

# EMISIÓN PÚBLICA DE TÍTULOS

AUTOR: RANDALL MADRIGAL



San Marcos

## Contenido

INTRODUCCIÓN .....	2
OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS EN BOLSA.....	2
MÉTODOS ALTERNATIVOS DE EMISIÓN .....	5
LOS BANCOS DE INVERSIÓN, LOS SUSCRIPTORES Y LA FIJACIÓN DEL PRECIO EN OPI6 EL ANUNCIO DE LA EMISIÓN Y EL COSTO DE NUEVAS EMISIONES.....	7
LOS DERECHOS DE SUSCRIPCIÓN Y EL EFECTO EN PRECIO DE MERCADO Y LA CONTABILIDAD .....	9
EL MERCADO DE CAPITAL PRIVADO VERSUS LA OFERTA PÚBLICA.....	10
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	11



## INTRODUCCIÓN

Los aspectos relacionados con las opciones de financiamiento que ofrecen los mercados financieros no son sencillas. Existen una serie de interrogantes a las cuales es necesario buscar una respuesta para efectos de tomar decisiones bien informadas. Para entender muchas de las interrogantes que puedan aparecer es necesario conocer los diferentes mecanismos y sus dinámicas. Identificar los mercados de valores, conocer las características de sus participantes y entender los sistemas de negociación alternativos son claves para todo administrador financiero global que busca obtener las mejores opciones de financiamiento.

## OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS EN BOLSA

De acuerdo con el material de los módulos anteriores se puede concluir que todas las empresas necesitan obtener capital para financiar sus operaciones a lo largo de su vida. La obtención del capital puede ser usando capital accionario como las acciones preferentes y las acciones comunes y también usando deuda como los bonos o los préstamos bancarios. Como se verá, el financiamiento a través de una Bolsa de Valores es una buena alternativa tanto para financiar necesidades de capital de trabajo como para financiar proyectos de gran envergadura que le permitan a la empresa generar valor. En esta lectura se pretende abordar una serie de aspectos relacionados con la emisión pública de valores, por lo que el enfoque se dirige al proceso de cotizar en bolsa y por lo tanto temas relacionados con la venta de valores al público.

Para recaudar dinero, las empresas recurren a colocaciones privadas u ofertas públicas. La colocación privada implica la venta directa de la emisión de un nuevo valor a un inversionista o grupo de inversionistas, como una empresa de seguros o un fondo de pensiones. Sin embargo, la mayoría de las empresas recaudan dinero a través de una oferta pública de valores, que es la venta de bonos o

acciones al público en general.

Cuando una compañía o entidad gubernamental vende bonos o acciones directamente a los inversionistas y recibe efectivo a cambio, se dice que ha vendido valores en el mercado primario. Después de la transacción en el mercado primario, cualquier negociación de los valores no implica directamente al emisor, y este último no recibe dinero adicional por tales transacciones posteriores. Una vez que los valores comienzan a negociarse entre inversionistas, se vuelven parte del mercado secundario. En intercambios grandes de acciones se pueden negociar miles de millones de acciones en un solo día entre compradores y vendedores, y todas estas transacciones corresponden al mercado secundario. El dinero fluye de los inversionistas que compran acciones a los inversionistas que las venden, y las compañías cuyas acciones se negocian no se ven afectadas en gran medida por las transacciones. El mercado primario es aquel en el que se venden valores “nuevos”. El mercado secundario se considera como un mercado de valores que ya están en circulación. (Gitman y Zutter, 2016, p.31)

Para ampliar lo anterior es importante hablar sobre el mercado de capitales, el cual es un mercado financiero donde se negocian valores a largo plazo como los bonos y las acciones. Cuando una empresa necesita recaudar dinero acude a colocaciones privadas u ofertas públicas; en el primer caso existe una venta directa de un valor nuevo (emisión) a un inversionista o varios mientras que en el segundo caso se obtiene fondos mediante la oferta pública de valores, es decir mediante la venta de acciones o bonos al público en general.

La estructura de un mercado de capitales está en función de mercado de valores que se puede ver como un mecanismo dirigido a permitir la emisión y colocación de valores.

