

La salida a bolsa: economía, mecánica y estrategia de una IPO

Lectura de fundamentación

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

Esta lectura ofrece una fundamentación económica, técnica y estratégica del proceso de salida a bolsa, desde la perspectiva del emisor, del colocador y del inversionista.

Contenido

Objetivos de aprendizaje.....	3
Guía de lectura.....	3
Nota al lector.....	4
1. El problema que una IPO viene a resolver (y el que crea).....	4
2. La revelación como tecnología regulatoria (y sus límites).....	5
3. Por qué el precio de una IPO es un problema, no un cálculo.....	6
4. Del valor de la empresa al precio por acción: la derivación.....	7
5. El bookbuilding y la asignación: el mercado como mecanismo de información.....	8
6. El enigma del underpricing.....	10
7. El triángulo de incentivos: la IPO como problema de agencia.....	11
8. La calidad de la información y los límites de la revelación.....	11
9. El contexto institucional: por qué el «dónde» importa.....	12
10. El proceso de salida a bolsa en Colombia: marco, mercado y realidad.....	13
11. Síntesis aplicada: las decisiones del colocador y del inversionista.....	15
12. Cierre: de la teoría a la práctica.....	15
Preguntas de control.....	16
Tema 1 — Fundamentos, asimetría de información y revelación.....	16
Tema 2 — Valoración y fijación del precio.....	16
Tema 3 — Bookbuilding, underpricing y asignación.....	16
Tema 4 — Incentivos, información y aplicación.....	17
Rúbrica de evaluación.....	17
Glosario de términos clave.....	18
Bibliografía.....	18

Objetivos de aprendizaje

Al terminar esta lectura, el estudiante estará en capacidad de:

1. Explicar por qué una oferta pública inicial existe como respuesta al problema de asimetría de información, y qué problema crea a su vez.
2. Distinguir oferta primaria de secundaria, y mercado primario de secundario, y razonar sus efectos sobre la dilución y la captación de capital.
3. Derivar el precio de oferta por acción a partir de múltiplos de comparables, resolviendo la circularidad entre valor pre-money y post-money, y comprobar la consistencia del modelo.
4. Interpretar el bookbuilding como un mecanismo de extracción de información y evaluar las estrategias de fijación del precio final.
5. Explicar el underpricing desde sus principales familias teóricas: selección adversa, extracción de información, cascadas, señalización y explicaciones conductuales y de agencia.
6. Analizar los incentivos enfrentados de emisor, colocador e inversionista como un problema de agencia.
7. Evaluar de forma crítica la calidad de la información financiera —incluida la gestión de utilidades— en una salida a bolsa.
8. Integrar todo lo anterior en las decisiones concretas que enfrentan el emisor, el colocador y el inversionista a lo largo de una salida a bolsa.
9. Analizar el caso colombiano —su marco regulatorio, la realidad de su mercado primario de acciones, el costo de capital y la integración nuam— y contrastarlo con el de un mercado profundo.

Guía de lectura

Esta es una lectura de fundamentación, no un manual de pasos. Conviene leerla completa y volver sobre la sección 4 con lápiz y papel.

Las secciones 1 a 3 construyen el porqué de una IPO y plantean el problema de fijar su precio. La sección 4 es el núcleo cuantitativo: reproduzca a mano hasta que la identidad de consistencia le resulte natural. Las secciones 5 a 8 desarrollan el mecanismo de mercado y la teoría que lo explica —léalas pensando en cómo decidiría usted en cada momento—. La sección 9 ofrece el contexto institucional y la 10 examina en profundidad el caso colombiano. Las secciones 11 y 12 integran lo anterior en las decisiones de los actores y cierran la lectura.

Al final encontrará preguntas de control clasificadas por tema, una rúbrica de evaluación, un glosario y la bibliografía. Use las preguntas como autoevaluación: si no puede responderlas, vuelva a la sección correspondiente.

Nota al lector

Esta lectura pretende que usted no aplique recetas, sino que razone desde los primeros principios. Cada decisión de una salida a bolsa —valorar, fijar un rango, leer la demanda, poner un precio, pujar, repartir— tiene detrás una teoría y una evidencia. Aquí están.

Dos advertencias metodológicas. La primera: el texto distingue entre afirmación conceptual, afirmación jurídica y afirmación de mercado; las cifras de mercado se presentan con su fuente, año y universo, y de forma prudente, dado que dependen de la metodología de conteo de cada proveedor. La segunda: el ejemplo numérico de la sección 4 es original e ilustrativo, construido para esta lectura; no corresponde a ningún caso real.

1. El problema que una IPO viene a resolver (y el que crea)

Para entender una salida a bolsa hay que empezar por una incomodidad: vender participaciones de una empresa es vender algo cuyo valor el comprador no puede verificar. El vendedor —la empresa, sus dueños, su administración— conoce el negocio por dentro. El comprador —el inversionista— ve una historia, unos estados financieros y unas proyecciones que, por construcción, prepara la parte interesada en vender caro. Esta es la **asimetría de información**, y es el eje sobre el que gira todo lo demás.

La economía describió hace medio siglo, con el problema de los «limones» de Akerlof (1970), qué ocurre en un mercado donde el comprador no distingue la calidad. Sabiéndose en desventaja, el comprador solo paga un precio promedio; ese precio expulsa a los vendedores de buena calidad, que no aceptan venderse barato; al retirarse los buenos, el promedio cae; y el mercado puede deslizarse hacia la baja calidad o desaparecer. Trasladado al capital: si los inversionistas no pueden distinguir la buena empresa de la mala, descuentan a todas, y las buenas empresas encuentran poco atractivo el mercado de acciones.

Buena parte de la arquitectura de una IPO —la revelación obligatoria, la auditoría independiente, la firma de colocación que pone su reputación de por medio, el descuento de emisión— existe precisamente para atacar este problema de selección adversa.

Myers y Majluf (1984) afinaron la idea para la emisión de acciones y dejaron una intuición que conviene retener: si la administración tiene mejor información que el mercado y actúa en favor de los accionistas actuales, tenderá a emitir acciones cuando las crea sobrevaloradas y a no emitir cuando las crea infravaloradas. El mercado, que anticipa este razonamiento, suele interpretar el anuncio de una emisión como posible señal de sobrevaloración y reaccionar a la baja.

