

THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) AND SEASONED EQUITY OFFERING (SEO)

Christian González I.

8 de mayo de 2022

1. Introducción

Cuando las firmas salen al mercado a buscar financiamiento, lo pueden hacer tradicionalmente de dos maneras, emitiendo deuda o acciones, cada opción tiene sus pro's y contras.

A continuación veremos qué sucede cuando las firmas desean expandir sus horizontes, ya sea porque tienen una gran cantidad de proyectos o presentan un gran crecimiento¹, de tal manera de que los flujos de caja son insuficientes y necesitan más recursos de los que puede generar y por lo tanto recurren a la emisión de acciones, para lo cual debemos destacar de que existen **dos tipos de emisiones** la pública y la privada, (que datallaremos más adelante), mientras que en el segundo tipo de emisión es la privada ² la cual no requiere una declaración de registro ante la SEC, en nuestro caso estudiaremos las emisiones del primero tipo, viendo sus pro's y contras.

2. Mecánicas de una IPO

El proceso tradicional de una primera emisión de acciones tiene una forma estándar:

1. Por lo general las grandes compañías, tienen un grupo de colocadores (*underwriters?*) que controlan la IPO. En donde el colocador líder (*lead underwriters?*) es el responsable de administrar la operación que por lo general es un banco de inversión, este facilita el proceso de emisión, otorgando la mayor parte de la asesoría y haciendo arreglos con otros colocadores (que se denominan **sindicatos**). Además el colocador también se compromete a establecer un mercado para las acciones después de la emisión, lo que garantiza que estas tengan liquidez.
2. Una vez que se tenga aprobación de la junta directiva, la empresa debe preparar y presentar una **declaración de registro** (*registration statement*), la cual contiene una gran cantidad de información financiera, además de los detalles sobre las operaciones actuales, el financiamiento propuesto y los planes a futuro. En este proceso tanto los directivos de la compañía como los colocadores trabajan de cerca para presentar el estado de registro y someterlo a la SEC.
3. La SEC se toma un *periodo de espera* para estudiar lo declarado. Durante ese periodo la compañía puede distribuir un folleto preliminar, que se conoce como *Red herring* ³, el cual contiene mucha información de la declaración de registro y cuya función es capturar potenciales inversionistas de la empresa. Si bien durante el periodo de espera la empresa no puede vender instrumentos, puede llegar a acuerdo de palabra.

¹También puede ser de que la firma desee abrirse a un mayor mercado de capitales buscando financiamiento más barato.

²Si la emisión se vende a menos de 35 inversionistas, se denomina privada

³Esto debido a las grandes letras rojas que contiene

4. La declaración entra en vigor a los 20 días de ser presentada, al menos que la SEC envíe una carta *comentarios* en la que sugiera cambios, una vez que entra en efecto la declaración de registro (la cual no contiene el precio de la nueva emisión), la SEC aprueba la venta de acciones y la empresa prepara la declaración final de registros y el **prospecto final**, que contiene los detalles de la IPO como el número de acciones a emitir y el precio de estas.⁴

2.1. Tipos de emisiones públicas y tipos de inversionistas

Existen dos tipos de emisión de acciones públicas, la oferta de efectivo que se vende a todos los inversionistas interesados y la oferta de derechos que se venden a inversionistas con las que ya cuenta la empresa, además existen dos tipos de acciones:

- **Acciones preferentes:** Por lo general tienen un pago de dividendos preferencial y prioridad en la liquidación, además dentro de estas están las que permiten ser convertidas en un número mayor de acciones comunes (ejemplo, se puede convertir una acción preferente en 10 acciones comunes) las cuales son llamadas **acciones preferentes convertibles**, sin embargo es normal que dichas acciones no tenga poder de voto dentro de una compañía.
- **Acciones comunes:** Estas son las que se venden a todo público y en general, no presentan prioridad en sus pagos y la liquidación depende de la liquidez de la acción, sin embargo estas si otorgan derecho a voto.

