

ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA • MERCADOS DE CAPITAL

La salida a bolsa

Economía, mecánica y estrategia de una IPO

Del problema de la asimetría de información al proceso de precio, bookbuilding y asignación — con aplicación al caso colombiano.

Material de lectura para posgrado • Finanzas corporativas y mercado de capitales

De la teoría a la práctica de una IPO

01

El porqué

Asimetría de información, revelación y por qué el precio es un problema.

02

El precio

La derivación cuantitativa: de valor patrimonial a precio por acción.

03

El mecanismo

Bookbuilding, underpricing y asignación como extracción de información.

04

Los incentivos

El triángulo emisor-colocador-inversionista y la calidad de la información.

05

El contexto

Mercados profundos vs. estrechos, y el caso colombiano en detalle.

06

La síntesis

Las decisiones concretas del colocador y del inversionista.

1. EL PORQUÉ DE UNA IPO

Vender participaciones es vender algo que el comprador no puede verificar

El problema de los «limones» (Akerlof, 1970). Si el comprador no distingue calidad, paga un precio promedio; las buenas empresas no aceptan venderse barato y se retiran; el mercado se desliza hacia la baja calidad.

Myers y Majluf (1984). Si la administración sabe más que el mercado, emitirá acciones cuando las crea sobrevaloradas — el mercado lo anticipa y castiga el anuncio de emisión.

La jerarquía de financiamiento (Myers, 1984). Recursos internos, luego deuda, y solo al final acciones — porque emitir manda la peor señal.

¿Por qué salir a bolsa, entonces?

Pagano, Panetta y Zingales (1998): no siempre es captar capital para invertir.

- Reequilibrar la estructura de capital
- Dar liquidez a fundadores y fondos
- Aprovechar ventanas de valoración alta
- Ganar poder de negociación frente a bancos
- Tener «moneda» propia para adquisiciones

1. EL PORQUÉ DE UNA IPO

Cuatro distinciones que no se deben confundir

Oferta primaria

Emite acciones nuevas y capta capital para la empresa. Diluye a los accionistas actuales.

Oferta secundaria

Vende acciones ya existentes de algunos accionistas. No capta capital nuevo ni diluye.

Mercado primario

El de la emisión. Una IPO es, ante todo, un evento del mercado primario.

Mercado secundario

El de la negociación posterior entre inversionistas, tras la emisión.

IPO ≠ OPA. Una IPO es un evento del mercado primario: emisión de acciones nuevas o venta de acciones existentes por primera vez al público. Una oferta pública de adquisición (OPA) es una operación del mercado secundario — una toma de control sobre acciones que ya existen y ya cotizan —, no una emisión.

2. LA REVELACIÓN

La revelación reduce la asimetría — no la elimina

Lo que SÍ hace

Obliga al emisor a revelar información material: negocio, riesgos, estados financieros auditados y análisis de la administración, en el documento de revelación.

En EE. UU.: prospectus del Form S-1. En Colombia: prospecto de información (Decreto 2555 de 2010).

Lo que NO hace

No garantiza que la inversión sea buena. La inscripción de un valor no equivale a una recomendación de inversión ni a una certificación sobre su bondad, precio, negociabilidad o la solvencia del emisor.

La inscripción dice «esto está debidamente revelado», no «esto conviene». El juicio de valor lo conserva el inversionista.

3. EL PRECIO

Sin historial de cotización, el precio no tiene ancla: debe construirse

El método dominante para defender un rango es la valoración relativa por comparables; el DCF se usa como prueba de consistencia, no como base principal.

Razón práctica

El DCF de una empresa que sale a bolsa —joven, en crecimiento, flujos inciertos— es muy sensible a la tasa de descuento y al valor terminal.

Razón comunicativa

El precio debe ser defendible ante el mercado: razonar en múltiplos de pares observables es verificable; un DCF propio invita a una discusión interminable de supuestos.