De ahí surge la «jerarquía de financiamiento» (*pecking order*), formulada por Myers (1984) sobre la base de Myers y Majluf (1984): las empresas prefieren primero los recursos internos, luego la deuda y, solo en último lugar, la emisión de acciones, porque emitir acciones tiende a mandar la peor señal. Esta lógica ayuda a explicar por qué una IPO es una decisión costosa en términos de señal, y por qué muchas empresas la posponen o la evitan.

¿Por qué, entonces, alguna empresa sale a bolsa? La evidencia empírica —sintetizada por Pagano, Panetta y Zingales (1998)— sugiere que las motivaciones no son únicamente la captación de capital para invertir. Pesan también reequilibrar la estructura de capital tras un período de fuerte inversión; dar liquidez y diversificación a fundadores y fondos; aprovechar ventanas de valoración alta del sector; ganar poder de

negociación frente a los bancos al diversificar las fuentes de financiamiento; y disponer de una «moneda» —las propias acciones— para adquisiciones. Es un punto que conviene retener: el emisor no siempre busca maximizar el capital captado; a veces busca un precio que valide una valoración o una base accionaria de cierto tipo. Entender qué quiere el emisor cambia la estrategia óptima.

Y la contracara, que es permanente: ser pública impone costos directos (comisiones, asesores, auditoría, derechos) y, sobre todo, una carga indefinida de revelación, escrutinio y presión por resultados de corto plazo, además del riesgo de dilución del control. Vista así, la decisión de cotizar no es el premio a una empresa exitosa; es una transacción con beneficios y costos que muchas empresas, razonablemente, deciden no asumir.

Primario y secundario. Conviene fijar dos distinciones desde el principio. Una *oferta primaria* emite acciones nuevas y capta capital para la empresa, diluyendo a los accionistas actuales; una *oferta secundaria* vende acciones ya existentes de algunos accionistas, sin captar capital nuevo ni diluir —y una IPO puede combinar ambas—. A su vez, el *mercado primario* es el de la emisión; el *mercado secundario*, el de la negociación posterior entre inversionistas. Una IPO es, ante todo, un evento del mercado primario; una oferta pública de adquisición (OPA) es una operación del secundario —una toma de control sobre acciones existentes—, no una emisión. La sección 10 retoma esta distinción con el caso colombiano.

2. La revelación como tecnología regulatoria (y sus límites)

La respuesta institucional a la asimetría de información es la **revelación plena**. Conviene precisar qué hace y qué no hace.

Lo que hace: obliga al emisor a poner sobre la mesa la información material —el negocio, los riesgos, los estados financieros auditados, el análisis de la administración— en un documento de revelación (el *prospectus* del Form S-1 en Estados Unidos; el prospecto de información en Colombia).¹ La auditoría conforme a estándares de independencia y la revisión del regulador buscan que esa información sea suficiente y no engañosa.

Lo que no hace: garantizar que la inversión sea buena. En términos generales, **la autorización o inscripción de un valor no equivale a una recomendación de inversión ni a una certificación sobre la bondad del valor, el precio, la negociabilidad o la solvencia del emisor**.² La inscripción dice, en esencia, «esto está debidamente revelado», no «esto conviene». El juicio de valor lo conserva el inversionista. La distinción no es retórica: separa un régimen de revelación de un régimen de mérito y define qué puede esperar razonablemente quien compra.

El límite de la revelación es que la información proviene de la parte interesada. Por más auditada que esté, una proyección sigue siendo una proyección, y un estado financiero admite criterios. La sección 8 vuelve sobre esto con la literatura de gestión de utilidades. Por ahora, retenga la idea: la revelación reduce la

¹En Estados Unidos, la oferta y venta de valores se rige por el Securities Act of 1933; el Form S-1 es el formulario de registro ante la SEC, y el prospecto (*prospectus*) forma parte de ese registro. En Colombia, el documento de revelación equivalente es el prospecto de información, previsto en el Decreto 2555 de 2010.

²Principio de revelación —no de mérito—, común al régimen estadounidense (Securities Act of 1933) y al colombiano (Ley 964 de 2005; Decreto 2555 de 2010). En Colombia, la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores no implica calificación del valor ni responsabilidad de la Superintendencia Financiera sobre su bondad, precio, negociabilidad o sobre la solvencia del emisor.

asimetría, no la elimina. El inversionista que entra a una IPO confiando ciegamente en el prospecto queda en desventaja frente al que lo reconstruye.

3. Por qué el precio de una IPO es un problema, no un cálculo

En la valoración de una empresa ya cotizada, el mercado provee un precio de referencia que disciplina cualquier estimación. En una IPO ese ancla no existe: la empresa nunca se ha negociado en público. El precio debe construirse desde cero, bajo incertidumbre, y debe además ser aceptable para tres partes con intereses distintos. Por eso decimos que el precio de una IPO es, antes que un cálculo, un problema.

El método más usado para defender un rango de precio es la **valoración relativa por comparables**. Esto no significa que el flujo de caja descontado (DCF) quede fuera: en la práctica, los bancos suelen construir un DCF y emplearlo como **prueba de consistencia** del rango sugerido por los comparables. La razón del predominio de los comparables al momento de fijar el rango es doble. Práctica: el DCF de una empresa que sale a bolsa —típicamente joven, en crecimiento, con flujos inciertos— es muy sensible a supuestos que nadie puede fijar con confianza, en especial la tasa de descuento y el valor terminal; pequeños cambios desplazan el valor de forma considerable. Comunicativa: el precio de una IPO debe ser *defendible ante el mercado*, y el mercado razona en múltiplos relativos a pares observables. Un colocador que justifica su precio diciendo «esta empresa cotiza a un múltiplo coherente con el de sus comparables, ajustado por crecimiento y riesgo» ofrece un argumento discutible y verificable; quien lo justifica solo con su DCF propio invita a una discusión interminable sobre supuestos.

