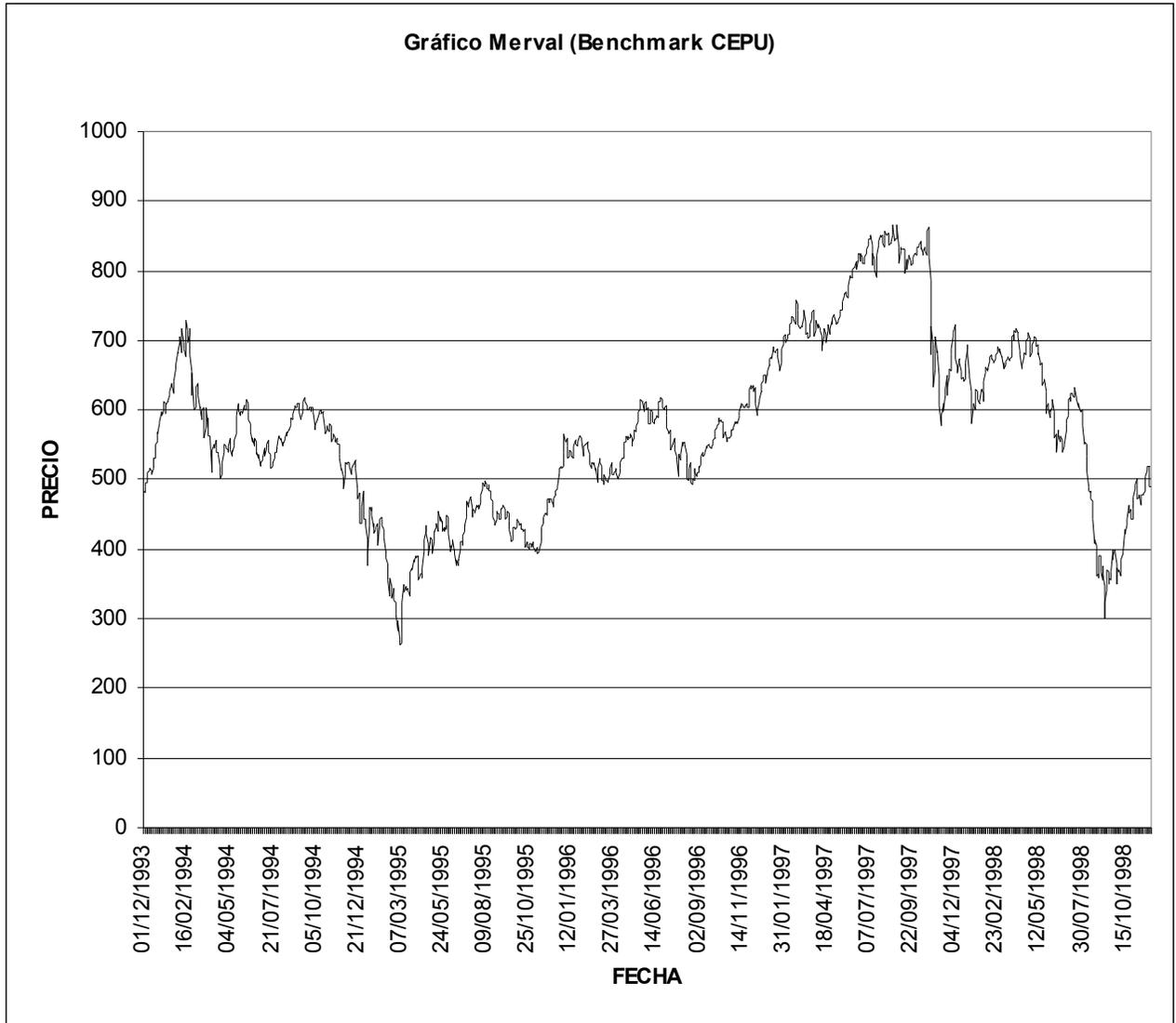


Gráfico Merval (Benchmark CEPU)



Evolución precio CITI

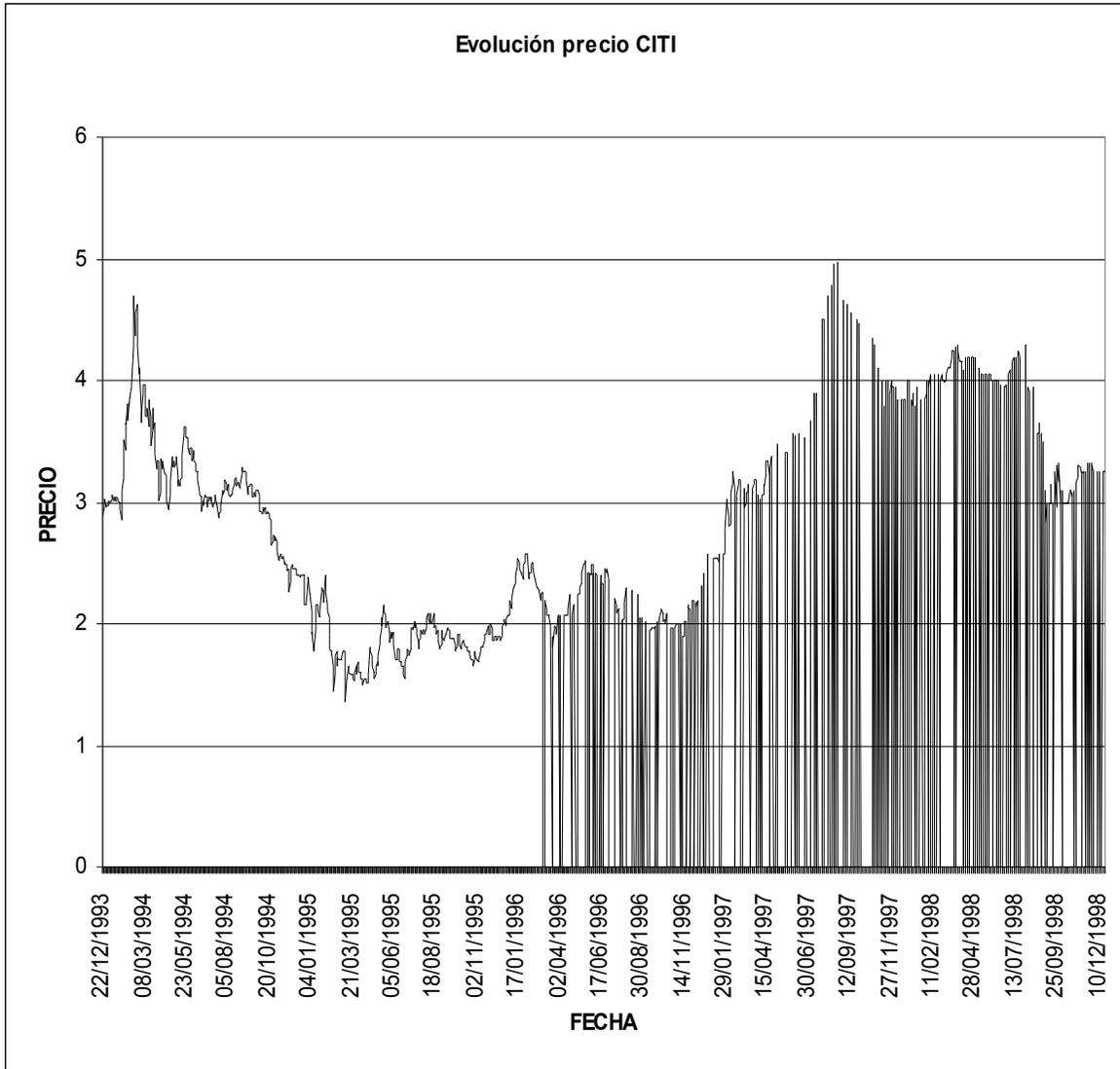
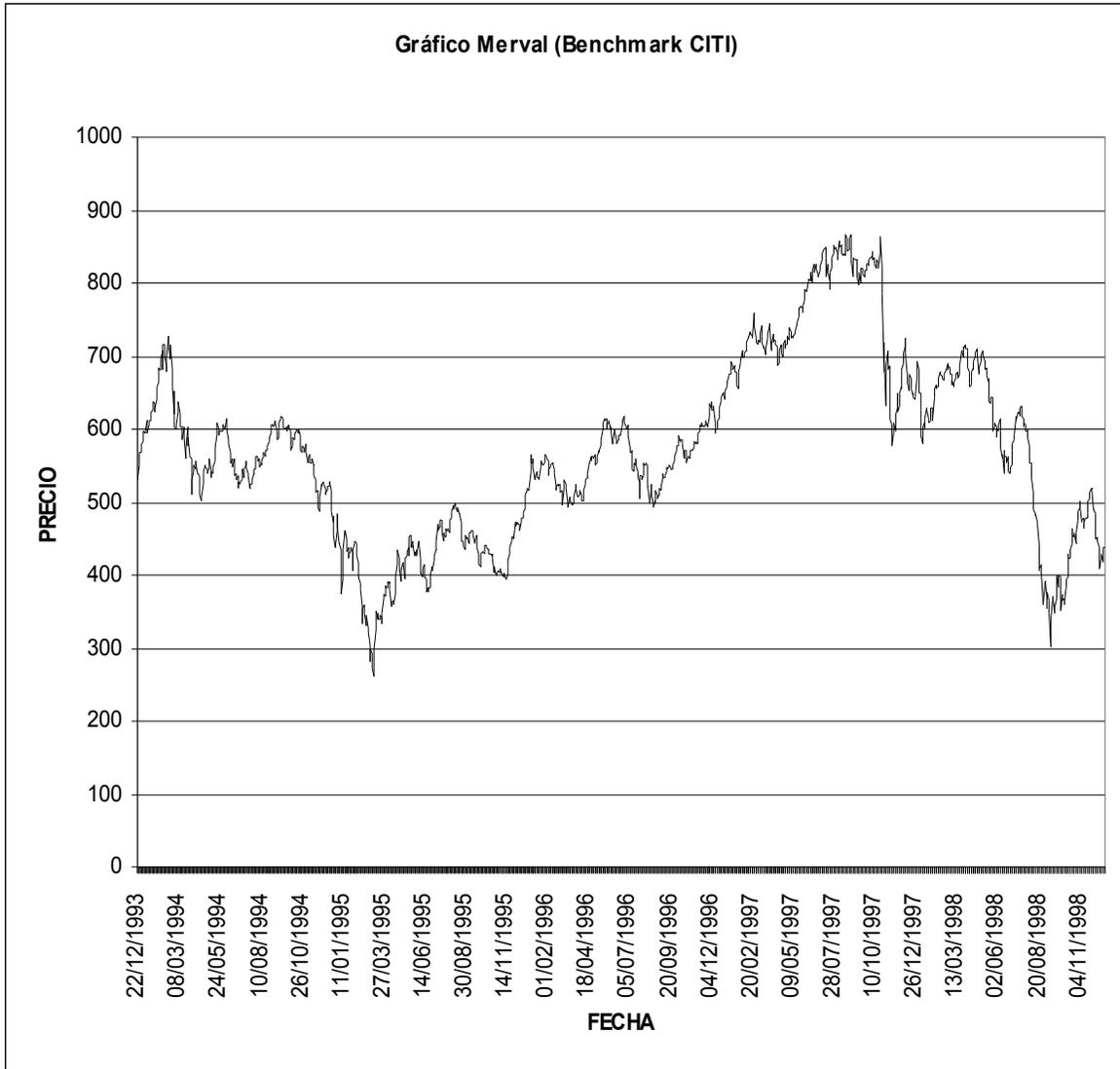


Gráfico Merval (Benchmark CITI)



Evolución precio DYCA

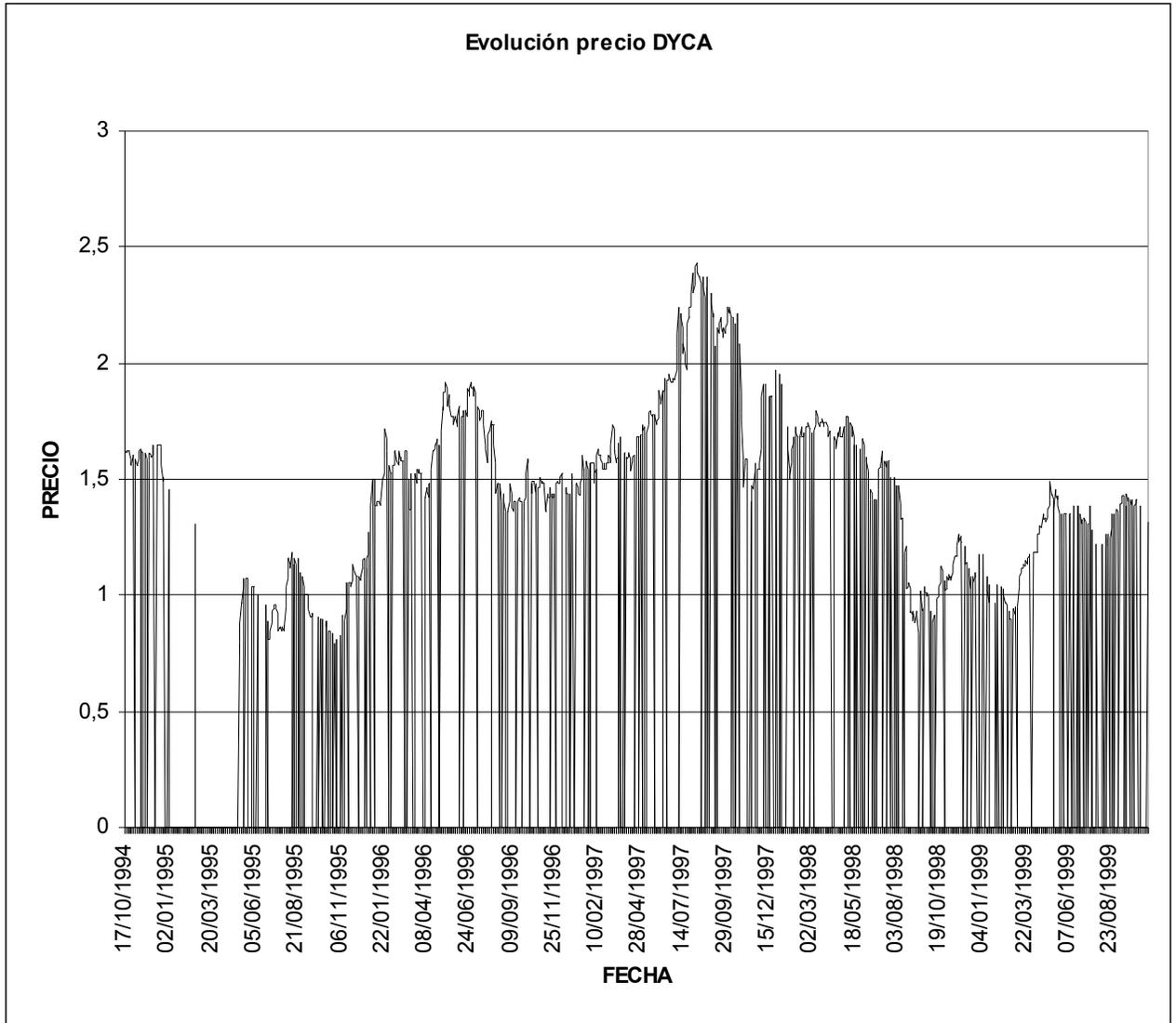
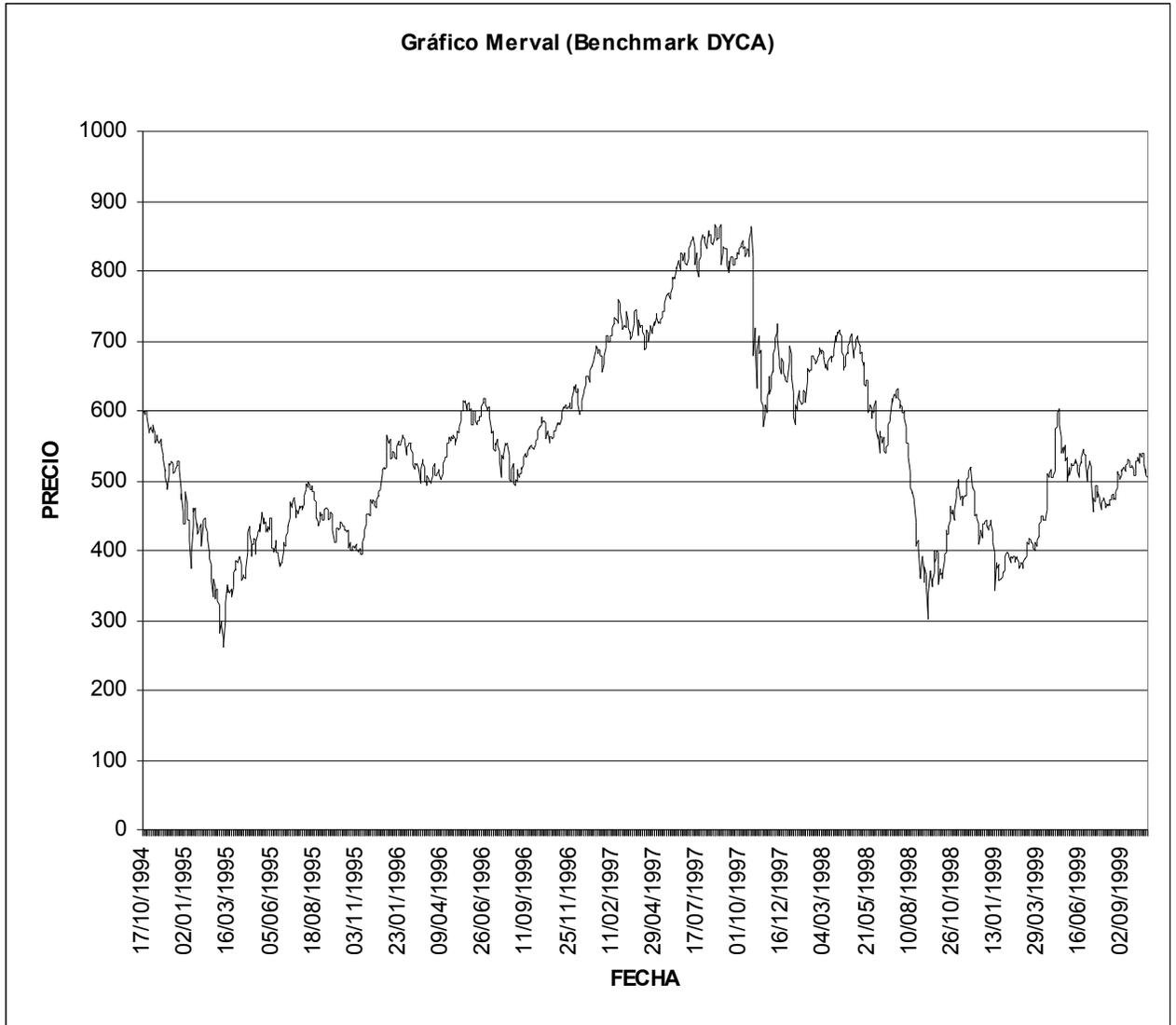