Teniendo claro los tipos de emisión y los tipos de acción es importante nombrar los tipos de inversionistas que puede atraer una empresa al momento de iniciar una OPI, los cuales son:

- **Inversionistas Angel:** Los inversionistas individuales que compran acciones de empresas privadas pequeñas son denominados inversionistas ángeles, estos por lo general aportan un gran aporte de capital para la empresa y tienen una influencia sustancial en las decisiones de la compañía, esto por la cantidad de experiencia que tienen.
- **Empresas de capital de riesgo (*Venture capital firms*):** Es una sociedad limitada que se especializa en obtener dinero para invertir en acciones privadas de empresas jóvenes, esta clase de empresas ofrece una ventaja a la IPO que otros no, y es que al estar diversificado (puesto de que se invierte en muchas otras compañías), los socios están más diversificados. Por otro lado, los socios que trabajan para la empresa de capital de riesgo y se encargan de su operación, se denominan capitalistas de riesgos (*venture capitalists*) los cuales utilizan su control para proteger sus inversiones, por lo que realizan un trabajo clave de sostenimiento y vigilancia de las IPO's.
- **Empresas de capital privado:** Son compañías muy parecidas a las de capital de riesgo, pero en vez de invertir en el capital de firmas nuevas invierten en empresas que ya existen en bolsa. En donde parten comprando acciones comunes de empresas que transan en bolsa, haciendo que la empresa pase a ser privada en una transacción que se denomina como *compra apalancada* (o *leverage buyout (LBO)*), por lo general estas compañías usan deuda para poder adquirir capital que financie la compra.
- **Inversionistas Institucionales:** Los inversionistas institucionales pueden ser fondos de pensión, compañías de seguro, fundaciones, etc. Los cuales inyectan una gran cantidad de liquidez a la compañía, pueden participar de manera directa en las compañías (lo más usual) o de modo indirecto.
- **Inversionista coporativo (*corporate investor, corporate partner, strategic partner, and strategic investor*):** Son corporaciones que invierten en empresas privadas, pero que a diferencia de los anteriores, buscan otro objetivo. Ya que los anteriores inversionistas buscan por objetivo obtener rendimientos financieros, no obstante los inversionistas corporativos persiguen con sus operaciones objetivos estratégicos de la corporación además del rendimiento.

⁴Es importante comentar de que el colocador trabaja en un proceso denominado **valuación** que consiste en definir un rango de precios límites para la empresa, mediante los distintos métodos de valoración.

Ahora nos yace preguntarnos por qué las empresas (sobre todo las *startups*) desean adquirir nuevos inversionistas, para lo cual debemos nombrar los beneficios y costos que tiene la emisión de acciones:

- Sirve como *signaling*, ya que permite de que el mercado diferencie a las empresas buenas de las malas, lo cual puede favorecer a las empresas más eficientes y perjudicar a las menos eficientes. Por otro lado, empresas que trabajen con un banco de inversiones prestigioso para colocarse en el mercado suelen tener una ventaja adicional, que es la reputación del colocador.
- Los bancos tienden a prestar a una tasa muy alta a las empresas pequeñas (sobretudo a las *startups*), por lo tanto según el *pecking order* cuando el costo de la deuda es muy alto se debe financiar vía capital.
- Por lo general, emitir acciones cuando una compañía ya está inmersa en el mercado financiero es una manera más rápida de adquirir liquidez, por lo tanto cuando existen proyectos muy próximos el financiamiento vía capital es atractivo.
- Una manera de diversificarse es mediante la emisión de acciones puesto de que se comparte el riesgo de la compañía con otros inversionistas. Esta última ventaja es también una desventaja, puesto de que aumenta la dispersión y por ende aumenta las dificultades de monitoreo, lo que representa una pérdida de control.
- Al revelar información sobre las operaciones de la compañía, la cual puede ser utilizada/explotada por la competencia.
- Al emitir se puede atraer inversionistas ángeles u de otros tipos que tengan mayores conocimientos de la industria y/o de la operación.