**LA ESTRUCTURA DE UN MERCADO DE CAPITALES ESTÁ EN FUNCIÓN DE MERCADO DE VALORES QUE SE PUEDE VER COMO UN MECANISMO DIRIGIDO A PERMITIR LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE VALORES.**

Ahora bien, si se habla de un mercado de valores es fundamental hablar de un sistema bursátil, el cual se puede definir como el marco institucional que brinda las facilidades regulatorias, administrativas y operativas que garanticen un adecuado funcionamiento del mercado de valores. La función de este marco institucional implica contribuir al establecimiento de los precios de mercado de los diferentes instrumentos. La base del sistema bursátil reposa en una o varias bolsas

de valores donde se llevan a cabo las negociaciones de valores empresariales y gubernamentales.

**Figura #1. Sistema bursátil costarricense**



Fuente: Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica

Los principales participantes del sistema bursátil costarricense pueden verse en la figura #1. Una bolsa de valores es un ente que tiene unas funciones y obligaciones específicas, dirigidas a proveer las condiciones

regulatorias y tecnológicas necesarias para facilitar la negociación de títulos valores.

De acuerdo con el reglamento sobre oferta pública de valores de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) de Costa Rica, artículo #5:

“Se entiende por oferta pública de valores todo ofrecimiento, expreso o implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados”. (SUGEVAL, 2006, p.7)

## MÉTODOS ALTERNATIVOS DE EMISIÓN

En Estados Unidos hay una variedad de normas y reglamentos que regulan las negociaciones de valores. La Comisión de valores y bolsas o SEC (Securities and Exchange Commission) administra las leyes relacionadas con las emisiones de títulos. Si una compañía quiere emitir un título nuevo puede negociarlo como emisión privada si la emisión se vende a menos de 35 inversionistas, o como emisión pública.

Con respecto a las ventas de acciones, se presentan dos formas de emisiones públicas: una oferta de derechos de suscripción donde se ofrece inicialmente los valores a los accionistas actuales; y una oferta en efectivo general donde se ofrecen los valores al público en general. Estas son más comunes en el mercado estadounidense.

Una OPI (oferta pública inicial) es la primera emisión pública de capital accionario y ocurre cuando se cotiza por primera vez en bolsa. Toda oferta pública inicial son ofertas en efectivo ya que, si los accionistas actuales quieren comprar acciones, entonces no tendrían que ofrecerlas al público.

Los métodos de emisión de títulos se presentan en la siguiente página, en la figura #2.

**Figura #2. Métodos de emisión de nuevos títulos**



Método	Tipo	Definición
Público Oferta en efectivo tradicional negociada	Oferta en efectivo con compromiso en firme	La empresa negocia un acuerdo con el banco de inversión para suscribir y distribuir las nuevas acciones. Los suscriptores compran una cantidad especificada de acciones y las venden a un precio más alto.
	Oferta en efectivo al mejor esfuerzo	La empresa hace que los banqueros de inversión vendan la mayor cantidad posible de acciones nuevas al precio acordado. No hay garantía sobre la cantidad de efectivo que se reunirá.
	Oferta en efectivo mediante subasta holandesa	La empresa hace que los banqueros de inversión subasten acciones para determinar el precio de emisión más alto que se pueda lograr para una cantidad determinada de acciones por vender.
Suscripción privilegiada	Oferta directa de derechos	La empresa ofrece las nuevas acciones directamente a sus accionistas.
	Oferta de derechos por suscripción.	Al igual que la emisión directa de derechos, contiene un acuerdo de suscripción privilegiada con los accionistas. Los suscriptores garantizan un ingreso neto.
Oferta en efectivo no tradicional	Oferta en efectivo en reserva (o "de anaquel").	Las empresas que califican pueden autorizar todas las acciones que esperan vender en un periodo de dos años y venderlas cuando sea necesario.
	Oferta en efectivo competitiva en firme	La empresa puede elegir otorgar un contrato al suscriptor mediante una subasta pública en vez de una negociación.
Privado	Colocación directa	Los títulos se venden en forma directa al comprador quien, al menos hasta hace poco, en general no podía revender los títulos en al menos dos años.