Gráfico Merval (Benchmark DYCA)



Evolución precio ERAR

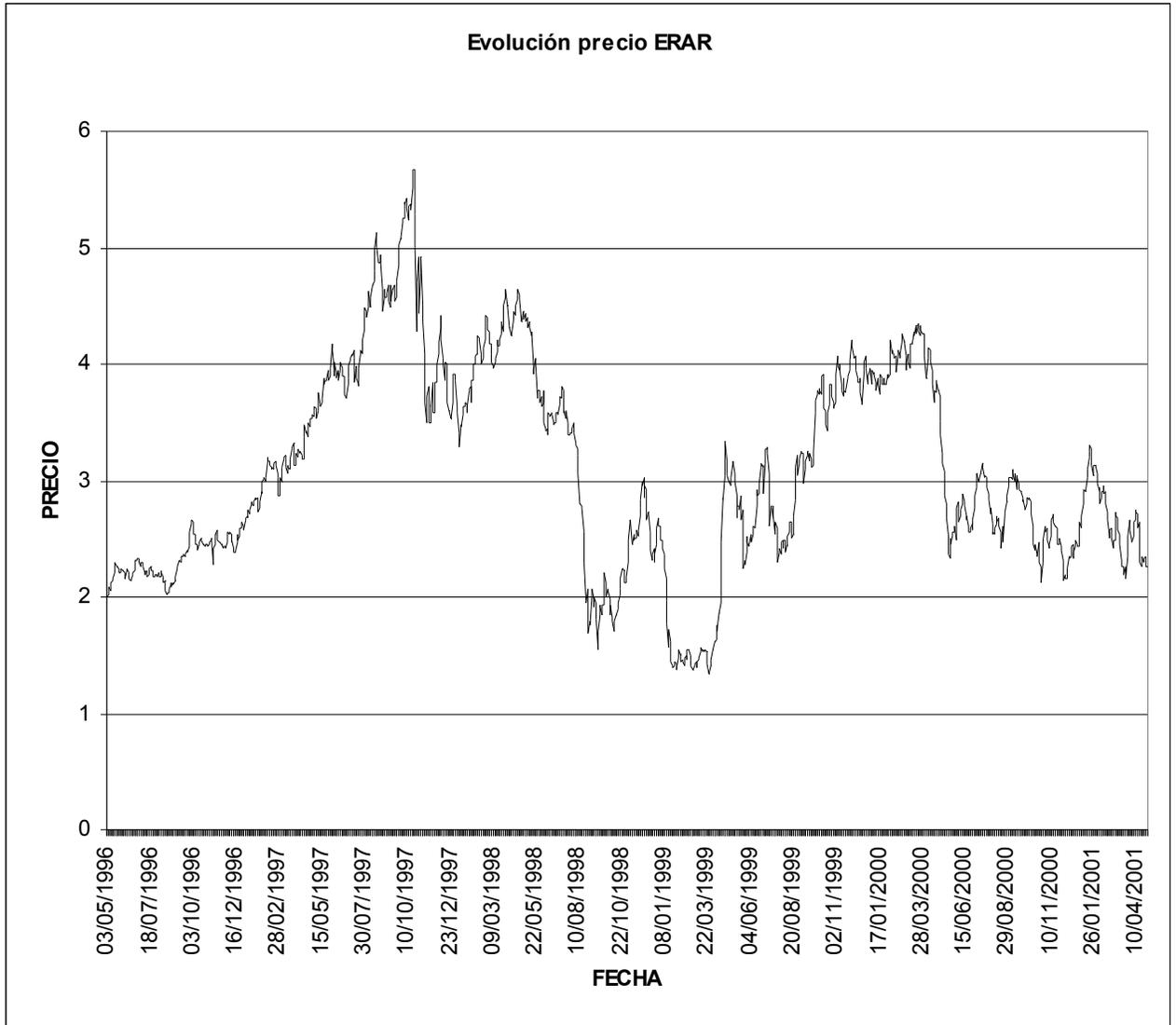
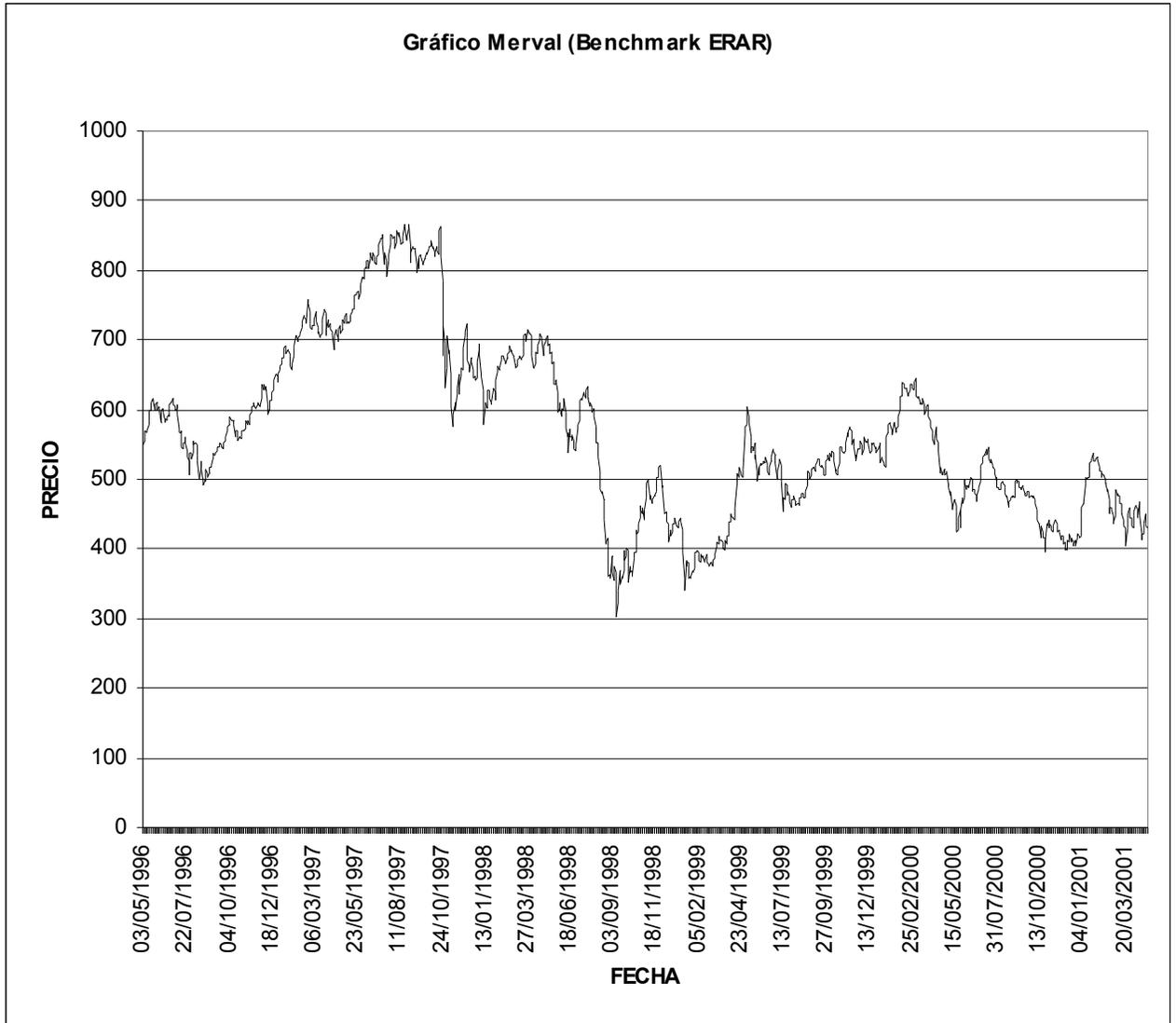


Gráfico Merval (Benchmark ERAR)



Evolución precio GGAL

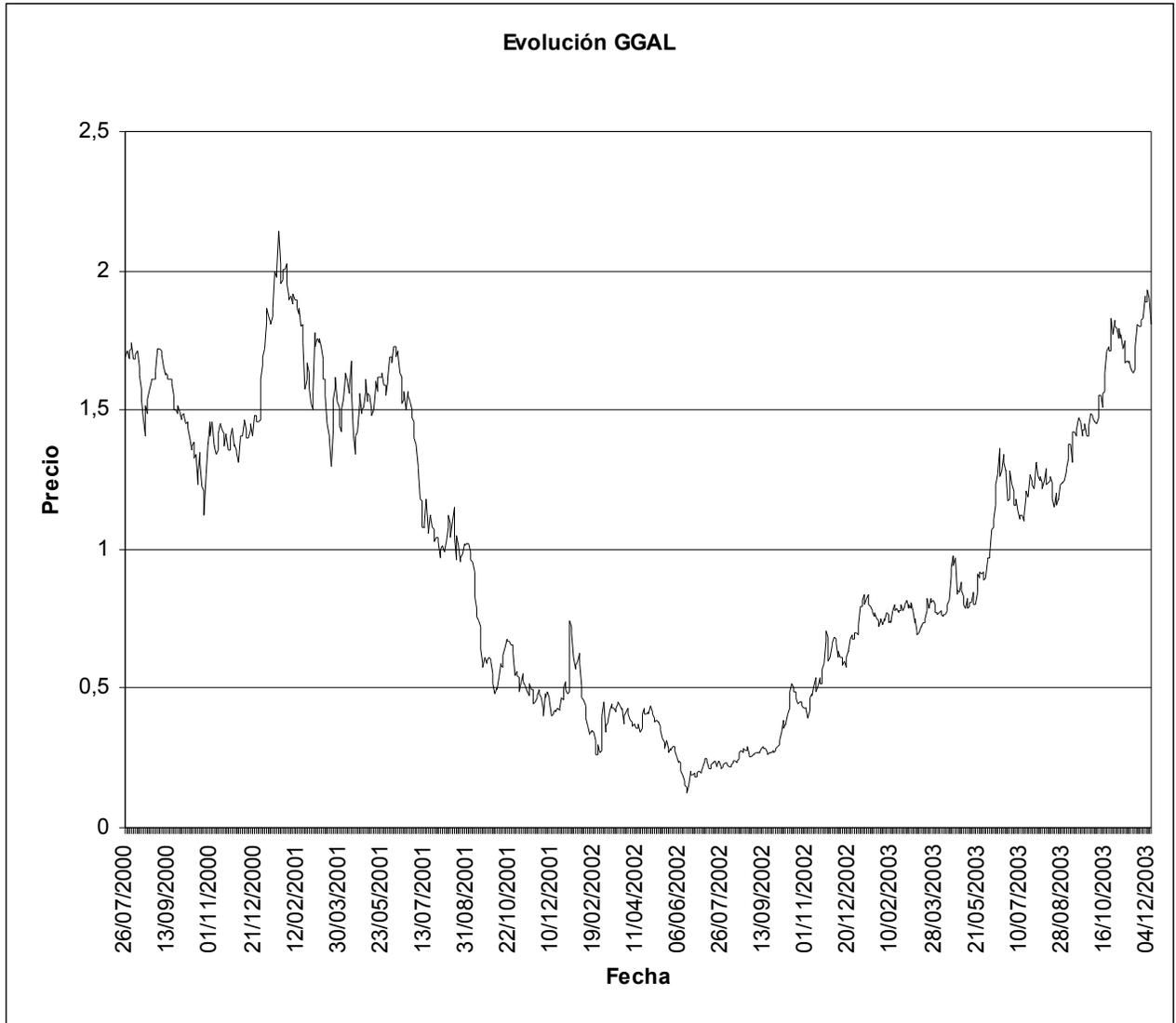
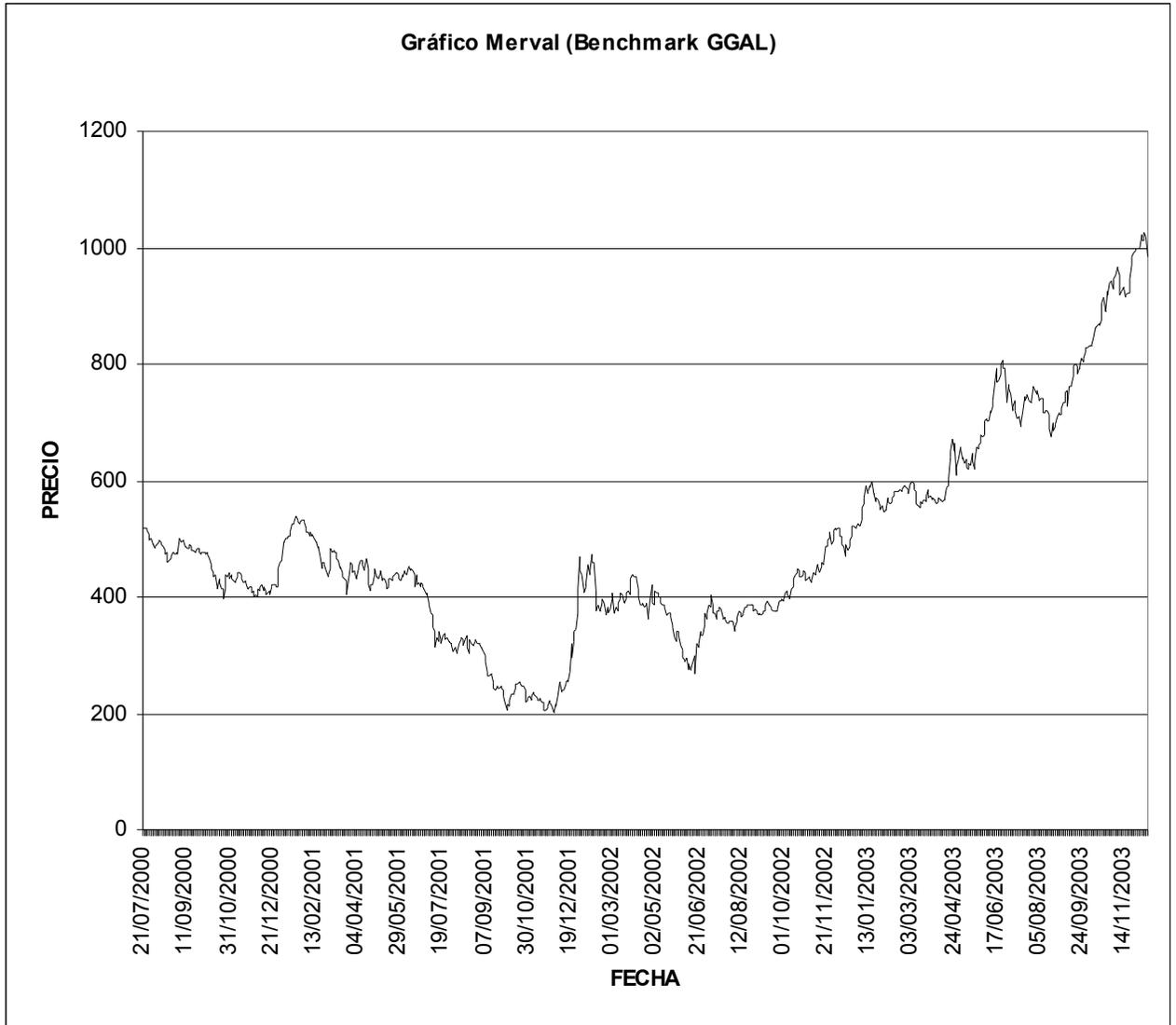