El múltiplo correcto depende de la etapa del negocio

P/E forward

Empresas rentables y estables

→ valor patrimonial directo

EV/EBITDA

Neutraliza la estructura de capital

→ hay que restar deuda neta

EV/Ventas

Alto crecimiento, aún no rentables

→ hay que restar deuda neta

3. EL PRECIO

De valor patrimonial a precio por acción: el caso EjemploCo

Empresa ilustrativa que busca captar 600 (cifras en millones, salvo el precio por acción)

Paso	Concepto	Operación	Resultado
1	Utilidad neta proyectada (año 1)	dato	150
2	Múltiplo P/E forward del comparable	dato	18,0×
3	Valor patrimonial post-money en negociación	$18,0 \times 150$	2.700
4	Descuento de IPO (sobre el equity)	dato	12%
5	Valor post-money en fijación de precio	$2.700 \times (1 - 0,12)$	2.376
6	Capital a captar	dato	600
7	Valor patrimonial pre-money	$2.376 - 600$	1.776
8	Acciones existentes	dato	100
9	Precio de oferta por acción	$1.776 / 100$	17,76
10	Acciones nuevas (primarias)	$600 / 17,76$	33,78
11	Acciones totales post-IPO	$100 + 33,78$	133,78

Dos advertencias antes de usar el modelo

1

Supuesto declarado: ¿post-money o pre-money?

El modelo trata $P/E \times \text{utilidad}$ como valor post-money porque asume que la utilidad forward corresponde al negocio ya recapitalizado. Si en cambio esa utilidad fuera la del negocio autónomo (antes del despliegue del capital), el producto se aproximaría al valor pre-money — y restarle el efectivo lo contaría dos veces. Precise siempre cuál convención usa.

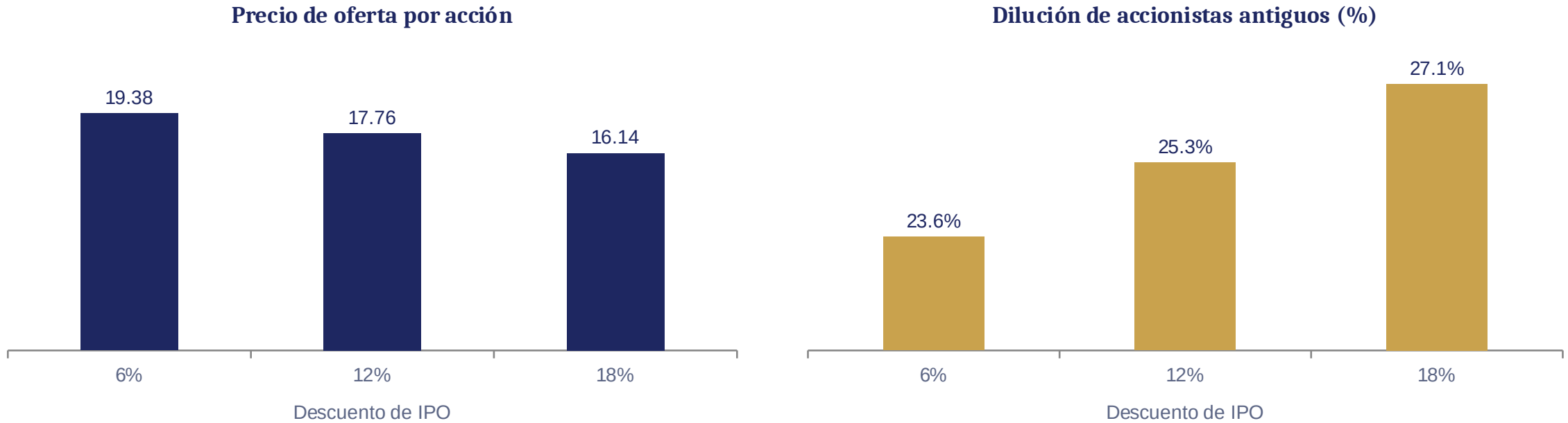
2

Consistencia interna: la prueba de que el modelo no tiene errores

precio $\times$ acciones post-IPO = valor post-money en fijación de precio. Con cifras exactas (17,76 y 33,7838... acciones) cierra al céntimo en 2.376. Con las cifras redondeadas de la tabla ($17,76 \times 133,78 \approx 2.375,9$) la pequeña diferencia proviene solo del redondeo.

3. EL PRECIO

El descuento no es gratis: mueve precio y dilución



Lectura estratégica: un descuento mayor abarata la acción, obliga a emitir más acciones para captar el mismo monto y, por tanto, diluye más a los dueños antiguos. Cifras ilustrativas, manteniendo el resto constante.