La valoración relativa, sin embargo, no es mecánica. Sus dos decisiones críticas —la **selección de comparables** y la **elección del múltiplo**— son juicios, no datos. Comparables mal escogidos sesgan el valor desde la raíz; un múltiplo inapropiado para el modelo de negocio produce números sin sentido. La regla de oficio: comparables del mismo sector, tamaño, perfil de crecimiento y riesgo; múltiplo coherente con la etapa del negocio —precio sobre utilidad (P/E) *forward* para empresas rentables y estables; valor de empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA) cuando se quiere neutralizar la estructura de capital; valor de empresa sobre ventas (EV/Ventas) para empresas de alto crecimiento aún no rentables—, más un ajuste explícito por las diferencias de crecimiento, márgenes y riesgo entre la empresa y sus pares, y el descuento propio de una emisión (sección 4).

Una advertencia técnica que conviene fijar desde ya: los múltiplos de valor de empresa (EV/EBITDA, EV/Ventas) arrojan el **valor de empresa** (*enterprise value*), no el valor patrimonial. Para llegar al **equity value** hay que restar la deuda financiera neta —deuda menos caja— y considerar los recursos netos que ingresan por la emisión; solo entonces se aplica el puente a precio por acción de la sección 4. El P/E, en cambio, conduce directamente al valor patrimonial. Confundir ambos niveles es uno de los errores más frecuentes y costosos del análisis.

Cuando se analizan empresas de sectores distintos, la tarea no es aplicar el mismo múltiplo a todas, sino *justificar por qué cada una merece uno diferente*. Ese es el ejercicio analítico que separa una valoración seria de una plantilla.

4. Del valor de la empresa al precio por acción: la derivación

Aquí está la mecánica que hay que dominar; conviene entenderla, no memorizarla. El problema es pasar de un valor patrimonial a un precio por acción cuando, además, la emisión de acciones nuevas para captar capital modifica el número de acciones. Hay una circularidad aparente —el precio depende de las acciones y las acciones del precio— que se resuelve limpiamente si se ordenan los pasos.

Trabajemos con una empresa ilustrativa, *EjemploCo*, que busca captar **600** (todas las cifras en millones de la moneda, salvo el precio por acción).

Paso	Concepto	Operación	Resultado
1	Utilidad neta proyectada (año 1)	dato	150
2	Múltiplo P/E <i>forward</i> del comparable	dato	18,0×
3	Valor patrimonial <i>post-money</i> en negociación	$18,0 \times 150$	2.700
4	Descuento de IPO (sobre el <i>equity</i>)	dato	12%
5	Valor patrimonial <i>post-money</i> en fijación de precio	$2.700 \times (1 - 0,12)$	2.376
6	Capital a captar	dato	600
7	Valor patrimonial <i>pre-money</i>	$2.376 - 600$	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

La lógica, paso a paso. El múltiplo del comparable aplicado a la utilidad da el valor que la empresa tendría *cotizando ya* (paso 3). Pero no se ofrece a ese valor: se le aplica un descuento de emisión (paso 4), cuya razón económica explica la sección 6. Sobre el valor descontado se restan los recursos por captar para aislar lo que valen las acciones que ya existían —el valor *pre-money* (paso 7)—; dividirlo entre las acciones existentes da el precio de oferta (paso 9); y con ese precio se calculan las acciones nuevas necesarias para captar el objetivo (paso 10).

Supuesto declarado. Este modelo trata el resultado de $P/E \times$ utilidad como valor *post-money* porque asume que la utilidad *forward* corresponde al negocio ya recapitalizado, es decir, posterior al despliegue del capital captado. Si, en cambio, la utilidad *forward* fuera la del negocio autónomo (antes del despliegue), el producto se aproximaría al valor *pre-money*, y restarle el efectivo lo contaría dos veces. Conviene explicitar siempre cuál de las dos convenciones se usa, porque cambia el precio resultante. La convención aquí adoptada es la habitual en los modelos de fijación de precio de IPO.

Consistencia interna. La identidad $\text{precio} \times \text{acciones post-IPO} = \text{valor post-money en fijación de precio}$ cierra de manera exacta con las cifras completas, sin redondear: con el precio de 17,76 y las 33,7838... acciones nuevas, el valor post-money es 2.376 al céntimo. Si se multiplican las cifras ya redondeadas de la tabla ($17,76 \times 133,78$) el resultado es aproximadamente 2.375,9; esa pequeña diferencia proviene solo del redondeo. Verificar esta identidad es la prueba de que el modelo no contiene errores.

Sensibilidad. El descuento de IPO y el múltiplo no son datos del cielo: son decisiones, y mueven todo. Manteniendo el resto constante, así varían el precio y la dilución al cambiar el descuento:

Descuento de IPO	Valor en fijación de precio	Pre-money	Precio/acción	Acciones nuevas	Dilución de los antiguos
6%	2.538	1.938	19,38	30,96	23,6%
12%	2.376	1.776	17,76	33,78	25,3%
18%	2.214	1.614	16,14	37,17	27,1%

(Dilución = acciones nuevas / acciones post-IPO. Cifras ilustrativas.)

Lea la tabla como estrategia. Un descuento mayor abarata la acción: baja el precio de oferta, obliga a emitir más acciones para captar el mismo monto y, por tanto, **diluye más** a los dueños antiguos. El descuento no es gratis para el emisor: se paga en precio y en dilución.

Tres magnitudes que no deben confundirse. El modelo distingue, aunque el lenguaje corriente las mezcle, tres cosas. La primera, (a) el **descuento sobre el valor patrimonial**, que aquí es del 12%. La segunda, (b) el **descuento efectivo sobre el precio por acción**, mayor que el anterior porque el capital captado (600) no se descuenta: el precio «justo» sin descuento sería $(2.700 - 600) / 100 = 21,00$, frente a un precio de oferta de 17,76, lo que representa un descuento de 15,43% sobre el precio justo o no descontado. La tercera, (c) el **rendimiento del primer día o underpricing observado en el mercado**, que es un hecho posterior, ajeno al modelo, y no una cantidad que este determine. Si la acción abriera exactamente a su valor «justo», el salto implícito frente al precio de oferta sería $(21,00 - 17,76) / 17,76 \approx 18,24\%$. Ese 18,24% es consistente con órdenes de magnitud históricos de underpricing (sección 6), pero no debe interpretarse como una regla universal ni como una calibración empírica del caso. La lección operativa: cuando hable de «descuento», precise siempre a cuál de las tres magnitudes se refiere, porque difieren.