Gráfico Merval (Benchmark GGAL)



Evolución precio METR

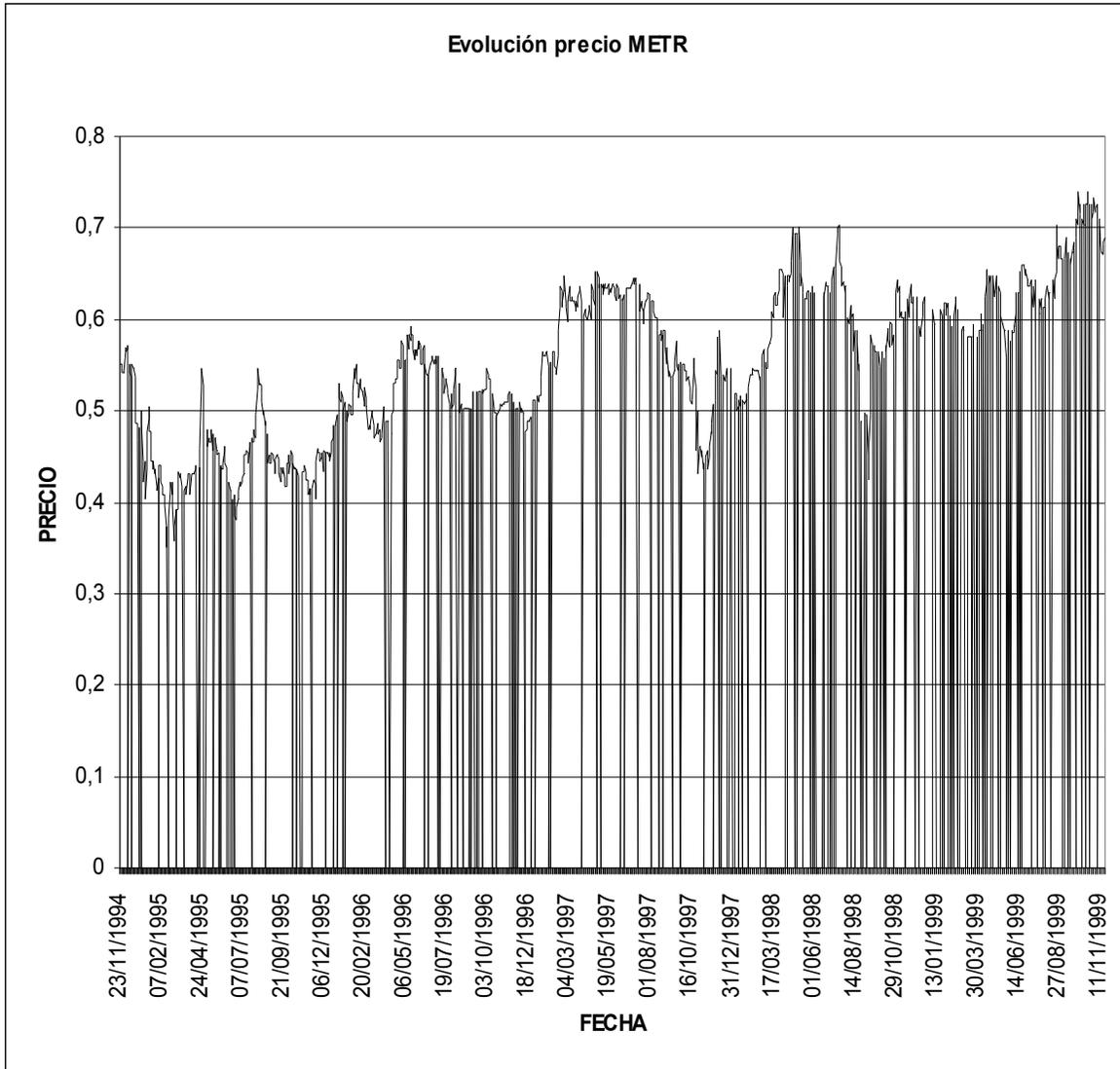
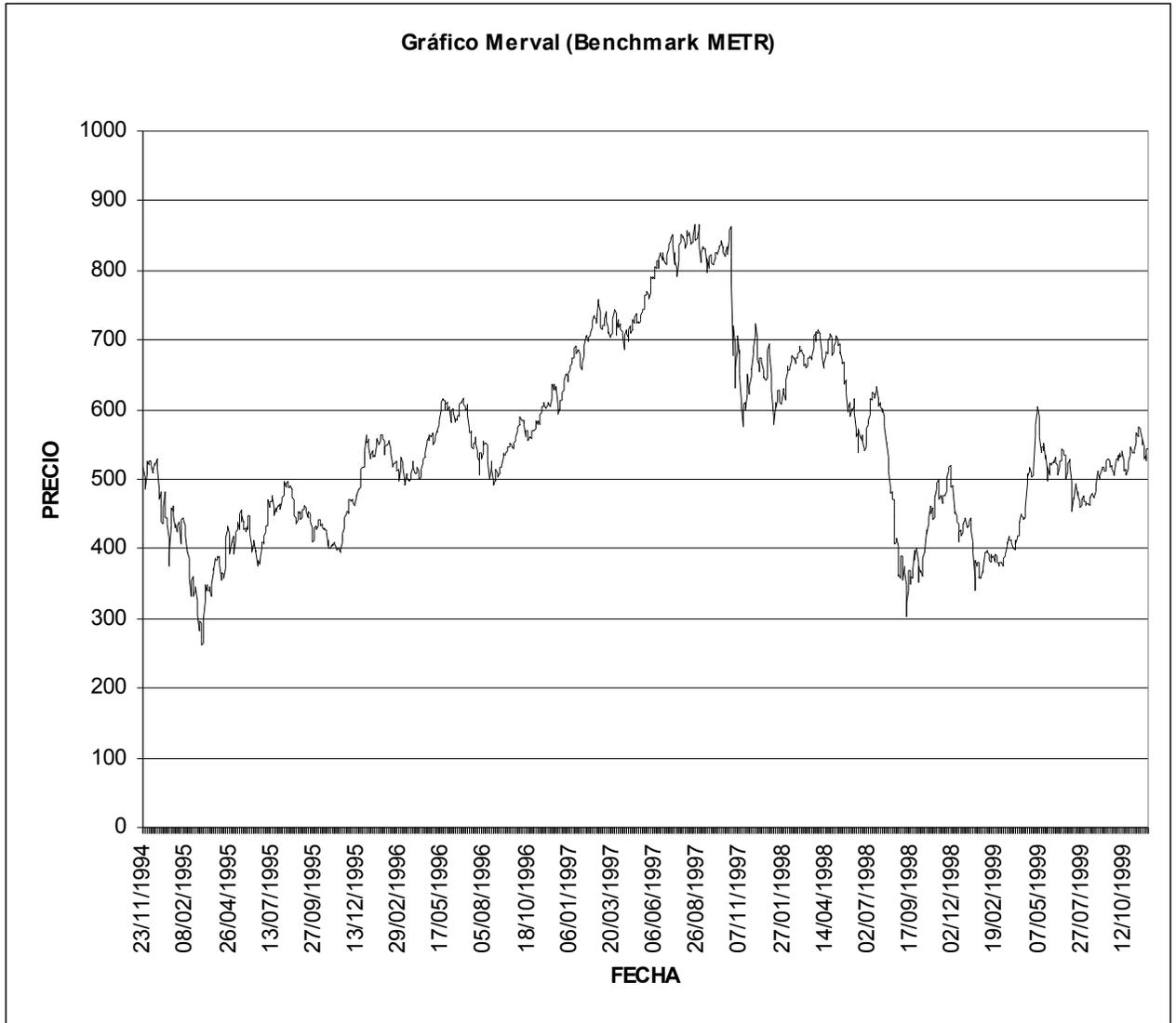


Gráfico Merval (Benchmark METR)



Evolución precio PBE

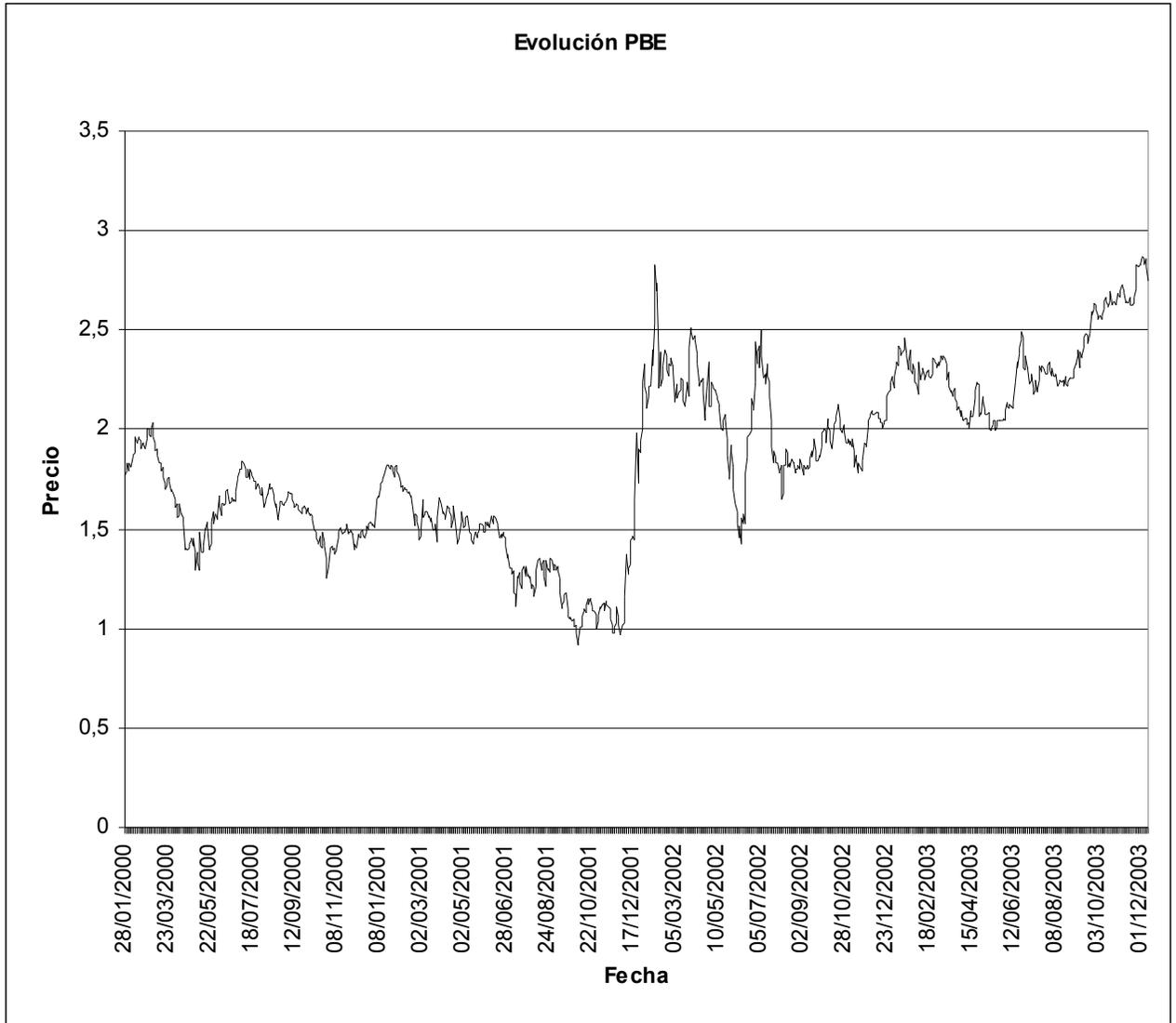
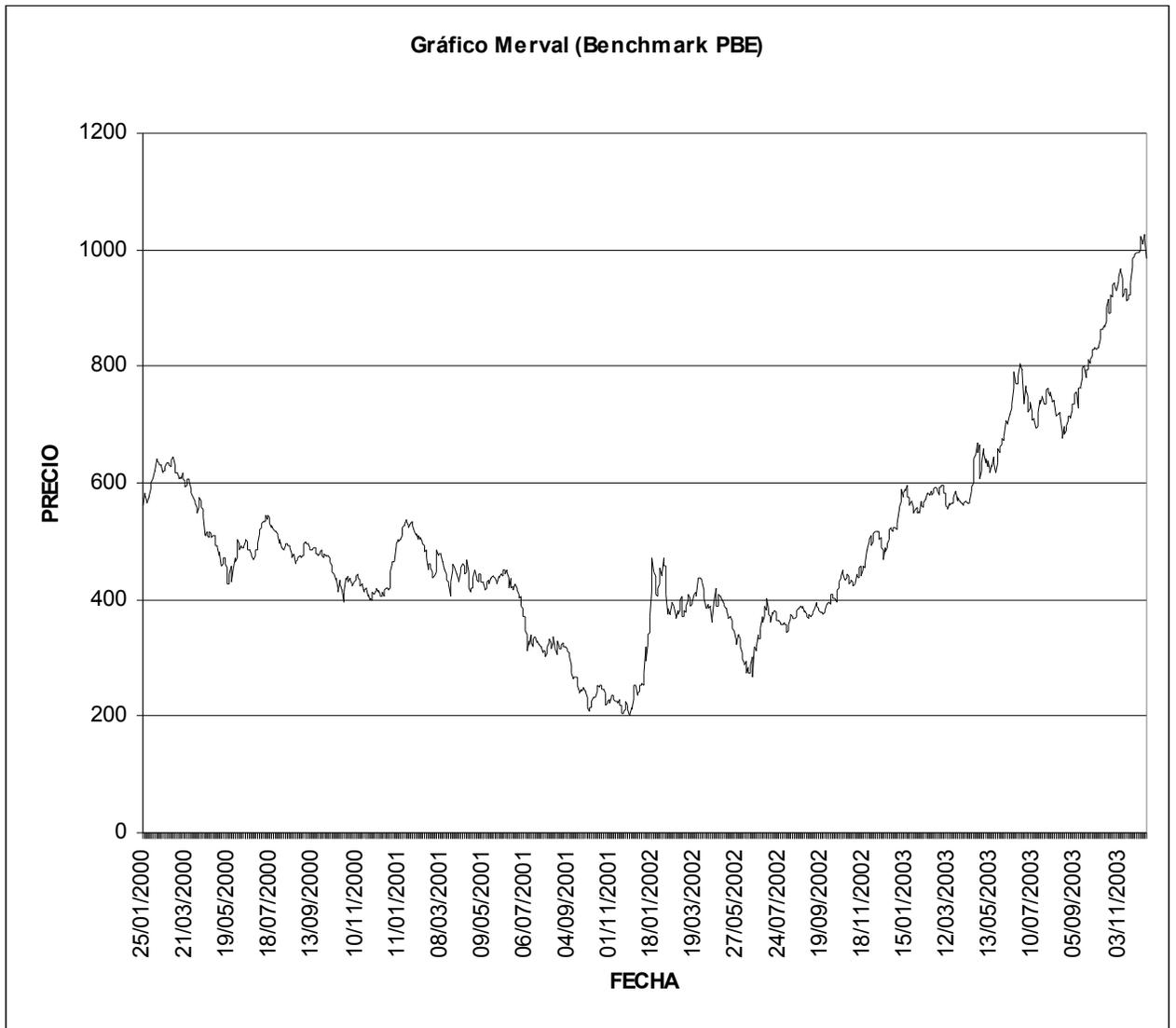