La venta de acciones se puede distinguir por rondas:

- *Pre-money evaluation*: Es el valor de las acciones en circulación con el precio en la ronda de financiamiento (es decir el primer precio que toma la acción).
- *Post-money evaluation*: Es el valor total de la empresa (es decir el de las acciones antiguas más las nuevas).

Ejemplo

Suponga que hace tres años, usted financió su propia compañía e invirtió \$100.000 de su dinero y recibió a cambio 5 millones de la serie A de acciones preferentes. Desde entonces, su compañía ha pasado por tres rondas adicionales de financiamiento:

Ronda	Precio (\$)	Número de acciones
Serie B	0.50	1.000.000
Serie C	2.00	500.000
Serie D	4.00	500.000

- ¿Cuál es la *Pre-money evaluation* para la ronda de financiamiento de la serie D?
- ¿Cuál es la *Post-money evaluation* para la ronda de financiamiento de la serie D?
- Si se supone que usted sólo posee acciones preferentes de la serie A (y que cada acción de todas las serie de acciones es convertible a una acción de las comunes). ¿Qué porcentaje de la empresa posee usted después de la última ronda de financiamiento?

3. Tipos de ofertas de la IPO

Una vez establecido los mecanismos para iniciar una IPO y explicar los potenciales inversionistas en conjunto con las ventajas/desventaja que trae el proceso, nos yace ver la mecánica mediante la cual el IPO transa sus acciones y se define el precio. Para lo cual debemos mencionar de que cuando esta se desean hacer pública la administración debe trabajar con un **agente colocador** que en resumidas cuentas es un banco de inversión que administra la oferta y diseña su estructura, existen varias pero son destacables 3 formas:

- IPO al mejor esfuerzo (*Best-Efforts IPO*): El colocador no garantiza que se vendan todas las acciones, sino que trata de venderlas al mejor precio posible, en donde el colocador recibe una comisión por vender la acción, es común que se haga un todo o nada.
- IPO en firme o compromiso en firme (*Firm Commitment*): En este el agente colocador compra todas las acciones ofertadas por la compañía a un precio menor al ofertado, por lo tanto si no vende todas las acciones se ve en una encrucijada: debe aceptar un precio más bajo o no venderlas, en ambos casos absorberá la pérdida. Debido a este riesgo es que se dice de que los bancos de inversiones actúan como *suscriptores*. Es normal de que los colocadores se unan con otros para disminuir el riesgo que implica este método, al grupo de *suscriptores* se les llama **consorcio** y además de compartir el riesgo ayudan a vender las acciones. La diferencia entre el precio de compra del *suscriptor* y el precio ofertado se denomina como *separación o descuento*.
- IPO por subasta (*auction IPO*): En esta se vende de manera directa con el público, en donde deja que **el mercado fije el precio** a través de una subasta en donde los inversionistas hacen ofertas en un periodo determinado de tiempo y se vende al precio en que la demanda satisface la totalidad de la oferta en donde las personas que ofrecieron un precio mayor/igual terminan ganando y los que ofrecen menos terminan perdiendo.

Ejemplo de valuación de IPO por subasta

La compañía Mundell & Fleming, Inc. Vende 500.000 acciones en una IPO por subasta. Al final del periodo de oferta, el banco de inversión de Mundell & Fleming recibió las siguientes ofertas de compra:

Precio	Numeros de acciones ofertadas para compra
8	25.000
7.75	100.000
7.50	75.000
7.25	150.000
7.00	150.000
6.75	275.00
6.50	125.000

¿Cuál debiese ser el precio ofrecido para las acciones?