5. El bookbuilding y la asignación: el mercado como mecanismo de información

Hasta aquí tenemos una valoración. Pero el precio final de una IPO no lo fija un modelo: lo fija un mecanismo de mercado que, además de poner precio, sirve para *extraer información que el colocador no tiene*. Ese mecanismo es el *bookbuilding*, y entenderlo como un juego de información es la clave para comprender el proceso.

El problema del colocador es que los inversionistas institucionales conocen, en conjunto, más sobre la demanda y el valor que él mismo. ¿Cómo logra que revelen esa información, si declarar «yo pagaría mucho» solo serviría para que les suban el precio? Benveniste y Spindt (1989) dieron la respuesta que organiza la práctica moderna: el *bookbuilding* combina dos herramientas. La primera, la **discrecionalidad en la asignación**: en una relación repetida, el colocador asigna más acciones a quien revela demanda fuerte y honesta. La segunda, el **descuento deliberado**: deja la acción algo barata, de modo que revelar entusiasmo sea recompensado con una asignación rentable. En otras palabras, el *underpricing* no es solo un costo: es el pago por la información que el colocador necesita para fijar bien el precio. Conviene retenerlo: el colocador *compra información con descuento*; el inversionista *vende información a cambio de asignación y descuento*.

Conviene contrastar el *bookbuilding* con las alternativas, porque ilumina sus propiedades. Bajo **precio fijo**, el emisor fija un precio antes de conocer la demanda: simple, pero ciego, pues si se equivoca queda sobre o subsuscrito sin remedio; históricamente común en mercados emergentes, tiende a producir mayor *underpricing* porque el emisor, sin información, se cubre fijando barato. Bajo **subasta** (por ejemplo, holandesa), el precio se determina por las posturas, en principio sin discrecionalidad: atractiva en teoría por su transparencia y por reducir el *underpricing*, pero en la práctica no extrae tan bien la información cualitativa de los inversionistas sofisticados, porque elimina el premio a revelar; por eso no ha desplazado al *bookbuilding* pese a varios intentos célebres. El **bookbuilding**, finalmente, cede transparencia y cede algo de precio (el descuento), pero gana capacidad de descubrir y de asignar estratégicamente; es el método dominante en los mercados profundos, y el precio que se paga por sus ventajas es, justamente, el *underpricing*.

La mecánica operativa tiene cuatro momentos. Primero, el colocador publica un **rango** de precio y un número de acciones —un rango, no un precio, para dejar entrar la demanda real—. Segundo, los inversionistas dan **indicaciones** no vinculantes de precio y cantidad; el colocador observa el precio promedio ponderado indicado y el porcentaje del libro cubierto, y con ello reconstruye la curva de demanda. Tercero, el colocador fija el **precio final**. Cuarto, los inversionistas presentan **demanda en firme**, ahora vinculante, donde su valoración propia se vuelve dinero: si juzgan la acción barata, suben respecto de su indicación; si la juzgan cara, bajan.

La fijación del precio final es una decisión estratégica con una disyuntiva clara. Sea P el precio. Un precio alto maximiza el capital captado siempre que la emisión se suscriba por completo, pero reduce la probabilidad de suscripción plena, porque a mayor precio, menor demanda en firme. Un precio bajo asegura la suscripción y un debut al alza, pero deja dinero sobre la mesa. De forma estilizada: los ingresos brutos de la colocación son $P \times Q(P)$, donde $Q(P)$ es la cantidad efectivamente colocada, acotada por el número de acciones ofrecidas; y existe, además, un costo esperado si la emisión no se suscribe del todo, pues en una colocación en firme el colocador puede quedar obligado a absorber el remanente. El colocador no maximiza el precio sin más: busca el precio que maximiza los **ingresos esperados netos** de ese riesgo de subsuscripción. No hay solución de esquina: ni el precio más alto ni el más bajo son óptimos. La práctica resume la decisión en tres posturas —agresiva (cerca del tope, prioriza captación), conservadora (cerca del piso, prioriza colocación y debut) e intermedia (cerca del promedio de las indicaciones)—, y la elección depende de qué prioriza el emisor (recuerde la sección 1: no siempre es el monto). La lectura del libro —cuán cubierto está y a qué precio promedio— es el insumo de esta decisión.

La asignación. Una vez recibida la demanda en firme, el colocador reparte. Si la demanda es menor que la oferta (**subsuscripción**), adjudica a todos y quedan acciones sin colocar; en una colocación **en firme** (*firm commitment*), el banco suele quedar obligado a adquirir el remanente, a menudo con descuento, lo que refuerza su incentivo a fijar bien el precio. Una subsuscripción suele señalar sobreprecio o comercialización deficiente y deja una impresión negativa en el mercado. Si la demanda excede la oferta (**sobresuscripción**), el colocador **asigna a discreción**: la asignación deja de ser proporcional y se vuelve una herramienta de relación, que premia al inversionista estable y de largo plazo y castiga al especulador. Una sobresuscripción permite además fijar el precio en el extremo alto del rango, aunque una sobresuscripción muy fuerte también puede indicar que la acción quedó demasiado barata.

Tres instrumentos completan el cuadro y conviene tenerlos presentes. La **opción de sobreasignación** (*greenshoe*) permite al colocador vender un porcentaje adicional —usualmente hasta cerca del 15%— y recomprar en el mercado para **estabilizar** el precio en los primeros días. El **período de bloqueo** (*lock-*

up) impide a los iniciados (*insiders*) vender durante un plazo típico de 90 a 180 días, conteniendo la presión vendedora inicial. Y el *flipping* —la reventa inmediata por parte de quien recibió asignación— es justamente la conducta que la asignación discrecional busca penalizar.

6. El enigma del underpricing

Llegamos al fenómeno más estudiado y más contraintuitivo del campo. La evidencia es contundente y antigua: las IPO, en promedio, se ofrecen por debajo del precio al que cierran su primer día de negociación. Ibbotson (1975) lo documentó tempranamente, y la evidencia de largo plazo recopilada por Ritter sitúa el rendimiento promedio del primer día en el mercado estadounidense en el orden del 15–20%, con una dispersión enorme entre años y sectores (en períodos de euforia, los promedios anuales han sido mucho mayores). Estas magnitudes son órdenes históricos, no cifras de un año particular.