Gráfico Merval (Benchmark PBE)



Evolución precio REP

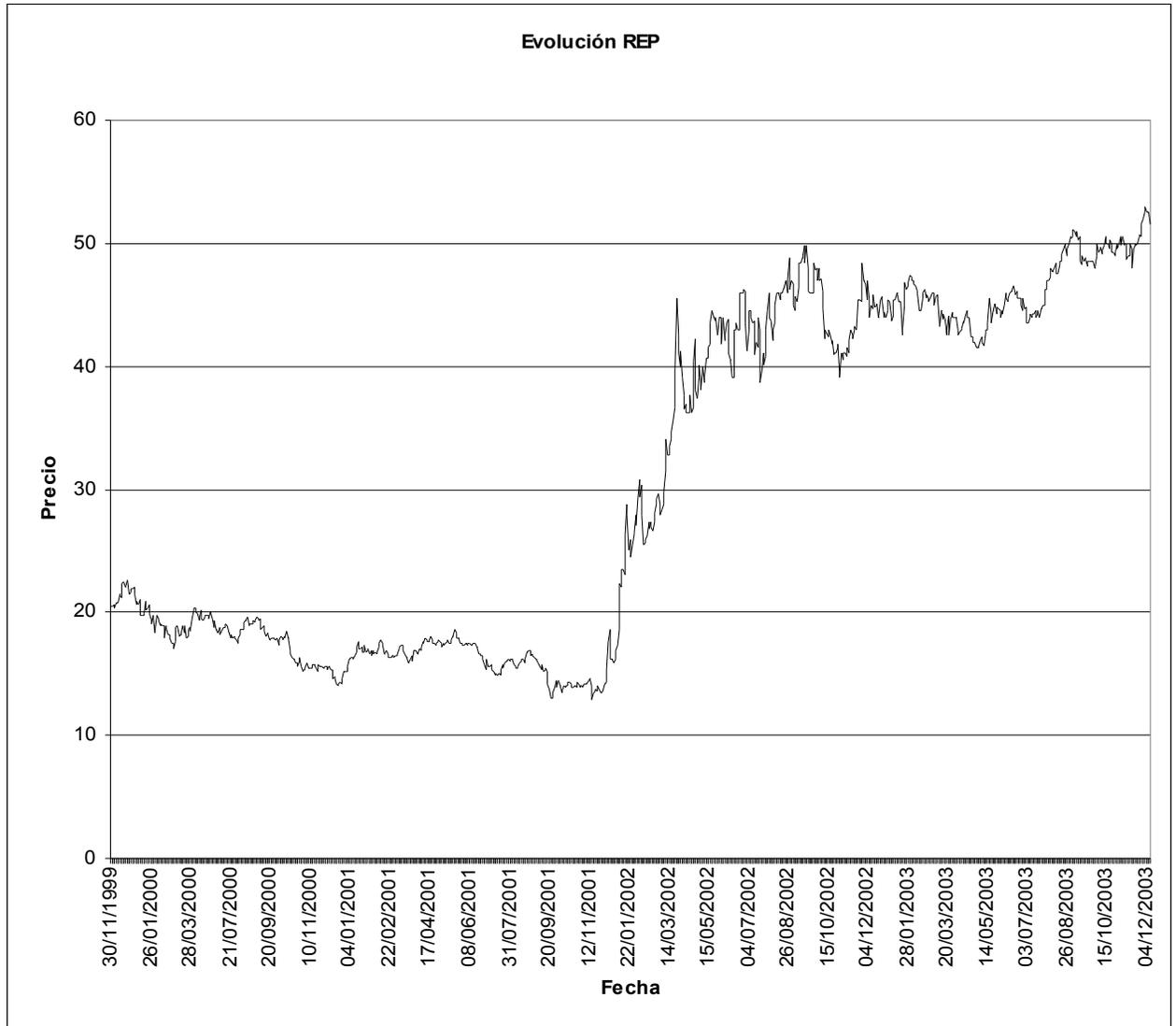
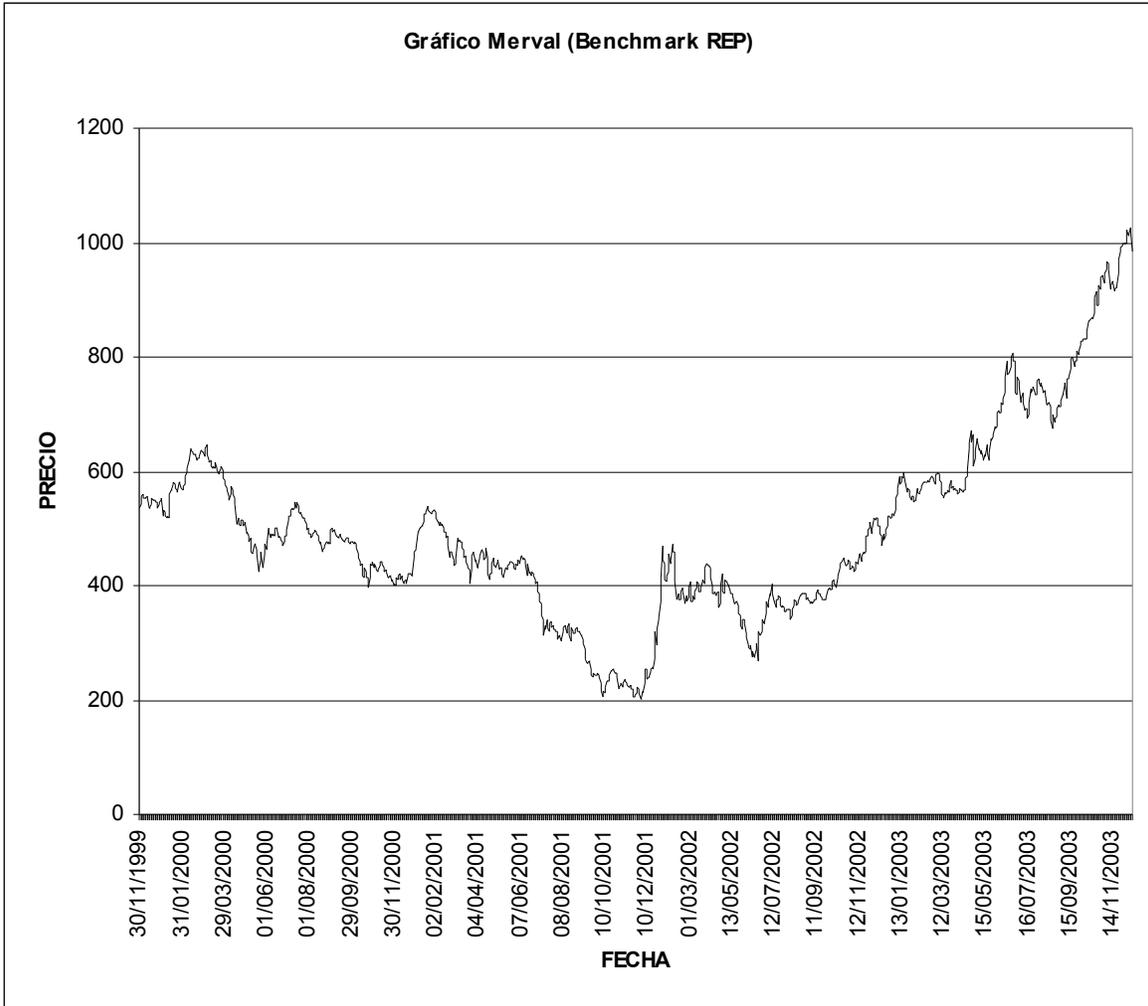


Gráfico Merval (Benchmark REP)



Evolución precio STD

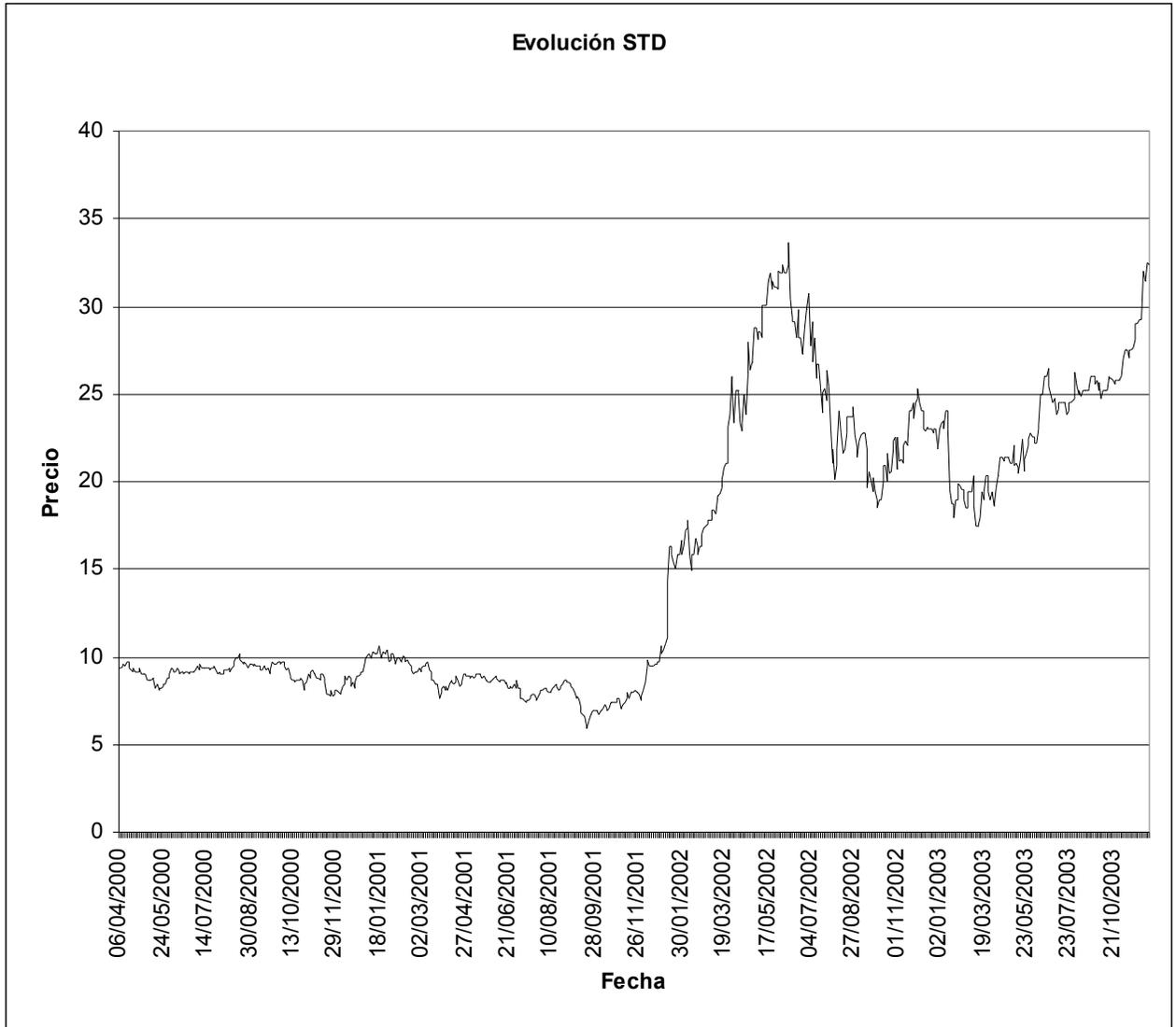
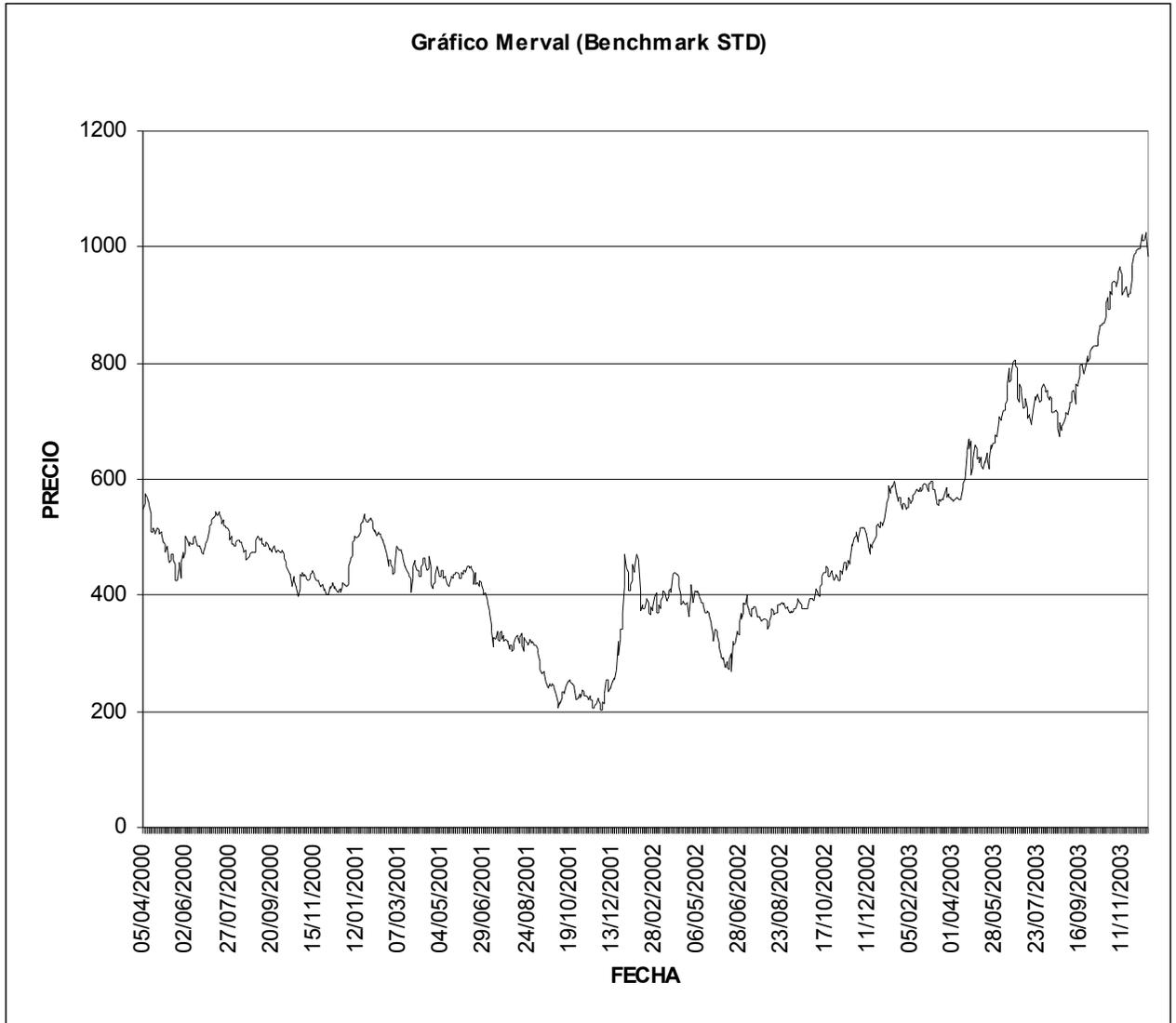