3. EL PRECIO

Tres magnitudes que el lenguaje corriente confunde

(a)

Descuento sobre el valor patrimonial

El del modelo: 12% en el ejemplo — aplicado directamente al valor post-money en negociación.

(b)

Descuento efectivo sobre el precio por acción

Mayor que (a), porque el capital captado no se descuenta. Precio «justo» sin descuento: $(2.700 - 600) / 100 = 21,00$ vs. oferta de 17,76 → 15,43% de descuento efectivo.

(c)

Rendimiento del primer día (underpricing)

Un hecho posterior, ajeno al modelo. Si la acción abriera a su valor «justo»: $(21,00 - 17,76) / 17,76 \approx 18,24\%$ — consistente con órdenes de magnitud históricos, no una regla universal.

4. EL MECANISMO

Bookbuilding: el mercado como mecanismo de información

Benveniste y Spindt (1989): el colocador combina discrecionalidad en la asignación (premia a quien revela demanda honesta) y descuento deliberado (recompensa esa revelación con una asignación rentable).

1

Rango de precio

El colocador publica un rango — no un precio fijo — y un número de acciones, para dejar entrar la demanda real.

2

Indicaciones

Los inversionistas dan indicaciones no vinculantes de precio y cantidad. El colocador reconstruye la curva de demanda.

3

Precio final

El colocador fija el precio final, leyendo el precio promedio ponderado indicado y el % del libro cubierto.

4

Demanda en firme

Los inversionistas presentan demanda vinculante: suben si juzgan la acción barata, bajan si la juzgan cara.

4. EL MECANISMO

Qué hace cada uno en cada momento del libro de órdenes

COLOCADOR

INVERSIONISTA

1

Publicación del rango

Publica un rango de precio —no un precio fijo— y el número de acciones a ofrecer, dejando espacio para que la demanda real se revele.

Analiza la empresa, construye su propia valoración independiente y se prepara para el roadshow.

2

Indicaciones no vinculantes

Recibe las indicaciones y reconstruye la curva de demanda; monitorea el precio promedio ponderado y el % del libro cubierto.

Entrega precio y cantidad indicativos (no vinculantes). Revelar demanda honesta puede premiarse, pero sobreactuar sube el precio.

3

Fijación del precio final

Resuelve la disyuntiva captar vs. colocar y decide el precio: postura agresiva, intermedia o conservadora según lo que priorice el emisor.

Observa el precio frente al rango inicial: fijar por encima del rango señala demanda fuerte (y mayor underpricing esperado, Hanley 1993).

4

Demanda en firme

Asigna: en subscripción reparte a todos (y puede absorber el remanente); en sobrescripción asigna a discreción, premiando al inversionista estable.

Convierte su indicación en demanda vinculante, ajustándola a su propia valoración — sube si la juzga barata, baja si la juzga cara.

El hilo conductor: el colocador compra información con descuento y asignación; el inversionista la vende revelando su verdadera valoración (Benveniste y Spindt, 1989).

4. EL MECANISMO

Fijar el precio final: captar vs. colocar

Precio alto

Maximiza el capital captado si la emisión se suscribe por completo, pero reduce la probabilidad de suscripción plena.

Precio bajo

Asegura la suscripción y un debut al alza, pero deja dinero sobre la mesa para el emisor.

No hay solución de esquina: el colocador busca el precio que maximiza los ingresos esperados netos del riesgo de subsuscripción.

Agresiva

Cerca del tope del rango — prioriza captación

Intermedia

Cerca del promedio de las indicaciones

Conservadora

Cerca del piso del rango — prioriza colocación y debut

4. EL MECANISMO

Asignación e instrumentos de estabilización

Subsuscripción

La demanda es menor que la oferta: se adjudica a todos y quedan acciones sin colocar. En colocación en firme, el banco suele quedar obligado a adquirir el remanente. Suele señalar sobreprecio o comercialización deficiente.

Sobresuscripción

La demanda excede la oferta: el colocador asigna a discreción, premiando al inversionista estable y de largo plazo. Permite fijar el precio en el tramo alto del rango — aunque una sobresuscripción muy fuerte puede indicar que quedó demasiado barata.

Greenshoe

Opción de sobreasignación: vender hasta ~15% adicional y recomprar en el mercado para estabilizar el precio.

Lock-up

Período de bloqueo de 90 a 180 días que impide a los insiders vender, conteniendo la presión vendedora inicial.