Fuente: Ross, Westerfield y Jordan (2018)

## LOS BANCOS DE INVERSIÓN, LOS SUSCRIPTORES Y LA FIJACIÓN DEL PRECIO EN OPI

Los bancos de inversión son entes que ayudan a las compañías a obtener fondos, dan asesoría relacionada con operaciones grandes e importantes como fusiones o reestructuraciones financieras, y también participan en actividades de negociación y creación de mercado. Muchas veces el éxito que tenga un banco de inversión en el mercado depende de su buen nombre y experiencia.

Los bancos de inversión desempeñan una función decisiva en las nuevas emisiones de títulos. Ofrecen asesoría, ponen a la venta los títulos (después de investigar la capacidad de respuesta del mercado a la emisión) y aseguran las

ganancias. Aceptan el riesgo de que el precio de mercado baje entre la fecha en que se establece el precio de oferta y el momento en que se vende la emisión. (Ross et al., 2018, p.629)

El lector debe hacer la lectura de las páginas de la 488 a la 492 del libro Fundamentos de finanzas corporativas de Ross, Westerfield y Jordan que se encuentra en eLibro, para estudiar sobre los suscriptores y su participación en la emisión de valores

Uno de los aspectos más complicados a los que se enfrenta un banco de inversión cuando se trata de ofertas públicas iniciales es la determinación del precio de la oferta. Si la emisión se cotiza a un precio muy alto con respecto al mercado es probable que no se coloque y por lo tanto debe retirarse, si por el contrario se cotiza a un precio bajo con respecto al valor del mercado los accionistas actuales se encontraría com un costo de oportunidad. Ambas situaciones, por lo tanto, representan un costo potencial.

La subvaluación, obviamente ayuda a los nuevos accionistas a obtener un mayor rendimiento de las acciones que ellos compran. Sin embargo, a los accionistas existentes de la empresa emisora no les ayuda la subvaluación. Para ellos, esto es un costo indirecto de emisión de nuevos valores. Por ejemplo, considere la OPI del minorista chino Alibaba, en septiembre de 2014. El precio de la acción fue de 68 dólares en la OPI y subió a un máximo del primer día de 99.70 dólares, antes de cerrar en 93.89 dólares, una ganancia de alrededor de 38.1%. En función de estas cifras, Alibaba estaba subvaluado por cerca de 25.89 dólares por acción. (Ross et al., 2018, p.631)

## **EL ANUNCIO DE LA EMISIÓN Y EL COSTO DE NUEVAS EMISIONES**

Los procesos básicos para una oferta de acciones maduras y para una oferta pública inicial son los mismos. Sin





embargo, el día del anuncio de una oferta de acciones maduras ocurre algo curioso. Parece razonable pensar que las compañías contratan el nuevo financiamiento a largo plazo luego de intentar proyectos con valor presente neto positivo. En consecuencia, cuando se anuncia el financiamiento externo, el valor de las acciones de la empresa en el mercado debería subir. Como se mencionó en un capítulo anterior, esto es precisamente lo contrario de lo que ocurre en realidad. El precio de las acciones de la empresa tiende a bajar después del anuncio de una nueva emisión de acciones comunes. (Ross et al., 2018, p.633)

Una probable razón de lo anterior podría deberse a la información administrativa. Si la administración contara con mejor información sobre el valor que tiene la empresa en el mercado, es probable que tenga conocimiento de en cuál momento estará sobrevaluada. Si ese fuera el caso, emitiría acciones nuevas cuando el valor de mercado sea mayor al valor correcto lo cual beneficiará a los actuales accionistas. Otra razón, podría deberse a la capacidad de endeudamiento. Si los administradores

**SI LA ADMINISTRACIÓN CONTARA CON MEJOR INFORMACIÓN SOBRE EL VALOR QUE TIENE LA EMPRESA EN EL MERCADO, ES PROBABLE QUE TENGA CONOCIMIENTO DE EN CUÁL MOMENTO ESTARÁ SOBREVALUADA.**

financieros de una empresa tienen a disposición información especial sobre la posible aparición de problemas financieros, es muy probable que se inclinen a buscar fondos vía capital accionario y no vía deuda. Si el mercado interpreta estos sucesos de cierta manera, entonces el precio de las acciones bajará cuando se anuncie la nueva emisión de acciones. Una última razón, se relaciona con los costos de emisión, ya que existen costos importantes relacionados con la venta de títulos de valores.