¿Por qué un emisor razonable vendería de forma sistemática por debajo? La pregunta correcta no es «por qué se equivocan», sino «a quién beneficia y por qué el arreglo se sostiene». La literatura ofrece familias de explicaciones, no excluyentes entre sí.

Selección adversa — la maldición del ganador (Rock, 1986). Suponga inversionistas informados y no informados. Los informados solo pujan por las buenas emisiones; las malas las dejan para los no informados. El inversionista no informado sufre entonces una «maldición del ganador»: recibe asignación plena justamente en las emisiones que los informados rechazaron —las malas— y asignación racionada en las buenas, sobresuscritas. Su rendimiento esperado, condicionado a la asignación, sería negativo sin un descuento. Para que los no informados sigan participando —y se necesitan, porque los informados no bastan para colocar toda la oferta—, el emisor debe ofrecer un descuento que compense esa maldición. El *underpricing* es, en este modelo, el precio de mantener a los inversionistas no informados en el mercado.

Extracción de información (Benveniste y Spindt, 1989). Ya desarrollada en la sección 5: el descuento premia a quien revela demanda honesta durante el *bookbuilding*. Una predicción del modelo, **documentada empíricamente por Hanley (1993)**, es el «ajuste parcial»: las emisiones que terminan fijándose por encima del rango inicial —porque la demanda revelada fue fuerte— exhiben *mayor* underpricing, no menor, porque hay que recompensar a quienes revelaron esa demanda.

Cascadas de información (Welch, 1992). Los inversionistas observan las decisiones de otros. Si los primeros no compran, los siguientes infieren mala calidad y tampoco compran: una cascada negativa puede hundir una emisión sana. El emisor previene esa cascada fijando un precio bajo que garantice una demanda inicial visible, capaz de arrastrar a los demás.

Señalización (Allen y Faulhaber, 1989; Grinblatt y Hwang, 1989; Welch, 1989; con raíz en Leland y Pyle, 1977). Una empresa de buena calidad puede *darse el lujo* de venderse barata en la IPO, porque recuperará el valor en emisiones posteriores (*follow-ons*) a precios altos, una vez el mercado la conozca; la de mala calidad no puede permitírselo. Así, el *underpricing* funcionaría como señal costosa y creíble de calidad. La evidencia sobre esta familia es más mixta que sobre las anteriores.

Explicaciones conductuales y de agencia (Loughran y Ritter, 2002). Desde la teoría de las perspectivas, los fundadores no se molestan tanto por el dinero dejado sobre la mesa porque lo evalúan junto con la ganancia simultánea en la valoración de las acciones que retienen: si la acción salta, su riqueza total sube, y la pérdida del descuento se «integra» con esa ganancia. Por el lado de la agencia, el colocador

enfrenta un conflicto: un precio algo bajo le facilita colocar y le permite recompensar a los inversionistas institucionales que le compran todas sus operaciones, una relación que puede valer más para él que el último punto de comisión. En su forma extrema, este conflicto ha degenerado en prácticas abusivas — asignar IPO atractivas a ejecutivos para ganar mandatos (*spinning*); condicionar asignaciones a compras posteriores (*laddering*)— que han sido objeto de sanción.

La contracara temporal del *underpricing* es el **bajo desempeño de largo plazo** documentado por Ritter (1991): en promedio y en horizontes de varios años, las IPO han tendido a rendir por debajo de comparables, lo que sugiere que el entusiasmo inicial se corrige. La lectura conjunta es incómoda y verdadera: la acción suele estar barata frente al cierre del primer día, pero ese cierre puede estar caro frente al valor de largo plazo. Para el inversionista, la disciplina que se deriva es clara: el objetivo no es «entrar a cualquier IPO», sino entrar a la correcta al precio correcto, distinguiendo el descuento genuino del optimismo pasajero.

7. El triángulo de incentivos: la IPO como problema de agencia

Todo lo anterior se ordena si se piensa la IPO como un juego de tres actores con objetivos parcialmente enfrentados. Quien entiende los incentivos, entiende el comportamiento.

El **emisor** (la administración y los dueños que venden) quiere precio alto, captar más y diluirse menos, y tiene incentivo a presentar el negocio bajo su mejor luz. El **inversionista** quiere comprar barato, y su mejor arma es una valoración propia que le permita discrepar del precio ofrecido. El **colocador**, en el medio, ocupa la posición más interesante porque su incentivo es *dual y en tensión*: cobra comisión sobre el monto captado —lo que lo empuja a precio alto—, pero necesita asegurar la colocación, cuidar su reputación y, sobre todo, preservar su relación de largo plazo con los inversionistas institucionales que sostienen su negocio —lo que lo empuja a precio prudente y a dejar algo de descuento—. El colocador es, a la vez, agente del emisor que lo contrata y contraparte de los inversionistas que lo necesitarán mañana. Esa dualidad es la raíz del conflicto de agencia de la sección 6 y la razón por la que no fija siempre el precio más alto posible.

La consecuencia práctica es clara: el precio de oferta no se lee como un dato técnico, sino como el resultado de esta negociación triangular. Para el colocador, la credibilidad ante los inversionistas es un activo que se gasta; quemarlo con un precio abusivo cuesta caro en la siguiente operación. Para el inversionista, el colocador no es un amigo ni un enemigo: es un intermediario con incentivos propios, y la asignación dependerá de cuán valioso se sea como contraparte recurrente.

8. La calidad de la información y los límites de la revelación

La sección 2 anticipó que la revelación reduce la asimetría sin eliminarla. Conviene cerrar con la evidencia sobre por qué.

La información del prospecto proviene de quien vende, y existen palancas —legales en su mayoría— para mejorar transitoriamente la apariencia financiera antes de salir. Teoh, Welch y Wong (1998) documentaron que las empresas tienden a gestionar sus utilidades al alza alrededor de la IPO mediante ajustes contables discrecionales (*accruals*) y, dato revelador, que las empresas con gestión más agresiva exhibieron *peor* desempeño posterior, consistente con una reversión cuando esos ajustes se normalizan.

Las palancas típicas: reconocimiento anticipado de ingresos, diferimiento de gastos, capitalización de costos, cambios en estimaciones (provisiones, depreciación, vidas útiles) y presentación de partidas no recurrentes como si fueran recurrentes.