Flipping

Reventa inmediata de acciones asignadas — la conducta que la asignación discrecional busca penalizar.

4. EL MECANISMO

El enigma del underpricing

Las IPO, en promedio, se ofrecen sistemáticamente por debajo del precio al que cierran su primer día de negociación.



15–20%

rendimiento promedio
del primer día (EE. UU.)

Ibbotson (1975) lo documentó tempranamente; la evidencia de largo plazo recopilada por Ritter sitúa el orden histórico en 15–20%, con enorme dispersión entre años y sectores (mayor en períodos de euforia).

La pregunta correcta no es «¿por qué se equivocan?», sino «**¿a quién beneficia y por qué el arreglo se sostiene?**»

Ritter (1991): la contracara es el bajo desempeño de largo plazo de las IPO frente a comparables — el entusiasmo inicial tiende a corregirse.

4. EL MECANISMO

Cinco familias de explicaciones, no excluyentes

1

Selección adversa

Rock (1986)

La «maldición del ganador»: el no informado recibe asignación plena en las emisiones malas y racionada en las buenas. El descuento compensa esa maldición.

2

Extracción de información

Benveniste y Spindt (1989)

El descuento premia revelar demanda honesta. Hanley (1993): fijar por encima del rango implica MÁS underpricing, no menos.

3

Cascadas de información

Welch (1992)

Los inversionistas observan a otros: si los primeros no compran, los siguientes infieren mala calidad. Precio bajo garantiza demanda inicial visible.

4

Señalización

Allen y Faulhaber (1989); otros

La buena empresa se vende barata porque recuperará valor en emisiones futuras. Evidencia más mixta que las anteriores.

5

Conductual y de agencia

Loughran y Ritter (2002)

Los fundadores integran la pérdida del descuento con la ganancia en lo que retienen. El colocador prioriza su relación con inversionistas institucionales.

5. LOS INCENTIVOS

La IPO como problema de agencia: un triángulo de intereses parcialmente opuestos

El emisor

Quiere precio alto, captar más y diluirse menos.
Tiene incentivo a presentar el negocio bajo su mejor luz.

El inversionista

Quiere comprar barato. Su mejor arma es una valoración propia que le permita discrepar del precio ofrecido.

El colocador

Incentivo dual: cobra comisión sobre el monto captado (empuja a precio alto), pero necesita asegurar la colocación y preservar su relación de largo plazo con los institucionales (empuja a precio prudente).

5. LOS INCENTIVOS

La calidad de la información: los límites de la revelación

Teoh, Welch y Wong (1998): las empresas tienden a gestionar sus utilidades al alza alrededor de la IPO mediante ajustes contables discrecionales — y las que lo hacen de forma más agresiva exhiben peor desempeño posterior.

Palancas típicas de gestión de utilidades

- Reconocimiento anticipado de ingresos
- Diferimiento de gastos
- Capitalización de costos
- Cambios en estimaciones (provisiones, depreciación)
- Partidas no recurrentes presentadas como recurrentes

La lección operativa

No basta con leer cuánta utilidad hay; hay que evaluar de qué calidad es esa utilidad: su recurrencia, su conversión a caja, y el conservadurismo de los criterios contables que la sustentan.

Dos empresas con idéntica utilidad proyectada no merecen el mismo múltiplo si una la genera con ingresos recurrentes y caja, y la otra con partidas que no se repetirán.

6. EL CONTEXTO

Por qué el «dónde» importa

La maquinaria —valoración relativa, bookbuilding, descuento, asignación— es esencialmente universal. Sus resultados dependen de la profundidad del mercado en que opere.

Mercado profundo

p. ej. Estados Unidos

Muchas emisiones al año, universo amplio de inversionistas institucionales que hace verosímil el bookbuilding, e infraestructura regulatoria madura.

202 IPO y ~US\$44,0 mil millones captados en 2025 (Renaissance Capital, 2026, excl. SPAC). EY: incrementos del orden de 27% en operaciones y 38% en recursos frente a 2024.

Mercado estrecho

p. ej. Colombia (sección 10)

Pocos emisores, baja liquidez en el secundario y demanda institucional limitada. El marco normativo existe y es sólido, pero la profundidad no acompaña.

La curva de demanda, la facilidad para sobresuscribir y el margen para fijar precio en el tope del rango son función de la profundidad del mercado.