Gráfico Merval (Benchmark STD)



Evolución precio TEAR

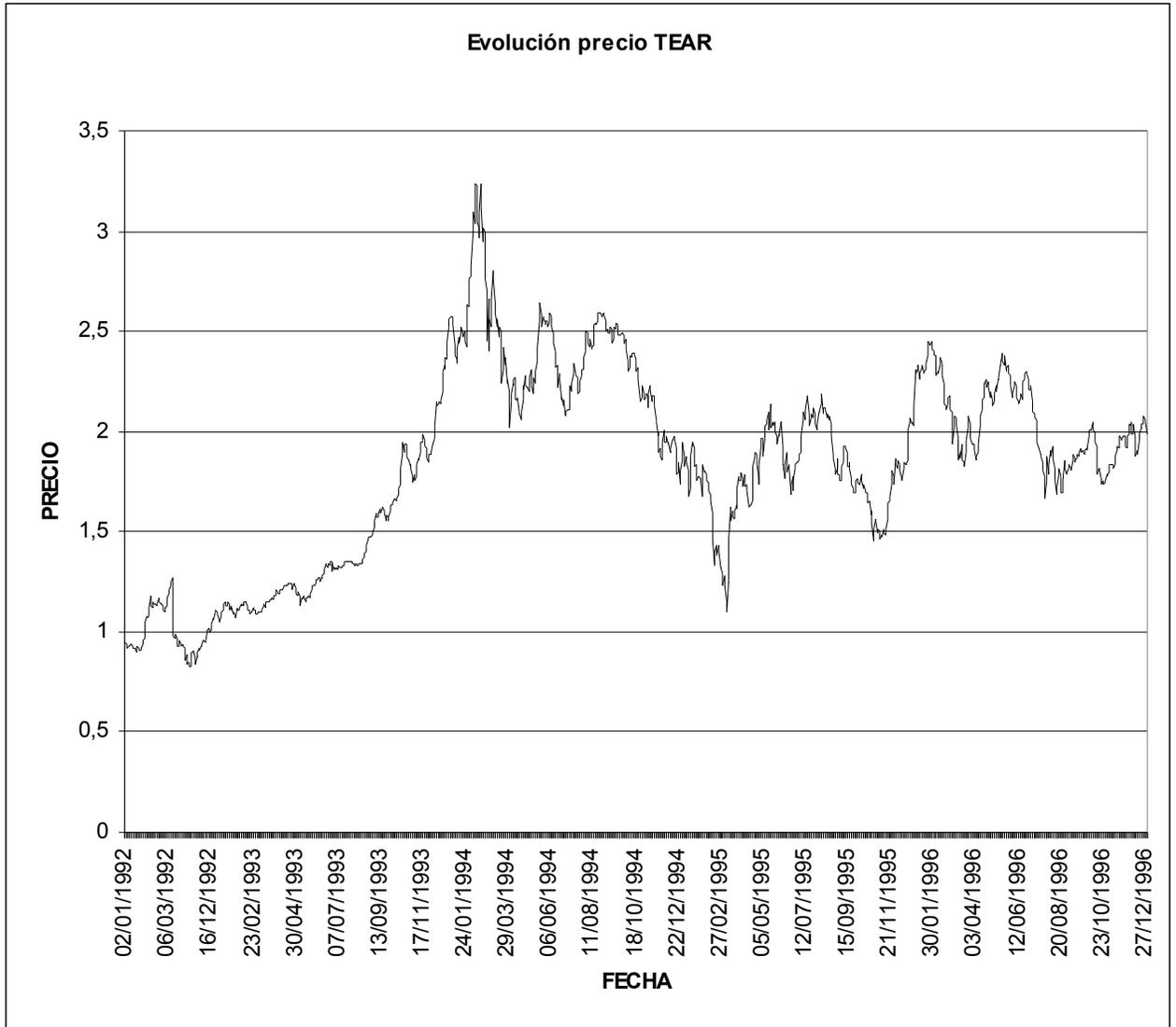
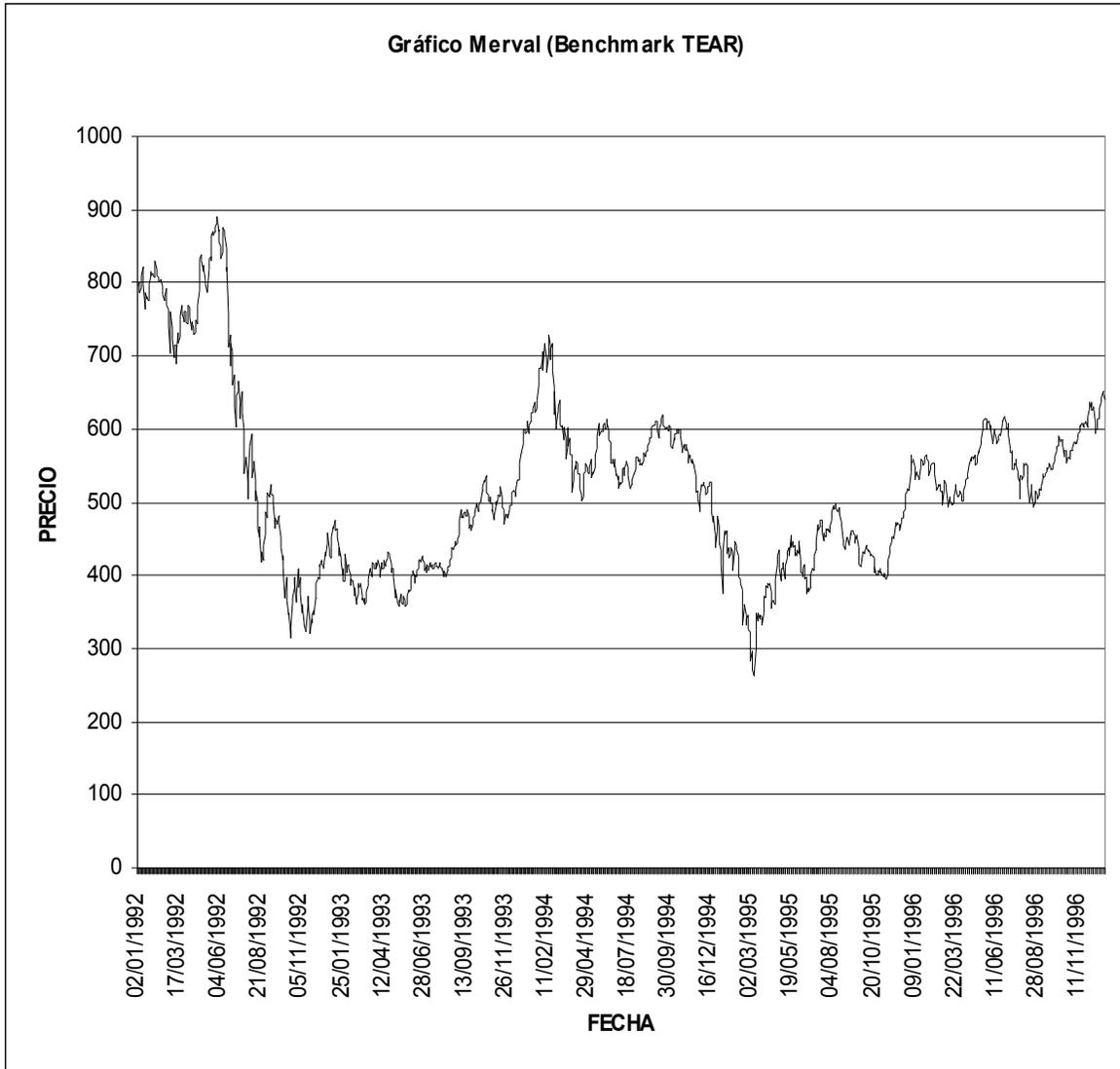


Gráfico Merval (Benchmark TEAR)



Evolución precio TECO

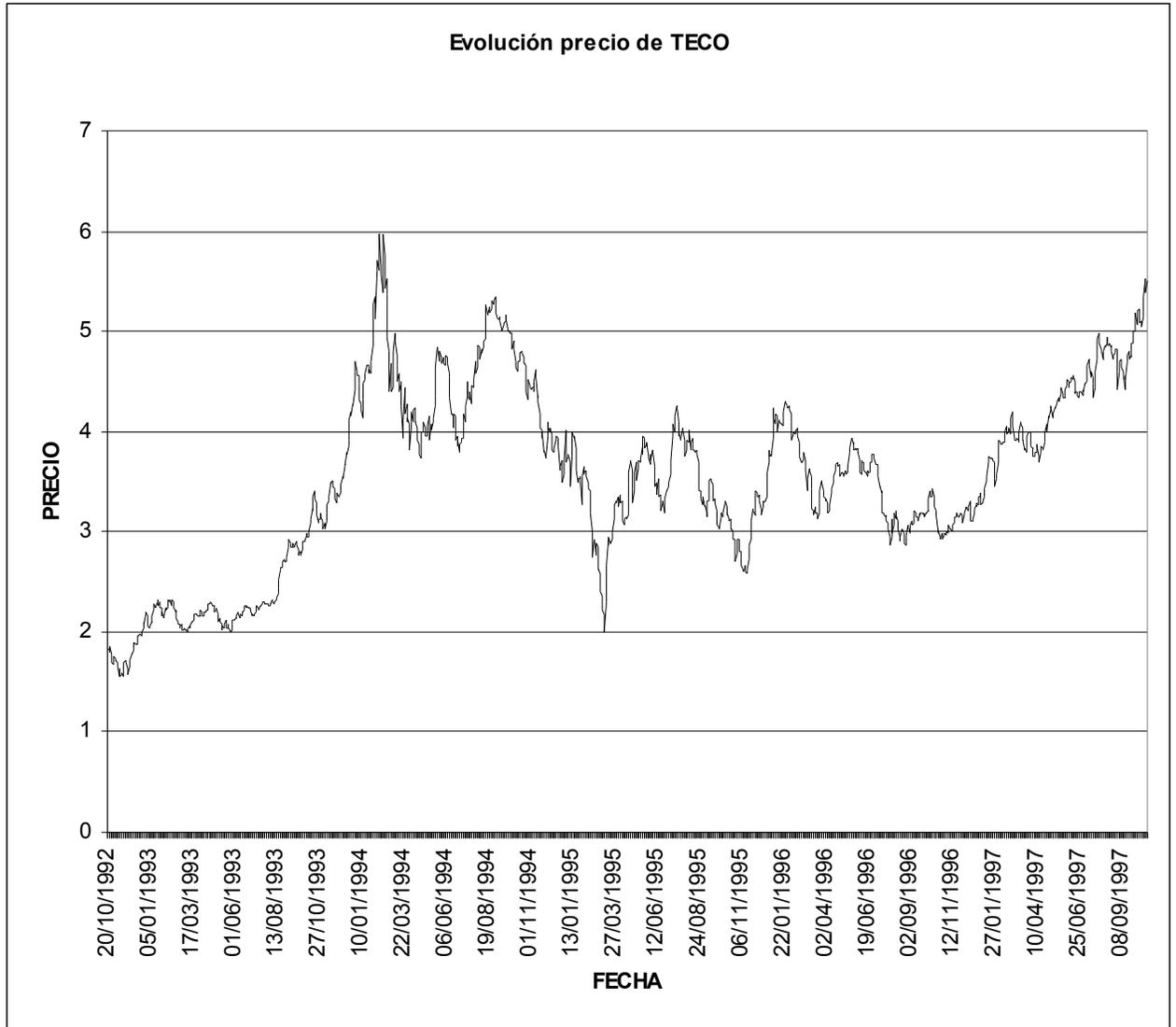
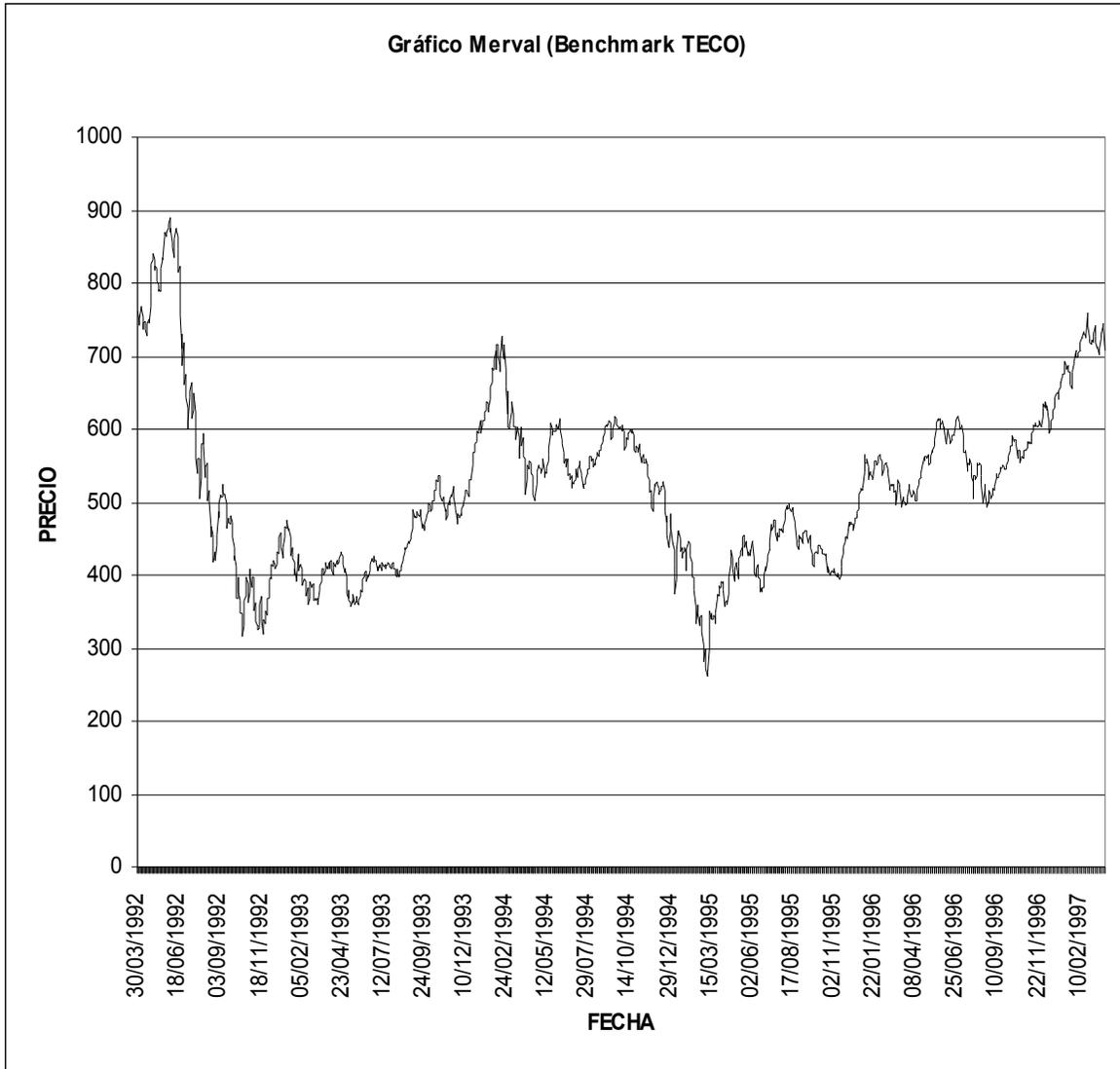