A ello se suman un sesgo de optimismo estructural en la administración y en los asesores —que están vendiendo— y posibles conflictos en la investigación de los analistas vinculados a los colocadores. La lección operativa para el inversionista es precisa: no basta con leer cuánta utilidad hay; hay que evaluar *de qué calidad* es esa utilidad —su recurrencia, su conversión a caja, 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. Reconstruir y normalizar los estados financieros no es un refinamiento opcional: es la diferencia entre el inversionista informado y el no informado del modelo de Rock.

9. El contexto institucional: por qué el «dónde» importa

La maquinaria descrita —valoración relativa, *bookbuilding*, descuento, asignación— es esencialmente universal. Pero sus resultados dependen del mercado en que opere, y conviene tener presente el contraste, porque enmarca el alcance de lo descrito.

En un mercado profundo como el estadounidense, la mecánica funciona a plena capacidad: muchas emisiones al año, un universo amplio de inversionistas institucionales que hace verosímil el *bookbuilding* y una infraestructura regulatoria madura. Sobre la actividad reciente conviene la cautela metodológica: en 2025, el conteo de IPO en Estados Unidos varió según la metodología de cada fuente. Algunas contabilizan solo IPO tradicionales de empresas operativas; otras incluyen SPAC, emisores extranjeros, micro-capitalizaciones o listados directos. Por tanto, cualquier comparación debe declarar universo, exclusiones, año y fuente.

A modo de referencia, y sin tratar las cifras como comparables entre sí: Renaissance Capital reportó 202 IPO que captaron unos US\$44,0 mil millones en 2025, en un universo que excluye las SPAC y exige un valor de mercado superior a unos US\$50 millones, influido además por numerosos emisores extranjeros de pequeña capitalización (cerca del 57% de las operaciones) (Renaissance Capital, 2026). EY, con un universo distinto basado en datos de Dealogic —que cuenta IPO de empresas operativas e incluye las sobreasignaciones en los recursos—, estimó para Estados Unidos incrementos del orden del 27% en número de operaciones y del 38% en recursos frente a 2024, con once operaciones por encima de US\$1.000 millones (EY, 2026). La Comisión de Bolsa y Valores (SEC) publica además sus propias estadísticas de IPO por fecha de fijación de precio, y advierte expresamente que no garantiza la exactitud de los datos de terceros que utiliza (U.S. Securities and Exchange Commission, 2025).

En un mercado estrecho, en cambio, la misma mecánica encuentra poca materia prima: pocos emisores, baja liquidez en el secundario y demanda institucional limitada. El marco normativo colombiano existe y es sólido —Ley 964 de 2005 y Decreto 2555 de 2010, bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera—,³ pero la profundidad no acompaña. El caso colombiano —su marco, su realidad de mercado y sus señales de cambio— se examina en detalle en la sección 10.

³Marco regulatorio colombiano: Ley 964 de 2005 (ley marco del mercado de valores) y Decreto 2555 de 2010 (decreto único del sector financiero, asegurador y del mercado de valores). El Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) es administrado por la Superintendencia Financiera de Colombia.

La moraleja es general: 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. En un mercado profundo, la demanda institucional existe en abundancia; en un mercado estrecho, esa demanda es el recurso escaso.

10. El proceso de salida a bolsa en Colombia: marco, mercado y realidad

Toda la mecánica anterior es esencialmente universal. Aplicarla en Colombia, sin embargo, exige entender un marco regulatorio propio y, sobre todo, una realidad de mercado muy distinta a la de una plaza profunda. Esta sección traslada la lectura al contexto colombiano.

El marco legal y el proceso. La ley marco del mercado de valores es la Ley 964 de 2005, desarrollada por el Decreto 2555 de 2010; el supervisor es la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).⁴ Una oferta es pública, en términos generales, cuando se dirige a personas indeterminadas o a cien o más personas determinadas. Para realizarla, el emisor y la emisión deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), y esa inscripción es, a la vez, la autorización para ofrecer. El documento de revelación es el prospecto de información, equivalente funcional del prospecto del Form S-1 estadounidense, aunque no idéntico en lo jurídico. La decisión de inscribir acciones requiere una decisión de la asamblea general de accionistas con las mayorías propias de una reforma estatutaria. A diferencia del régimen estadounidense, donde ciertos emisores pueden presentar borradores de registro de forma confidencial o no pública ante la SEC, en Colombia el proceso debe analizarse bajo las reglas locales de inscripción, autorización y revelación del RNVE. Como se explicó en la sección 2, la inscripción no equivale a recomendación ni a certificación sobre la bondad, el precio o la solvencia del emisor.

Un mercado primario de acciones casi inactivo. Conviene separar dos cosas que suelen confundirse. El mercado secundario colombiano —la negociación de acciones ya listadas— vivió un 2025 de recuperación notable: la Bolsa de Valores de Colombia (bvc) reportó que los volúmenes de renta variable crecieron alrededor del 74% frente a 2024, y que el índice MSCI COLCAP registró una rentabilidad anual cercana al 49,9%, con un *dividend yield* del orden del 6–7% según la fuente y el corte (bvc, 2026). Pero el mercado primario de acciones —la emisión de acciones nuevas mediante una IPO— siguió prácticamente inactivo. El propio presidente de la bvc resumió la situación al señalar que el país sigue lejos de lo que necesita en renta variable, pese a la tendencia ascendente (bvc, 2026). No obstante, 2025 dejó algunas señales primarias: Davivienda Group ingresó como nuevo emisor a la bvc mediante su primera emisión pública de acciones, y Grupo Cibest debutó como holding listado tras la reorganización de Grupo Bancolombia (El Tiempo, 2026). Son listados ligados a reorganizaciones corporativas, no un flujo sostenido de nuevas IPO: confirman, más que contradicen, la estrechez del primario. La recuperación de 2025 fue, sobre todo, de negociación secundaria y de renta fija (CDT, deuda corporativa y soberana), no de nuevas salidas a bolsa.