4. Interrogantes de la IPO's

Existen 4 hechos que sucede comunmente a las IPO's que son de interés para los inversionistas:

- Las IPO's parecen estar sub evaluadas, ya que en promedio el precio inicial de la IPO es mucho menor al precio que termina después de la operación (durante el día).
- El número de emisiones es muy cíclico, es decir cuando los tiempos son buenos se tiende a emitir demasiado y cuando los tiempos son malos ocurre lo contrario.
- Los costos que se incurre en una IPO son muy altos, por lo tanto parece poco lógico de que las empresas decidan optar por esta fuente de financiamiento.

- El desempeño de largo plazo de las empresas que recién comienzan a emitir es un poco deficiente.

5. Subvaluación

Algo común que ocurre en las IPO's, es que los agentes colocadores fijan un precio menor el primer día, de tal manera de que el rendimiento promedio del primer día sea positivo, esto lo hacen dado de que se sirve como una "señal costosa", ya que les interesa demostrar al mercado de que es una empresa buena y no mala, por lo tanto dejan de que el mercado se encargue de juzgarlas. Esto debido a que si la compañía demuestra un buen rendimiento, su acción será más demandada, lo cuál se traducirá en un mayor precio, en el caso contrario si la empresa no logra demostrar de que es buena su demanda será menor a la oferta de acciones y por ende su precio caerá. Si vemos los resultados internacionales de las IPO's tendremos de que:

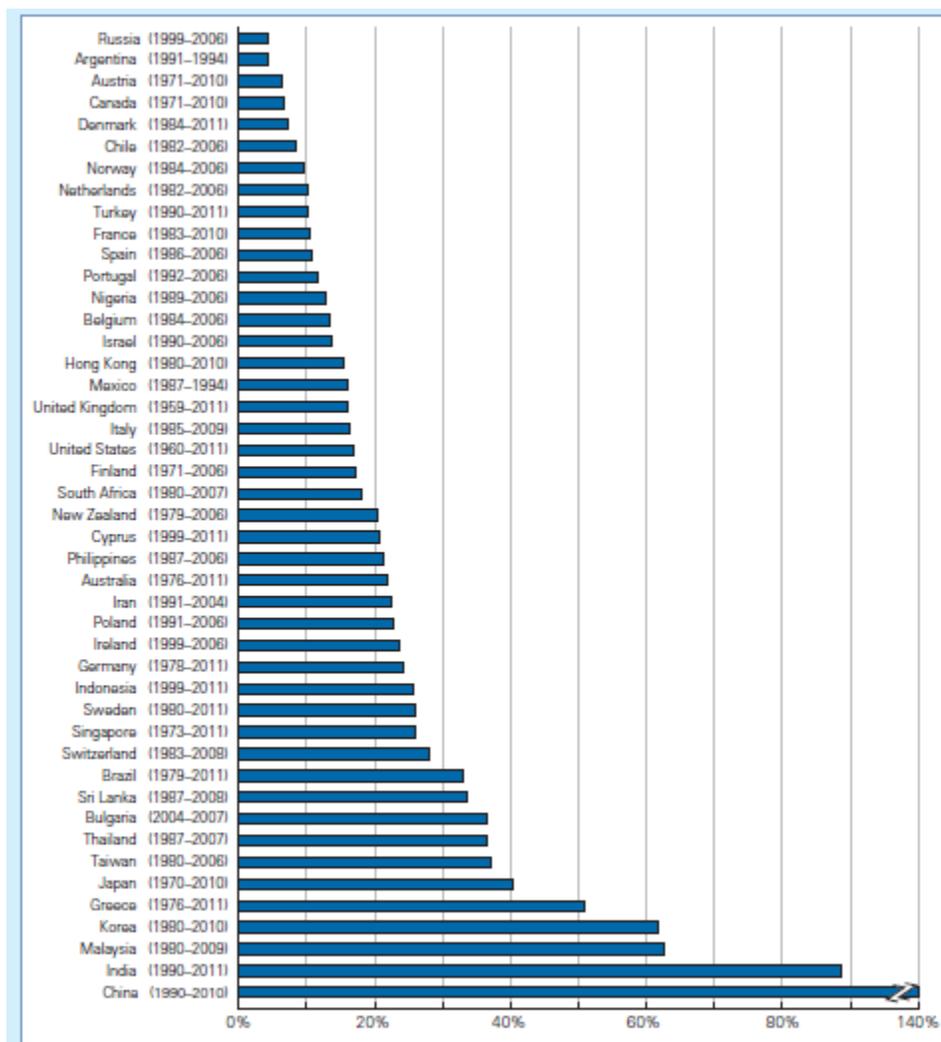


Figura 1: Las barras muestran el rendimiento promedio de las OPI's en el primer día.

La pregunta que nos interesa responder es **¿Quiénes son los que terminan perdiendo?**, ni el agente colocador pierde ni los inversionistas que compran la acción luego de la emisión ⁵, los que terminan perdiendo

⁵Esto suponiendo de que los rendimientos promedios del primero día son positivo, sin embargo puede ocurrir lo contrario (ver el caso de facebook).

son los inversionistas que tenían la acción antes de la emisión, puesto de que el precio con el que se oferta será mucho menor.

6. Segunda emisión de acciones (*Seasoned equity offering (SEO)*)

Para explicar las demás interrogantes, es necesario introducir a la segunda emisión de acciones, esta se basa en emitir acciones cuando la empresa ya está envuelta en el mercado, lo cual traerá efectos en el mercado distintos a la primera emisión de acciones, para lo cual debemos pensar de que, guiándonos por el *pecking order*, la empresa al momento de buscar financiamiento lo hará con el siguiente orden:

1. Lo primero lo hará con los flujos de cajas operacionales.
2. En segundo lugar será mediante deuda no riesgosa.
3. Tercero vendrá la deuda riesgosa.
4. Finalmente se hará mediante levantamiento de capital.

Por lo tanto al emitir acciones, es normal de que el precio caiga debido a que los inversionistas, *a priori*, son mal pensados y crean de que la empresa ya no puede pedir prestado debido a que la deuda le está costando demasiado y por ende el precio de la acción está sobrevalorada, ya que no representa el riesgo real que tiene la compañía, por ende la empresa busca vender parte del patrimonio debido a esto último.

La manera en que se anuncia la venta de acciones es mediante los anuncios de emisión (*Tombstones*), en donde se detalla si es una *cash offer* en donde la empresa ofrece acciones al público en general o *right offer* en donde la empresa ofrece nuevas acciones sólo a accionistas existentes en la compañía y que cumplan con ciertas condiciones, este último mecanismo busca resguardar la riqueza de los inversionistas que existen en la compañía, además de buscar efectos en la dilución del patrimonio (es decir, que haya menos diluciones que si se vendiera a todo el público), con los siguientes ejercicios quedará más claro las dos tipos de emisiones:

6.1. Primera emisión de acciones

En el mercado financiero existen dos tipos de empresas LEON y CACIQUE las cuales tienen las siguientes características:

	LEON	CACIQUE
VM Real de los Activos	\$150	\$50
Valor de la Deuda	\$0	\$0
N° de Acciones	10	10

Sin embargo, los inversionistas no son capaces de ver el real valor de los activos y sólo saben que existe una probabilidad del 50% que la empresa sea del tipo LEON y un 50% que sea del tipo CACIQUE. Además, ambas empresas tienen la opción de invertir en un proyecto el cual tiene una inversión inicial de \$100 y genera un VAN de \$10. Si deciden realizar este proyecto deben financiarlo con nueva emisión de acciones. En base a lo anterior responda:

- a) Si los inversionistas no saben diferenciar entre la empresa LEON y CACIQUE, ¿Es posible que ambas empresas tengan el mismo precio? Determine el precio de las acciones sin incorporar el nuevo proyecto, pero teniendo en cuenta que **EXISTEN asimetrías de información**.
- b) **Asumiendo que NO EXISTEN asimetrías de información**. Determine el precio de la acción antes del proyecto y luego de haber decidido la realización del proyecto. Además, determine el número de acciones a emitir para financiar el proyecto (para ambas empresas).