Gráfico Merval (Benchmark TECO)



Evolución precio TEF

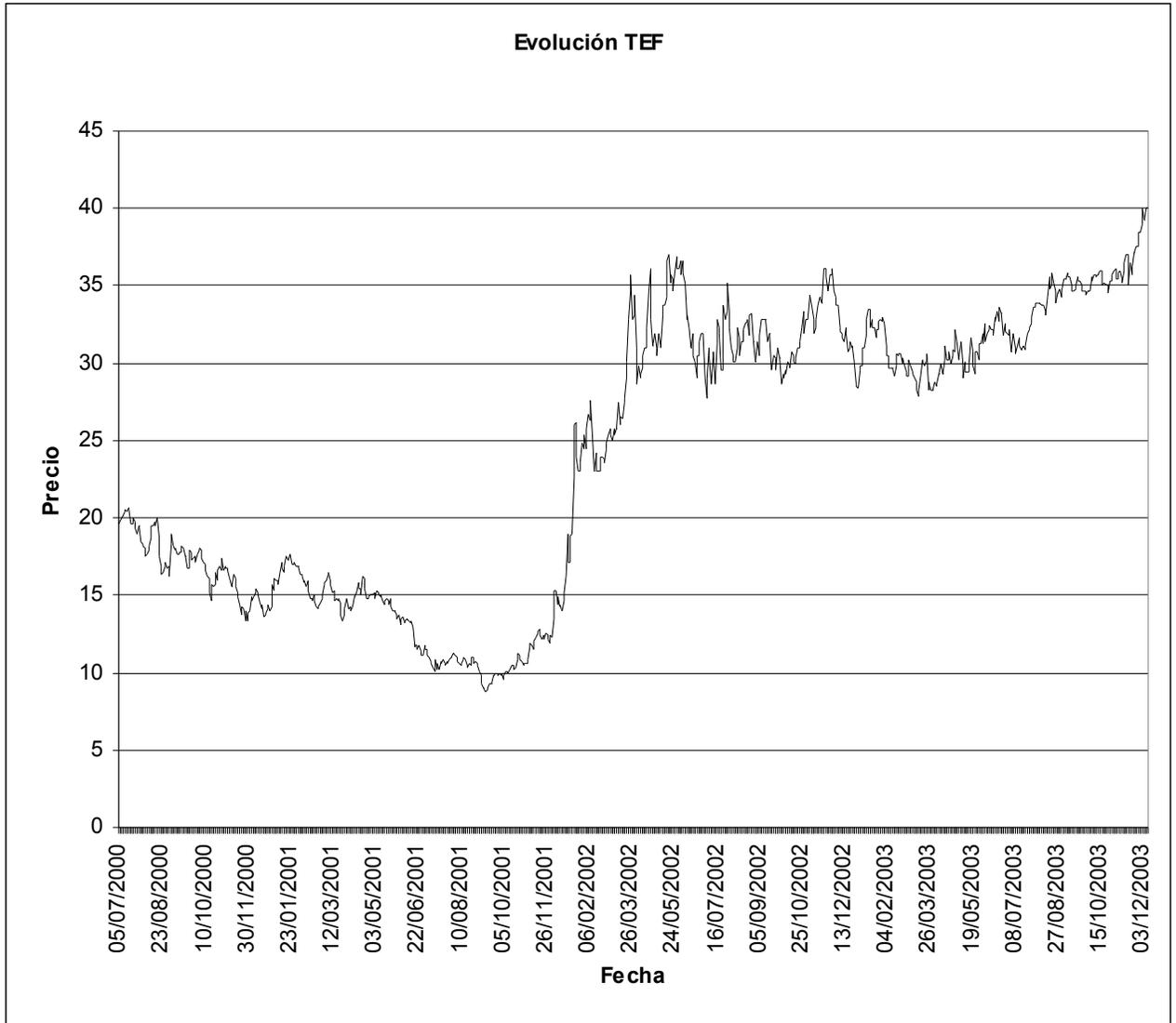
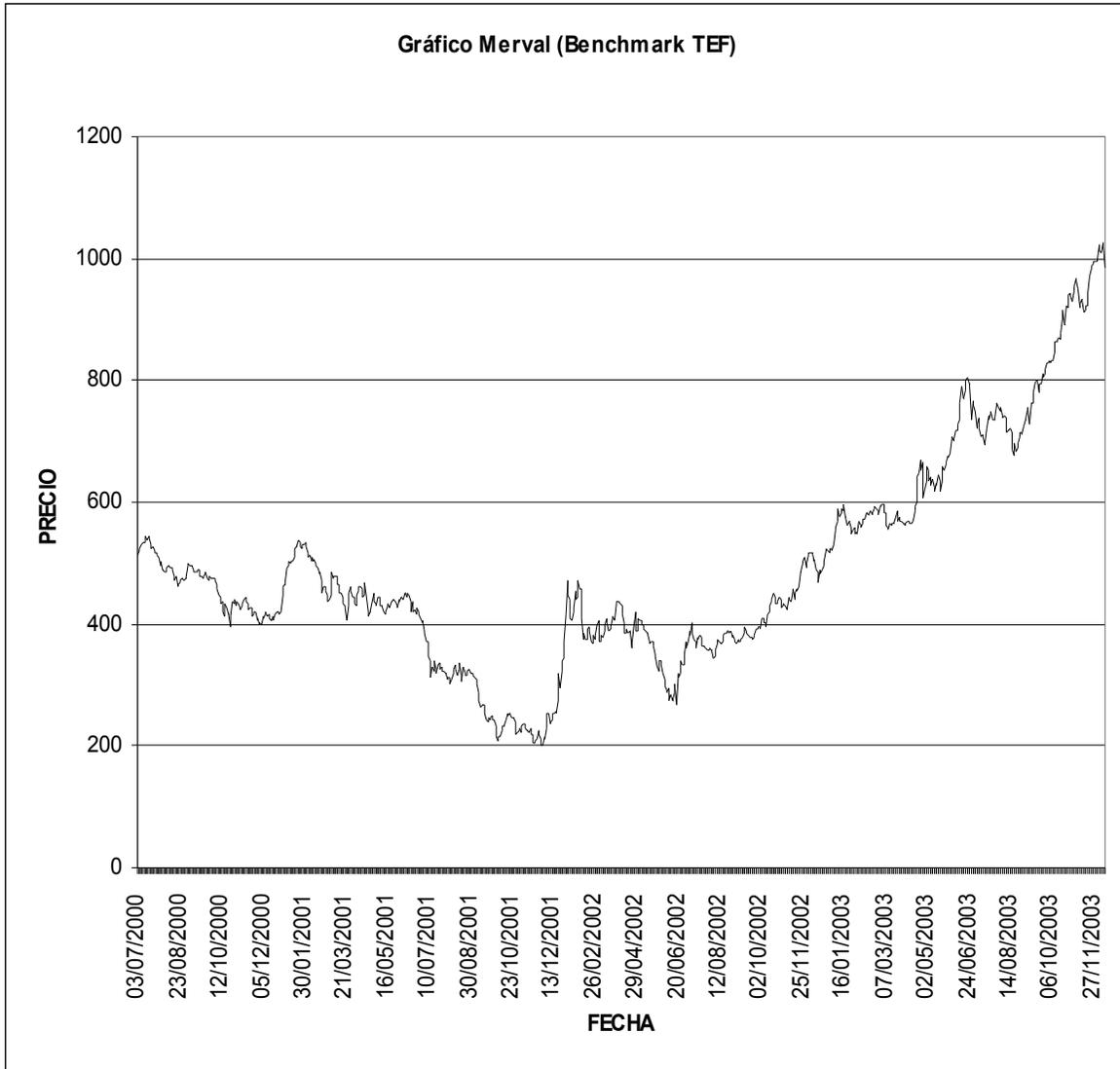


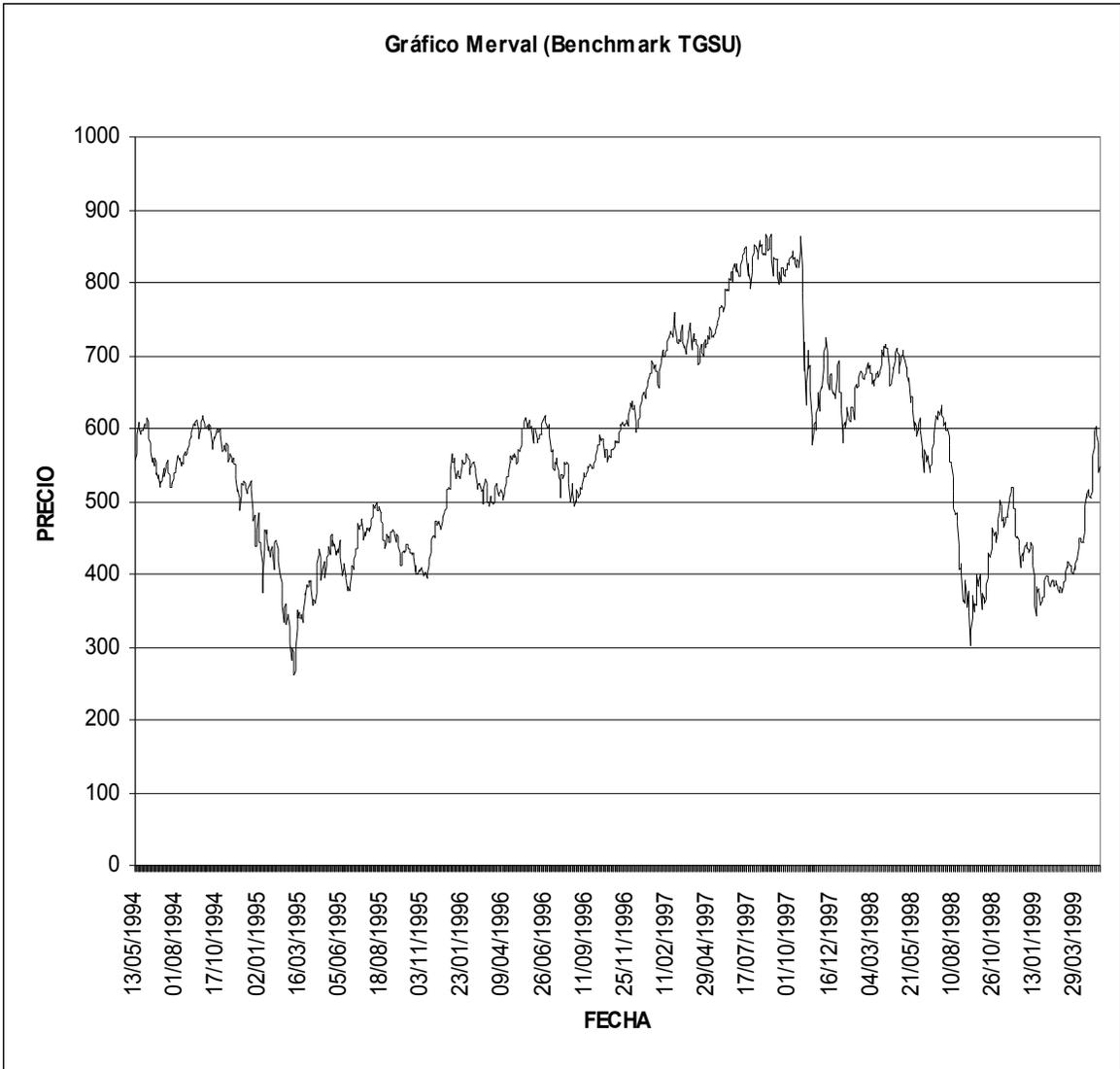
Gráfico Merval (Benchmark TEF)



Evolución precio TGSU



Gráfico Merval (Benchmark TGSU)