6. EL CONTEXTO • COLOMBIA

El caso colombiano: marco sólido, mercado primario casi inactivo

+74%

Crecimiento de volúmenes de renta variable en el secundario, 2025 vs. 2024 (bvc, 2026)

≈49,9%

Rentabilidad anual del índice MSCI COLCAP en 2025 (bvc, 2026)

8,1% del PIB

Ahorro nacional en 2025, frente a 18,6% en 2005 (bvc, 2026)

Ojo con la distinción: el secundario colombiano vivió una recuperación notable en 2025, pero el mercado primario de acciones —la emisión de acciones nuevas mediante IPO— siguió prácticamente inactivo. El propio presidente de la bvc reconoció que el país sigue lejos de lo que necesita en renta variable.

¿Por qué tan pocas IPO?

- Mercado estructuralmente poco profundo
- Cultura empresarial reacia a revelar y a diluir el control
- Preferencia marcada por deuda bancaria y capital privado
- Grandes empresas tienden a listarse en plazas mayores
- Calificación soberana dividida: S&P BB-, Fitch BB, Moody's Baa3 (2025–26)

OPA no es IPO — y señales de cambio en el horizonte

El caso GEA–Gilinski

La operación más visible del mercado accionario colombiano de la última década no fue una IPO, sino una sucesión de OPA. Desde 2021, el Grupo Gilinski (con IHC) usó OPA sucesivas para desmontar el «enroque» del GEA y terminó controlando el Grupo Nutresa; hacia marzo de 2025 consolidó cerca del 84,5%. El episodio ilustra la dinámica colombiana: ha dominado la transferencia de control, no el ingreso de nuevos emisores.

Dos procesos que podrían abrir el mercado primario

Integración nuam

Bolsas de Colombia, Perú y Chile bajo un holding común. Colombia migró desde el 1 de abril de 2026 a una plataforma única con Nasdaq — primera plaza en hacerlo; Perú se sumó fines de abril, Chile pendiente.

Reforma regulatoria

Decreto 1239 de 2024 (en vigor): reduce tiempos de inscripción, emisión por lotes, flexibiliza montos mínimos. La URF avanza un régimen proporcional para pymes y una reforma del régimen de OPA.

7. LA SÍNTESIS

Las decisiones que cada actor debe traer construidas

El colocador (banca de inversión)

- Valoración relativa rigurosa: comparables bien elegidos, múltiplo coherente, ajustes justificados
- Rango de precio consciente de que el descuento es underpricing deliberado
- Lectura activa del libro: precio promedio ponderado y % cubierto
- Decisión de precio final alineada con lo que prioriza el emisor
- Asignación que premie al inversionista valioso y de largo plazo

Error típico: fijar el precio más alto posible, ignorando la maldición del ganador y el riesgo de subscripción.

El inversionista

- Valoración propia e independiente — no la del colocador
- Lectura crítica de estados financieros que normalice la utilidad por su calidad
- Preguntas pertinentes en el roadshow para reducir la asimetría
- Indicaciones calculadas: revelar demanda honesta puede premiarse, pero sobreactuar sube el precio
- Demanda en firme ajustada a su propia valoración

Error típico: confundir entusiasmo con análisis — entrar a toda IPO atractiva sin valorar.

Términos clave para recordar

IPO

Primera vez que una empresa ofrece acciones de su capital al público mediante una operación registrada o autorizada.

Bookbuilding

Proceso por el cual el colocador construye un «libro» de demanda institucional para descubrir el precio y asignar.

Underpricing

Diferencia por la cual el precio de oferta queda por debajo del precio de mercado del primer día.

Pre-money / Post-money

Valor patrimonial antes / después de incorporar el capital nuevo captado en la emisión.

Dilución

Reducción de la participación de los accionistas existentes al emitirse acciones nuevas.

OPA

Operación del mercado secundario para tomar control comprando acciones existentes; no es una emisión.

De la teoría a la práctica

Cada resultado de una colocación —capital captado, precio, % suscrito, asignación— es la materialización de la teoría. Las preguntas correctas, no las cifras aisladas, son el aprendizaje.

- ¿Quién dejó dinero sobre la mesa, y por qué?
- ¿La sobresuscripción reflejó demanda genuina o un descuento excesivo?
- ¿La asignación premió la información o la relación?