- c) **Asumiendo que EXISTEN asimetrías de información** Determine el número de acciones a emitir por ambas empresas. Basándose en su respuesta en (a) y (b) ¿Cuál empresa decide no realizar el proyecto? ¿Cuál empresa decide realizar el proyecto? Muestre matemáticamente su respuesta y explique intuitivamente.

6.2. Ejemplo segunda emisión de acciones

La empresa Olin tiene actualmente 20 millones de acciones circulando a un precio de \$60 por acción. A Olin le gustaría levantar nuevos recursos y ha anunciado emisión de acción de la forma de “right offer”. Cada accionista actual de la compañía tendrá un derecho por acción que tenga en su poder. Olin planea la emisión definiendo que cada accionista actual podrá comprar una nueva acción utilizando cuatro derechos. El precio de las acciones nuevas se definió en \$40.

- ¿Cuándo la emisión es todo un éxito?
- Asumiendo que la emisión es todo un éxito, ¿Cuánto dinero se va a levantar?
- ¿Cuál será el precio de la acción después de la emisión para las acciones nuevas y antiguas?
- Suponga que la empresa cambia el plan de emisión y ahora sólo se requiere un derecho para comprar una nueva acción a un precio de \$10. ¿Cuánto dinero se va a levantar?
- ¿Cuál será el precio de la acción después de la emisión para las acciones nuevas y antiguas?
- Determine cuál es el mejor plan para los accionistas actuales. ¿Dónde se sufre mayor dilución? ¿Qué derecho vale más?

Finalmente, es necesario argumentar de que el rendimiento posterior a la emisión de acciones dependerá sobre en qué se gasta el dinero recaudado, es decir, si el flujo de caja proveniente de la emisión de capital se invierte en proyectos rentables la compañía volverá al precio de acción antes de la segunda emisión e incluso mayor, en el caso de no ser así el precio de la acción podrá verse en un declive. Si vemos la evidencia empírica tendremos de que:

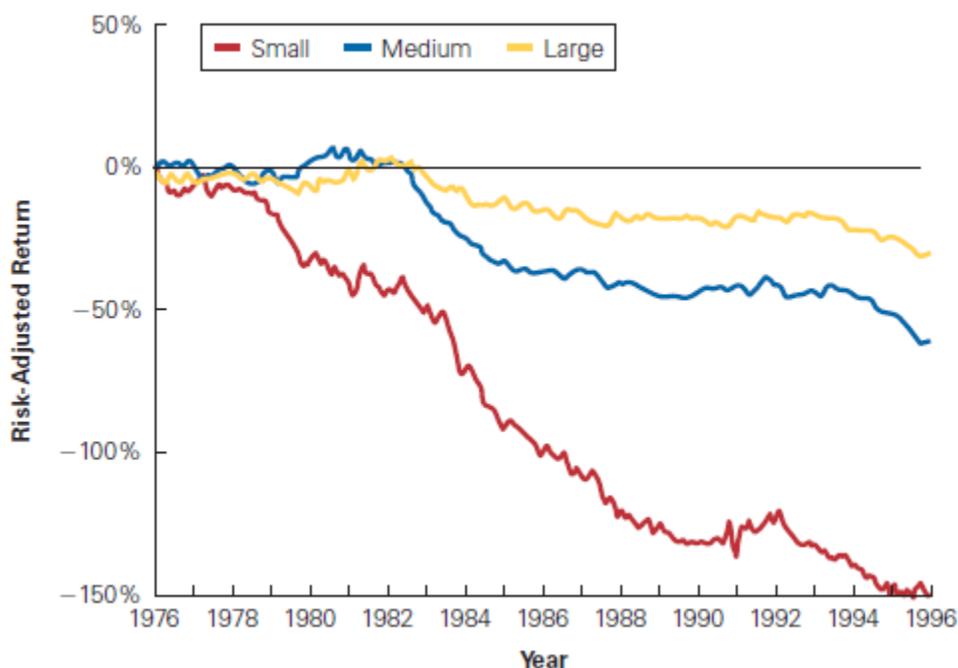


Figura 2: Rendimiento ajustado por riesgo, para el caso de Estados Unidos.