Evolución precio YPFD

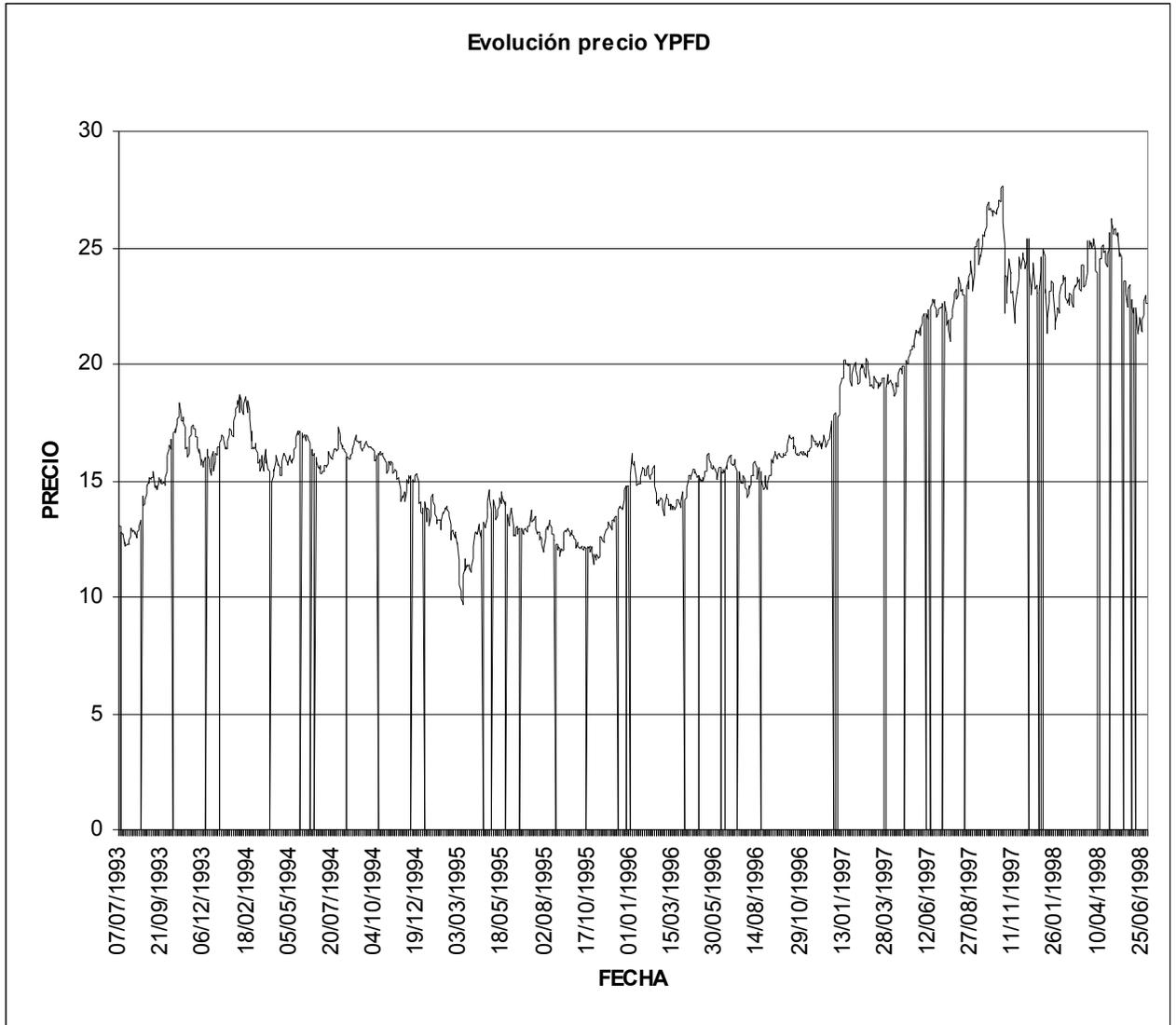
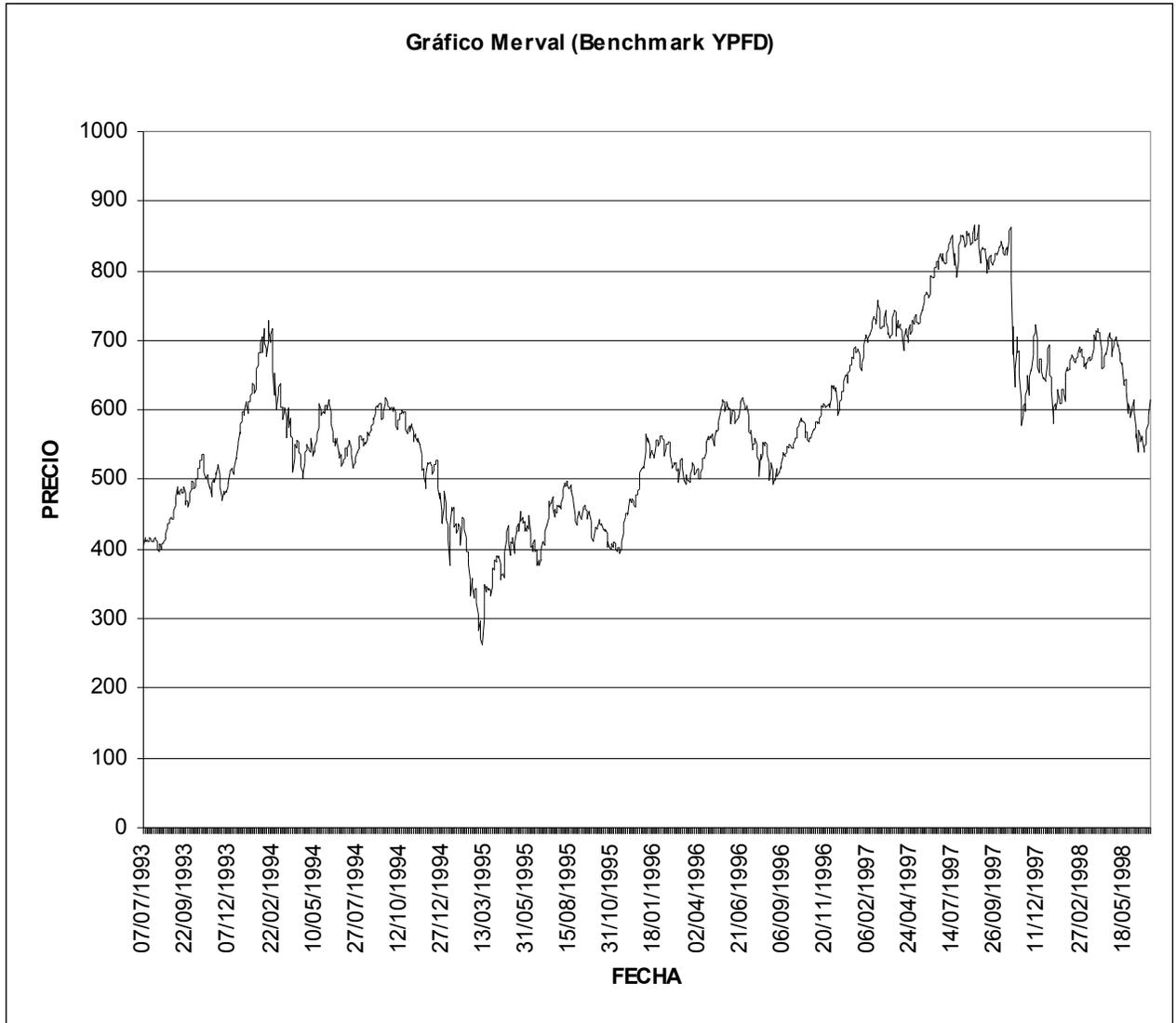


Gráfico Merval (Benchmark YPF)



Evolución precio TS

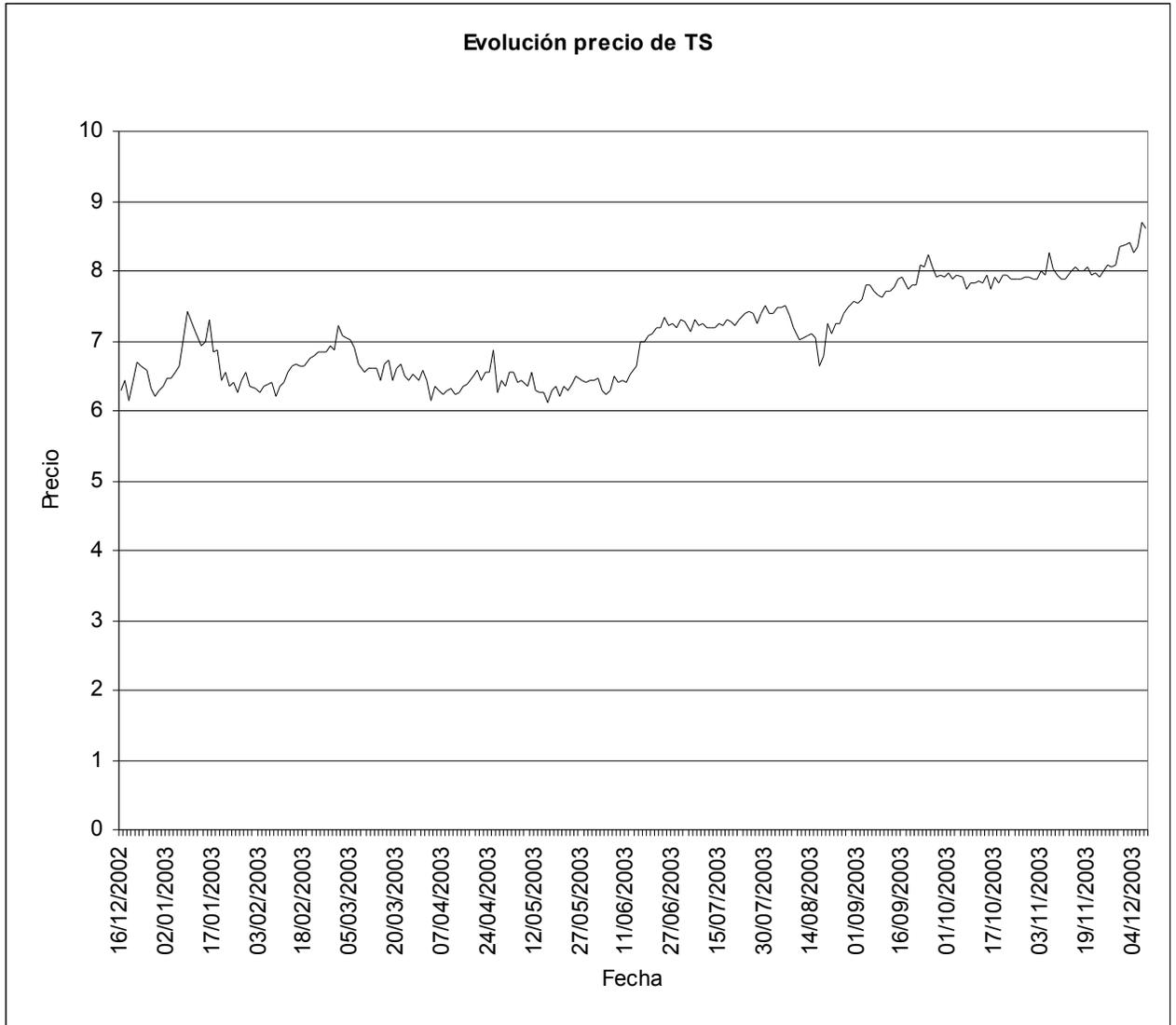
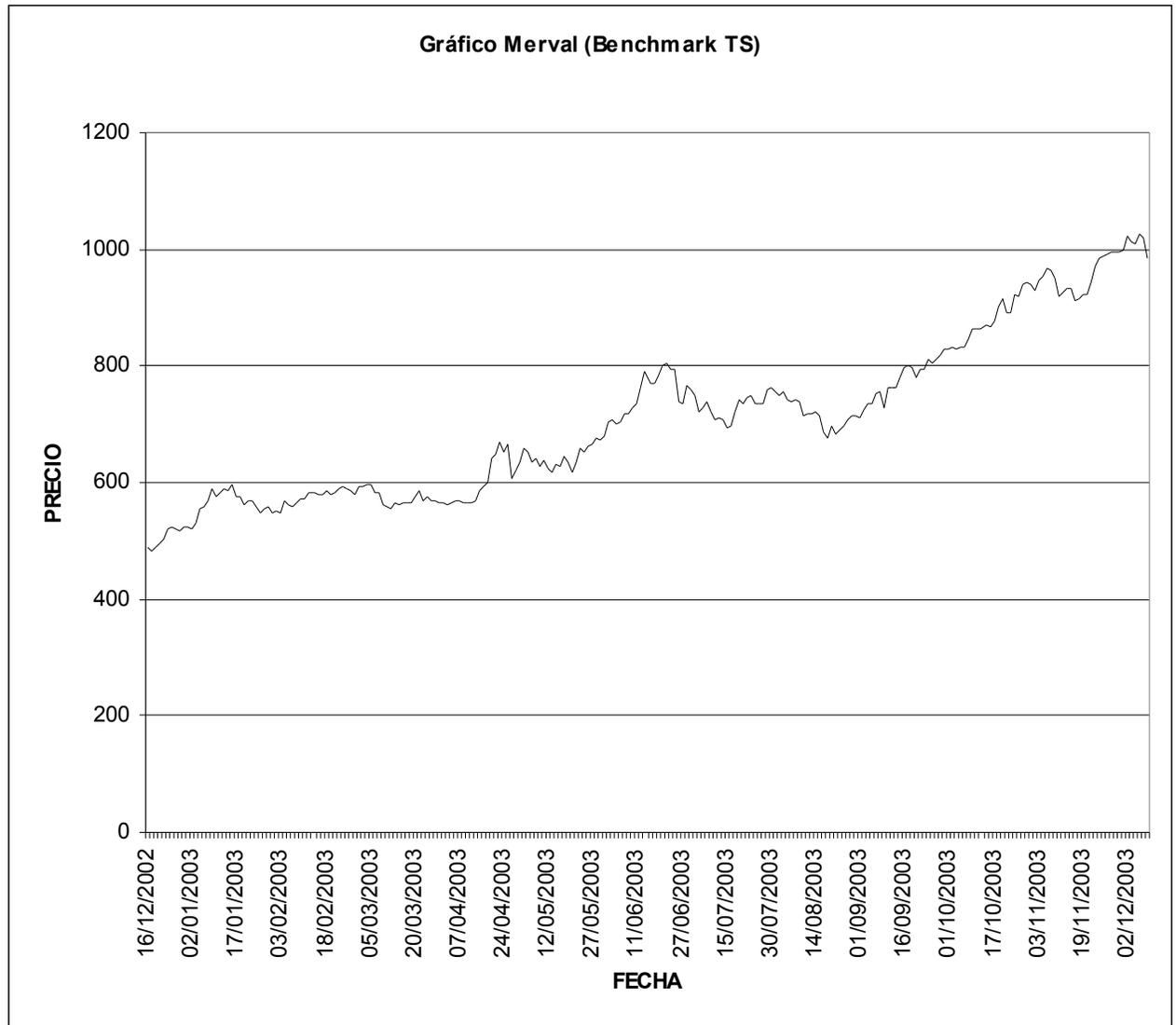


Gráfico Merval (Benchmark TS)



Conclusiones finales

SECCION VII

CONCLUSIONES FINALES DEL TRABAJO

7.1 CONCLUSIONES GENERALES

Este trabajo básicamente se focaliza en tres áreas de análisis en lo que tiene que ver con las IPOs: Las razones para que una firma salga a oferta pública, la valuación y colocación de las acciones y el bajo rendimiento a largo plazo.

Existen una enorme cantidad de factores que se mencionan para explicar por qué una empresa elige salir a oferta pública, pero las evidencias sobre las que se apoyan son endebles,

debido a la falta de datos que se tiene sobre la mayoría de las empresas privadas. De todas maneras, la evidencia que se encuentra para explicar por qué de un período a otro existe un salto tan grande en el número de IPOs que salen a cotizar al mercado sugiere que las condiciones del mercado son el factor más importante que interviene en la decisión de las empresas de salir a cotizar en oferta pública. La etapa en que se encuentra la empresa en su ciclo de vida parece ser el segundo factor más importante.

La subvaluación de las IPOs ha sido por décadas otro tópico muy importante. Recientemente, este tema ha estado permanentemente en el foco de la atención de los investigadores por el sorprendentemente alto retorno del primer día de operaciones que han tenido las IPOs, especialmente durante el período enmarcado por la burbuja de Internet. De acuerdo a nuestro parecer las hipótesis que mencionamos en el acápite que trata sobre este tema explican parcialmente el motivo que puede dar lugar al fenómeno. Creemos más bien que las futuras explicaciones se deberán concentrar en los conflictos de agencia y la forma en que las acciones son colocadas en el mercado. Además deberán intervenir para explicar el fenómeno explicaciones que tienen que ver con el comportamiento del inversor como agente económico. El desafío de estas teorías tendrá que ver con explicar las dramáticas variaciones en la subvaluación en las últimas décadas.