Por qué tan pocas IPO. Las causas conversan entre sí. Hay un mercado estructuralmente poco profundo, con un ahorro nacional que descendió a cerca del 8,1% del PIB en 2025, frente al 18,6% de 2005 (bvc, 2026); una cultura empresarial reacia a revelar y a diluir el control; una preferencia marcada por la deuda bancaria y, cada vez más, por el capital privado; y el hecho de que las empresas grandes que necesitan mucho capital tienden a listarse en plazas mayores. La tendencia de la última década no ha sido de empresas entrando, sino saliendo: varias compañías dejaron de cotizar sin que llegaran emisiones

⁴Proceso en Colombia: la oferta pública y su inscripción se rigen por la Ley 964 de 2005 y el Decreto 2555 de 2010; el documento de revelación es el prospecto de información, y la decisión de inscribir acciones corresponde a la asamblea general de accionistas. La inscripción en el RNVE habilita la oferta, pero no implica recomendación ni certificación sobre el valor.

iniciales que las reemplazaran. Hay, eso sí, señales incipientes de posible actividad primaria —por ejemplo, la autorización de Nutresa para emitir acciones preferenciales mediante oferta privada y el interés de Bogotá por enajenar parte de su participación en el Grupo Energía Bogotá (Grupo Nutresa, 2026; Valora Analitik, 2026a)—, todavía por materializarse.

Costo de capital y calificación soberana. El costo al que una empresa colombiana capta capital no se fija en el vacío: descansa sobre el riesgo país, y ese contexto se ha deteriorado. Colombia perdió la unanimidad del grado de inversión a comienzos de la década y hoy tiene una calificación dividida (*split-rated*): a mediados de 2026, S&P la ubica en BB- y Fitch en BB —ambas por debajo del grado de inversión—, mientras Moody's la mantiene en Baa3, el último escalón del grado de inversión, las tres con perspectiva estable (S&P Global Ratings, 2026; Fitch Ratings, 2025; Moody's Ratings, 2025). Un riesgo soberano más alto encarece el financiamiento, reduce el universo de fondos que pueden invertir y eleva la tasa de descuento que un inversionista exige; todo ello pesa sobre el atractivo y el precio de una emisión de acciones.

OPA no es IPO: el caso GEA–Gilinski. La operación más visible del mercado accionario colombiano de la última década no fue una IPO, sino una sucesión de ofertas públicas de adquisición (OPA). Desde 2021, el Grupo Gilinski —con socios árabes (IHC)— usó OPA sucesivas para desmontar el control cruzado («enroque») del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) y terminó controlando el Grupo Nutresa. El cierre se selló con el Decreto 0079 de 2024, que creó una excepción de OPA para intercambios de activos entre accionistas con influencia significativa, con una OPA posterior obligatoria al precio del intercambio para proteger a los minoritarios; hacia marzo de 2025, Gilinski consolidó alrededor del 84,5% de Nutresa (Infobae, 2024; Bloomberg Línea, 2025).⁵ Recuérdese la distinción de la sección 1: una OPA es una operación del mercado *secundario* —cambio de control sobre acciones existentes—, no una emisión *primaria*. El episodio ilustra la dinámica colombiana: lo que ha dominado es la transferencia de control y la salida de emisores, no el ingreso de nuevos.

Señales de cambio: nuam y la reforma regulatoria. Dos procesos podrían alterar el panorama. El primero es la integración regional: bajo el holding nuam —que reúne a las bolsas de Colombia, Perú y Chile, dirigido por Juan Pablo Córdoba— Colombia fue, desde el 1 de abril de 2026 (con «día cero» el 31 de marzo), la primera plaza en migrar a una plataforma única de negociación construida con Nasdaq; Perú se sumó a fines de abril de 2026 y Chile seguía pendiente (Valora Analitik, 2026b; Infobae, 2026). El mercado integrado busca consolidar una escala regional relevante y aspirar a una mayor profundidad frente a los mercados nacionales aislados; la plena interoperabilidad transfronteriza de la renta variable, sin embargo, dependía de la habilitación operativa y regulatoria progresiva (Bloomberg Línea, 2025; nuam, 2026). El segundo proceso es regulatorio: el Decreto 1239 de 2024, ya en vigor, busca reducir los tiempos de inscripción y dinamizar las ofertas públicas —entre otras medidas, la emisión por lotes sucesivos, la flexibilización de montos mínimos y la ampliación de los formadores de liquidez—, y la Unidad de Regulación Financiera (URF) adelanta una agenda más amplia que incluye un régimen proporcional para que las pymes accedan al mercado y una reforma del régimen de OPA (Bloomberg Línea, 2025).⁶ Si esa profundidad llega, la mecánica de las secciones 3 a 7 encontrará por fin materia prima local.

⁵Decreto 0079 de 2024: introdujo una excepción al régimen de OPA para operaciones de intercambio de activos entre accionistas con influencia significativa, con una OPA posterior obligatoria en favor de los accionistas minoritarios; fue la norma que viabilizó el cierre del acuerdo entre el GEA y el Grupo Gilinski.

⁶Decreto 1239 de 2024 (en vigor): medidas para reducir los tiempos de inscripción y dinamizar las ofertas públicas (emisión por lotes sucesivos, flexibilización de montos mínimos y ampliación de los formadores de liquidez, entre otras). La Unidad de Regulación Financiera (URF) adelanta además un régimen proporcional para pymes y una reforma del régimen de OPA.

Qué cambia en el caso colombiano. La maquinaria es la misma en Bogotá que en Nueva York; lo que cambia es el entorno. En Colombia, el recurso escaso es la demanda institucional y una cultura de revelación y de *equity* todavía en formación. Un colocador que opere una IPO colombiana debe incorporar una prima de iliquidez, leer un libro de demanda más delgado y contar con un universo de inversionistas más estrecho; un inversionista, exigir un retorno acorde con un riesgo país más alto. Esa profundidad —la abundancia de demanda que un mercado maduro da por descontada— es, precisamente, lo que el mercado colombiano todavía busca construir.

11. Síntesis aplicada: las decisiones del colocador y del inversionista

Una salida a bolsa enfrenta a dos figuras con objetivos parcialmente opuestos. Lo que sigue sintetiza el razonamiento que cada una debe traer construido para decidir bien.