Lo que se puede observar en la figura 2, es que lamentablemente el rendimiento de las compañías posterior a la segunda emisión es deficiente, en particular para las empresas pequeñas.

7. Ciclicidad

Una vez explicada la primera y segunda emisión de acciones es necesario informar de que, lo que ocurre en el mercado, es que la creación de las OPI's es muy pro-ciclo, es decir, cuando el mercado está muy *bull's* (también se le llama *hot market*) hay más probabilidades de que existan firmas malas que quieran hacerse pasar por buenas y viceversa, ya que el mercado está tan acelerado de que no alcanza a distinguir unas de las otras.

Otra posible explicación, es que al existir más oportunidades de crecimiento las empresas necesiten un mayor flujo de cajas y por ende recurran a la IPO's, ambas explicaciones se pueden complementar. Graficando el crecimiento con el número de IPO's, tendremos de que:

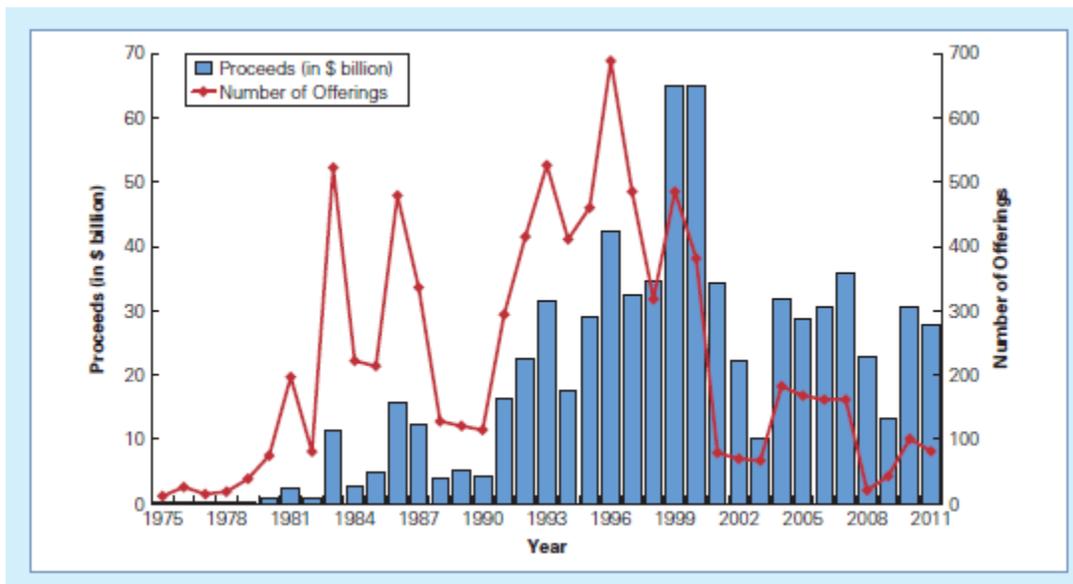


Figura 3: Creación de IPO's y producto para el caso de Estados Unidos

Además, como se nombró anteriormente, uno de los problemas que tiene la IPO es que su rendimiento de largo plazo es deficiente, lo cual se asocia con la segunda emisión de acciones, esto debido a que muchas compañías vuelven a recurrir a este mecanismo y como comentamos en la sección anterior, esto conlleva a costos, asociados a las señales que produce estas medida.