La colocación de las IPOs en los mercados es tal vez el punto sobre el cual más se está investigando en la actualidad. Las distintas variantes para colocar la oferta inicial de acciones dió lugar a una miríada de conjeturas y teorías. Basta recordar el famoso caso Hambrecht en el cual se quiso colocar directamente la IPO a través de una subasta pública por Internet, habiendo resultado un fracaso el intento. De todas maneras, las investigaciones están resultando insuficientes hasta el momento para echar luz sobre el tema por la falta de disponibilidad de datos a nivel micro.

Conclusiones finales

El tema del bajo rendimiento a largo plazo como se deduce de lo expuesto en el trabajo resulta un tema controversial en la investigación de las IPOs. Tenemos los investigadores que se colocan detrás del punto de vista de la “eficiencia del mercado” y otros que se encolumnan detrás de la idea de que el mercado puede resultar influido en los precios por los comportamientos de los agentes económicos. Esta teoría la podemos llamar “teoría del comportamiento”. Si bien a partir de todo lo expuesto, mi concepción de lo analizado me tiende a ubicar detrás de este último pensamiento, sugerimos tener particular precaución en cómo analizar el tema del bajo rendimiento a largo plazo. Primero, los resultados son muy sensibles a la metodología utilizada para llegar a los mismos. Segundo, los resultados dependen dramáticamente de la extensión de tiempo tomada para considerar si hubo bajo retorno: Se puede evaluar la IPO en el mercado secundario en un plazo de uno, dos y cinco años, pudiendo dar resultados totalmente distintos. Finalmente, no se pueden sacar conclusiones definitivas dado que hay que tomar en cuenta los ciclos económicos: tomar por ejemplo los años 1998, 1999 y 2000 nos puede llevar a conclusiones casi opuestas que tomar los años 2001, 2002 y 2003.

Respecto a la presentación cuantitativa que hicimos para el mercado argentino, se ha podido determinar con las limitaciones expuestas, la existencia de underpricing en las IPOs emitidas desde 1992 hasta el 2002. Sin embargo, no hemos hallado evidencia a partir de toda la serie de datos analizada, de la existencia de underperformance. De todas maneras, al analizar las series por sector, pudimos concluir que, con las excepciones del caso, cada uno de los segmentos tienden a poseer una identidad propia en cuanto al rendimiento a largo plazo en su relación con el benchmark.

7.2 TENDENCIAS FUTURAS EN IPOs:

Dentro de las conclusiones finales del trabajo es mi intención focalizar dos tendencias futuras que se ven en el horizonte de las IPOs:

- De acuerdo a lo que se puede apreciar en los mercados (EEUU, Alemania, Reino Unido, etc), el número de IPOs tenderá a disminuir en el futuro, acrecentándose la calidad de cada emisión. Las regulaciones tienden a ser cada vez más estrictas y menos compañías son capaces de superar esas barreras de entrada establecidas en protección del público inversor.
- Es comentado como un tema de discusión en el presente trabajo más adelante de cara al futuro, pero es muy importante analizar el tema de las Ofertas Públicas Directas (OPDs) como tendencia que tal vez pueda imponerse después de algunos traspies. Una OPD es definida como una oferta pública en el mercado primario de acciones colocada directamente por la compañía sin el uso de intermediarios como un banco de inversión. En el caso de una OPD, en general, el emisor es quien conduce el proceso de organización, estructuración, administración y venta de la emisión sin el concurso de un banco de inversión como en el caso de las

Conclusiones finales

tradicionales IPOs. El surgimiento de OPDs por Internet fue posible por la rápida expansión de la tecnología de la red, explotando su uso masivo y las nuevas regulaciones de la SEC. En las OPDs de Internet, todo el proceso de oferta pública incluyendo la promoción y la venta, e inclusive las operaciones en el mercado secundario, es llevado a cabo en línea.

Cabe destacar que esta tendencia tiene grandes ventajas sobre las IPOs, como ser los menores costos involucrados, mayor eficiencia y mayor alcance gracias a Internet. Sin embargo, el emisor pasa a tener grandes responsabilidades sin la adecuada pericia que puede ofrecer un banco de inversión.

Al día de hoy, las experiencias conocidas de las OPDs fueron negativas, pero en un futuro es muy probable que a través de algún mecanismo puedan llegar a imponerse o captar al menos parte del mercado que tienen las actuales IPOs.

Finalmente, respecto al tema OPDs diremos que desde un punto de vista estrictamente del inversor, este tipo de emisiones son inherentemente muy riesgosas y no termina existiendo un mercado secundario líquido. Dado que no existe un banco de inversión colocando su reputación detrás de la emisión, un inversor potencial debe considerar las consecuencias de la asimetría de la información en la valuación de una OPD.

Las OPDs están más próximas a una colocación privada que a la tradicional IPO. De todas maneras, tendremos que ver cómo las compañías emisoras pretenden resolver en el futuro el problema de las enormes masas de dinero “dejadas sobre la mesa” producto de las subvaluaciones de sus emisiones y de seguro varias de ellas recurrirán a las OPDs como mecanismo.

7.3 SUGERENCIAS PARA LOS AGENTES ECONOMICOS

Luego de recorrer todo el análisis de la literatura más reciente sobre el tema de las IPOs paso a exponer algunas ideas sobre cuál es el criterio que deberían seguir inversores y emisores a partir de todo lo expuesto.

7.3.1 CONCLUSIONES PARA LOS INVERSORES

CONCLUSION I:

La evidencia es clara al indicar que los inversores deberían comprar las IPOs en un “hot issue market” cuando la emisión por lo general está subvaluada. Sin embargo, es de esperar que cuánto más subvaluada está la emisión, más difícil es conseguir comprar acciones de esa IPO. En un mercado “caliente” de emisión no todas las emisiones están subvaluadas, sino que las mismas están generalmente subvaluadas. Al mismo tiempo, en un

Conclusiones finales

mercado “frío” de emisión es significativamente más difícil conseguir emisiones subvaluadas, pero pueden existir. Lo ideal para los inversores es comprar al principio del ciclo del mercado “hot”, dado que en este estadio las emisiones están más subvaluadas.

CONCLUSION II:

Es de sumo interés para los inversores obtener datos que indiquen si la emisión se puede apreciar o no a partir del precio de oferta. Para ello puede ser muy interesante comparar el precio final de oferta de la emisión con el precio que figura en el prospecto preliminar. Ocurre que por lo general este prospecto preliminar es emitido en promedio tres semanas antes de la fecha de la emisión, siendo que durante este intervalo de tiempo los bancos organizadores conducen actividades pre-ventas, que permiten estimar cuál va a ser la demanda para una emisión cuando se coloque. Por ejemplo, vamos a citar el caso de Microsoft que salió a oferta pública en marzo de 1986. El prospecto preliminar indicaba un rango de precios entre 16US\$-19US\$, sin embargo, el precio final a que salió la acción a oferta pública fue de 21US\$. La acción cerró a 27.75US\$ el primer día de operaciones.

El ejemplo de Microsoft es un ejemplo extremo, pero nos indica que los bancos de inversión pueden llegar a percibir la fortaleza o debilidad de la demanda de la emisión, ajustando parcialmente para arriba o para abajo los precios de oferta inicial que figuran en el prospecto. Si ajustan el precio para arriba tienen conocimiento de que la demanda de la emisión es fuerte, pero como el ajuste es sólo parcial, parece existir una extremadamente alta probabilidad de un retorno positivo inicial. Similarmente, si el precio de oferta inicial es más bajo que el rango de precios publicado en el prospecto es de esperar un retorno inicial negativo.

7.3.2 CONCLUSIONES PARA LOS EMISORES DE IPOs

CONCLUSION I:

A veces se confunde en la literatura financiera “hot issue markets” con “heavy markets”. El “heavy market” tiene que ver con la gran cantidad de compradores potenciales de IPOs emitidas en un período de tiempo, mientras que el “hot issue market” tiene que ver con la subvaluación a que son sometidas esas emisiones. Habitualmente, existe un período posterior al ciclo de “mercado caliente de emisión”, donde todavía existen muchos compradores potenciales para las IPOs, pero al haber finalizado el período de calidez del mercado, ya la subvaluación es sensiblemente más baja. Allí es donde los emisores pueden obtener el mayor precio por sus IPOs sin perder la posibilidad de colocar sus emisiones en un mercado “heavy” con gran cantidad de compradores potenciales que existen como factor residual del período “hot market” ya finalizado.

Conclusiones finales

CONCLUSION II:

Como vimos en la Sección III de este trabajo, los emisores deberían intentar sacar a oferta pública sus IPOs, con el concurso de prestigiosos bancos organizadores y bajo una oferta pública de “compromiso firme” por parte del banco de inversión. La calidad del banco concomitantemente con el riesgo que está corriendo el mismo bajo la modalidad de colocación “compromiso firme”, certifica de alguna manera la calidad del emisor, incrementándose el precio que los inversores están dispuestos a pagar.

CONCLUSION III:

Los emisores deben tratar de proporcionar la mayor cantidad de información posible sobre sus firmas al momento de la emisión. Es claro que cuanto menor incertidumbre exista para los inversores acerca del valor de las firmas involucradas en la emisión, más bajo será el monto de subvaluación necesario para atraerlos.

7.4 ALGUNAS CONTROVERSIAS A RESOLVER PARA EL FUTURO:

He seleccionado algunas discusiones en el tema IPOs que la literatura financiera en el futuro tendrá que dilucidar. Por supuesto que estos tópicos que menciono en este punto, son a nivel ilustrativo y no pretenden ser para nada exhaustivos.

➤ **DISCUSION 1:**

Rock sostiene que únicamente se puede comprobar el “hot issue market” para la industria de recursos naturales, mientras que Ibbotson menciona que la existencia de esas anomalías se dá en todos los mercados sin importar de que industria se trate.

➤ **DISCUSION 2:**

Ritter (*Ilustración I*) determina que existe bajo rendimiento a largo plazo tomando un período de comparación que para no todas las acciones es de la misma extensión. Algunos autores toman tres años, otros cinco años, etc. La preguntas son:

- ¿Cómo se establece un criterio de uniformidad acerca del período para medir el bajo rendimiento a largo plazo?
- Los benchmarks son distintos según el mercado que consideremos. ¿Cómo se pueden aplicar criterios de uniformidad acerca de los benchmarks para relacionar IPOs emitidas en distintos mercados?

Conclusiones finales

➤ **DISCUSION 3:**

Esta discusión la dejo planteada dado que no la he visto tratada en los distintos trabajos de los autores sobre la materia. Las anomalías de mercado para IPOs son ampliamente difundidas para los mercados financieros desarrollados. ¿Se pueden aplicar los mismos criterios de análisis para los mercados emergentes? ¿Existe también consistentemente subvaluación y bajo rendimiento a largo plazo en las IPOs de los mercados emergentes?

➤ **DISCUSION 4:**

Existieron intentos de distintas firmas de emitir IPOs obviando la presencia de los bancos organizadores tratando de otorgar al mundo inversor más transparencia en la colocación. ¿Es posible? ¿Cómo puede ayudar Internet en lograr ese fin? Algunos autores sostienen que ello es factible y otros argumentan que es imposible lograr una subasta pública de acciones vía Internet dado que los bancos organizadores son imprescindibles en el proceso. ¿Quién está en lo cierto? El caso del banco Hambrecht es un caso emblemático a este respecto por el fracaso que experimentó al pretender colocar un OPD, sin el concurso de un banco intermediario que organice la emisión.

➤ **DISCUSION 5:**

Existe el bajo rendimiento a largo plazo de las IPOs? Repasamos en este trabajo muchos estudios que sostienen que el bajo rendimiento a largo plazo de las IPOs es claro, aunque son débiles los mecanismos para medirlo. Sin embargo, un nuevo estudio conducido por dos profesores de la Universidad de Harvard, ya mencionados en este trabajo, Gompers y Lerner, toman una visión “larga” de las IPOs estudiando el rendimiento que tuvieron más de 3600 compañías que salieron a oferta pública entre 1935 y 1972, un período de tiempo que ha sido por la literatura altamente ignorado porque precede al advenimiento del Mercado del Nasdaq y porque la información para realizar los estudios cuantitativos es difícil de obtener. Ellos comparan los rendimientos de las IPOs con el rendimiento promedio del mercado y con el rendimiento de compañías establecidas hace mucho tiempo que son de tamaño similar.

Concluyen que las compañías IPOs no tuvieron rendimientos ni mejores ni peores que las otras. Gompers y Lerner, sin embargo, no hacen comentarios en el debate acerca de si las IPOs tuvieron un rendimiento inferior a largo plazo durante la era Nasdaq. Pero ellos sí sostienen que si tuvieron las IPOs ese comportamiento, tuvo más que ver el mismo con un “accidente histórico” que con la evidencia de anomalías del mercado de IPOs perdurables en el tiempo.

De seguro, la literatura financiera que se desarrollará en los próximos años sobre este fascinante tema de las IPOs tratará de echar luz sobre algunos de todos estos aspectos inconclusos, que están bastante claramente enmarcados y definidos, pero que no todos

Conclusiones finales

tienen una respuesta satisfactoria y universal acerca de sus orígenes y soluciones.

Referencias

- Baron. D.P. “A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues”.
- Bayless Mark, Chaplinsky Susan. “Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance”. *The Journal of Finance*, Vol 51, N° 1, 1996
- Brav Alon, Gompers Paul. “Myth or reality? The Long-Run underperformance Of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-backed Companies”. *The Journal of Finance* Vol. 52, N° 5, 1997.
- Bolsar
- Chemmanur, T. and Fulghieri P “A Theory of the Going-Public Decision”. *Review of Financial Studies* 12, 249-279, 1999
- Choe, H., Masulis R. and Nanda V. “Common Stock Offerings across the Business Cycle”. *Journal of Empirical Finance*, 1, 1993
- Helwege Jean, Liang Nellie. “Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets”. *Board of Governors of the Federal Reserve System and Ohio State University* 2001
- Ibbotson Roger, Jaffe Jeffrey F. “Hot issue” markets. *The Journal of Finance*. Vol. 30, N° 4.
- Ibbotson R., Sindelar J., Ritter J., “Initial Public Offerings”. *The new corporate finance: Where theory meets practice*, 328-336
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales

- Jain, B. and Kini O. “The post-Issue Operating Performance of IPO firms”. *The Journal of Finance*, 49, 1994
- Lerner J. “Venture Capitalists and the Decision to Go Public”. *Journal of Finance Economics*, 35, 293-316, 1994
- Loughran T., Ritter J. “The New Issues Puzzle”. *The Journal of Finance*. Vol 50, N° 1; 1995.
- Lucas D., Mc Donald R., “Equity issues and stock price dynamics”. *The Journal of Finance*, 45, 1019-1043
- Maksimovic, V. and Pichler P. “Technological Innovation and Initial Public Offerings”. *Review of Financial Studies*
- Rajan Raghuram, Servaes Henri. “Analyst following of Initial Public Offerings”. *The Journal of Finance*. Vol. LII, N° 2, 1997.
- Ritter Jay R. “The “hot issue” market of 1980”. *The Journal of Business*. Vol 57, Issue 2, 215-240.
- Rock. K., “Why New Issues Are Undepriced”. *Journal of Financial Economics* 15, 187-212
- “The Economist”, December 21st 2000

Referencias bibliográficas

- Tinic Seha M. “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock”. *The Journal of Finance* Vol 43, N°4
- Welch I. “Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings”. *The Journal of Finance*, Vol 44, N° 2
- Welch I., Ritter Jay. “A review of IPO activity, pricing and allocations”. *Yale International Center for Finance Working paper*, 2002.
- Zingales, L “Inside Ownership and the Decision to Go Public”. *Review of Economic Studies*, 62, 425-448