Como conclusión, independientemente de la razón detrás del precio de la acción tras el anuncio de una nueva emisión, este hecho representa un ejemplo de costos indirectos de venta de valores.

El lector debe hacer la lectura de las páginas de la 634 a la 637 del libro Finanzas corporativas de Ross et al. que se encuentra

en eLibro, para comprender los costos de nuevas emisiones.

## **LOS DERECHOS DE SUSCRIPCIÓN Y EL EFECTO EN PRECIO DE MERCADO Y LA CONTABILIDAD**

Cuando se venden acciones nuevas al público, es probable que disminuya la propiedad proporcional de los accionistas existentes. Sin embargo, si los estatutos de constitución de la empresa contienen un derecho preferente de suscripción, debe ofrecer cualquier emisión nueva de acciones comunes primero a los accionistas existentes. Si su acta constitutiva no incluye el derecho, la empresa tiene la opción de ofrecer la emisión directamente a los accionistas o al público.

La emisión de acciones comunes que se ofrecen a accionistas existentes se conoce como oferta de derechos de suscripción (u oferta) o suscripción privilegiada. Cuando se realiza una oferta de este tipo se emiten derechos para cada accionista para que compre una cantidad específica de acciones nuevas de la empresa a un precio determinado en un cierto período, después del cual se dice que expiran los derechos. Los términos de las ofertas de derechos de suscripción se manifiestan en los certificados de acciones (warrants) o derechos de suscripción de acciones, que a menudo se negocian dentro o fuera del mercado de valores. (Ross, Westerfield y Jordan, 2018, p.503)

Complementado anterior, en lo que respecta a la oferta en efectivo, las ofertas de derechos de suscripción cuentan con beneficios a considerar; por ejemplo, para la empresa emisora, estas ofertas se perciben menos costosas que las ofertas en efectivo.

El lector debe hacer la lectura de las páginas de la 640 a la 642 y de la 644 a la 645 del libro Finanzas corporativas de Ross et al. que se encuentra en eLibro, para entender los efectos de derechos de suscripción sobre el precio de mercado y los valores contables.

## EL MERCADO DE CAPITAL PRIVADO VERSUS LA OFERTA PÚBLICA

Los mismos procedimientos generales aplicados para la emisión pública de bonos se aplican a las acciones, que deben registrarse ante la SEC, con un prospecto y todo lo demás. Aunque esta declaración de registro de la emisión de bonos al público es diferente del de la acción común, en los bonos la declaración de registro debe indicar un contrato vinculante entre emisor y los tenedores de bonos.

Otra diferencia es que más del 50% de la deuda se emite en privado. Existen dos formas básicas de financiamiento privado directo a largo plazo; préstamos a plazos y colocación privada.

Los préstamos a plazos son créditos comerciales directos, cuyos vencimientos son de uno a cinco años. La mayoría de los préstamos a plazos son reembolsables durante la vida del préstamo. Los prestamistas pueden ser bancos comerciales, compañías de seguros y otros que se especializan en finanzas corporativas. Las colocaciones privadas son muy semejantes, excepto que el período de vencimiento es mayor. (Ross, Westerfield y Jordan, p.511)

Es importante recordar que los costos de flotación asociados con la venta de deuda son más bajos si se compraran con los costos asociados con la venta de acciones.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Gitman J., Lawrence; Zutter J., Chad (2016). Principios de Administración Financiera. México, Pearson Educación.

Ross A., Stephen; Westerfield, W., Randolph; Jaffe F., Jeffrey; Jordan D., Bradford (2018). Finanzas Corporativas. México, McGraw-Hill.

Ross A., Stephen; Westerfield, W., Randolph; Jordan D., Bradford (2018). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México, McGraw-Hill. Utilizar formato APA

SUGEVAL (2006). Reglamento sobre oferta pública de valores. Publicado en el Diario Oficial La Gaceta No.88





[www.usanmarcos.ac.cr](http://www.usanmarcos.ac.cr)

San José, Costa Rica