Desde el lado del colocador (banca de inversión). Su objetivo declarado es captar el máximo capital para su cliente asegurando que se coloque toda la emisión; su objetivo real incluye preservar su credibilidad ante los inversionistas. Necesita: una valoración relativa rigurosa —comparables bien elegidos, múltiplo coherente con el sector, ajustes justificados— que produzca un valor defendible (secciones 3 y 4); un rango de precio y un número de acciones derivados de esa valoración, sin olvidar que el descuento que incorpore es *underpricing* deliberado con costo en precio y dilución (sección 4); una lectura activa del libro durante la indicación —precio promedio ponderado y porcentaje cubierto— que le diga dónde está la demanda real (sección 5); una decisión de precio final consciente de la disyuntiva entre captar y colocar, alineada con lo que prioriza el emisor; y una política de asignación que use la discrecionalidad para premiar a los inversionistas valiosos y de largo plazo, sobre todo si la operación se sobresuscribe. El error típico del colocador novato es fijar el precio más alto posible: ignora la maldición del ganador, el riesgo de subscripción y el valor de su relación con los inversionistas.

Desde el lado del inversionista. Su objetivo es desplegar el capital con prudencia, capturando descuento genuino y evitando el optimismo pasajero. Necesita: su propia valoración independiente de cada empresa —no la del colocador—, porque solo así puede discrepar del precio ofrecido (secciones 3 y 7); una lectura crítica de los estados financieros que normalice la utilidad por su calidad y descunte el sesgo de optimismo (sección 8); preguntas pertinentes en el *roadshow*, que es su oportunidad de reducir la asimetría; indicaciones calculadas, sabiendo que revelar demanda honesta puede premiarse con asignación y descuento, pero que sobreactuar puede subirle el precio (sección 5); una demanda en firme que ajuste su indicación según su propia valoración —subir si la juzga barata, bajar si la juzga cara—; y participación activa en la asignación si la operación se sobresuscribe. El error típico del inversionista novato es confundir entusiasmo con análisis: entrar a toda IPO atractiva sin valorar es exactamente la conducta que la maldición del ganador penaliza.

12. Cierre: de la teoría a la práctica

Esta lectura no se agota en la teoría: cada concepto de las secciones anteriores se traduce, en la práctica, en una decisión con consecuencias medibles.

Valorar una empresa es ejecutar las secciones 3 y 4: elegir comparables, justificar múltiplos y derivar un precio por acción resolviendo la circularidad pre/post-money. Publicar un rango y leer las indicaciones es vivir el *bookbuilding* de la sección 5 como un problema de extracción de información. Fijar el precio final

es enfrentar la disyuntiva entre captar y colocar, y decidir cuánto «dinero sobre la mesa» dejar —es decir, cuánto del *underpricing* de la sección 6 se está dispuesto a pagar y por qué—. Repartir una operación sobresuscrita es usar la asignación como instrumento de relación (secciones 5 y 7). Y ajustar la demanda en firme, del lado del inversionista, es traducir el análisis de la calidad de la información (sección 8) en dinero.

Los resultados de una colocación —capital captado, precio, porcentaje suscrito, asignación lograda— son la materialización de la teoría. Conviene leerlos con las preguntas correctas: ¿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?; ¿el inversionista que más capital desplegó fue el que mejor valoró, o el que más se entusiasmó?

La rúbrica de evaluación recoge precisamente estos criterios —calidad de la valoración, selección de comparables, justificación del múltiplo, lectura del libro, decisión de precio, manejo de incentivos, coherencia de la asignación y reflexión—, de modo que la teoría de esta lectura y su aplicación forman una sola línea. Esas preguntas, no las cifras aisladas, son el aprendizaje.

Preguntas de control

Tema 1 — Fundamentos, asimetría de información y revelación

1. Explique, con el problema de los «limones» de Akerlof, por qué una empresa de buena calidad podría encontrar poco atractivo el mercado de acciones, y qué elementos de una IPO mitigan ese problema.
2. ¿Por qué la jerarquía de financiamiento (Myers, 1984) implica que emitir acciones manda «la peor señal»? ¿Qué supuesto sobre la información de la administración sostiene el argumento?
3. ¿Qué significa, con precisión, que la autorización o inscripción de un valor «no equivale a una recomendación de inversión»? ¿Qué puede y qué no puede esperar el inversionista del regulador?

Tema 2 — Valoración y fijación del precio

1. ¿Por qué los comparables suelen usarse para defender el rango de una IPO y el DCF como prueba de consistencia, y no al revés?
2. Dos empresas tienen idéntica utilidad proyectada, pero una con ingresos recurrentes y caja, y otra con partidas no recurrentes. Construya el argumento de por qué no merecen el mismo múltiplo y cuantifique el efecto sobre el precio con el modelo de la sección 4.
3. Replique la tabla de sensibilidad con descuentos de 6%, 12% y 18% y explique, como director financiero del emisor, cuál elegiría y qué riesgo asume en cada caso.
4. Si valora con EV/EBITDA en lugar de P/E, ¿qué ajustes debe hacer para pasar del valor de empresa al precio por acción?

Tema 3 — Bookbuilding, underpricing y asignación

1. ¿Por qué el *bookbuilding* no ha sido desplazado por las subastas, pese a que estas reducen el *underpricing*? ¿Qué se pierde al ganar transparencia?

2. El modelo de Benveniste–Spindt predice mayor *underpricing* cuando la emisión se fija por encima del rango. ¿Por qué este resultado, documentado por Hanley (1993), es a la vez contraintuitivo y coherente?
3. Si el *underpricing* compensa la maldición del ganador, ¿qué ocurriría con el descuento de equilibrio si todos los inversionistas estuvieran igualmente informados? ¿Por qué?
4. Es colocador de una emisión sobresuscrita al 150% a un precio cercano al tope del rango. ¿Sube el precio, mantiene o asigna con descuento? Justifique con la disyuntiva captar–colocar y con el valor de su relación con los inversionistas.

Tema 4 — Incentivos, información y aplicación

1. Describa el conflicto dual del colocador y explique por qué no siempre fija el precio más alto posible.
2. ¿Qué señales de gestión de utilidades buscaría en el prospecto de una empresa que sale a bolsa, y cómo ajustaría su valoración si las encuentra?
3. Distinga una OPA de una IPO y explique por qué la confusión entre ambas distorsiona la lectura de un mercado.

Rúbrica de evaluación

Esta rúbrica evalúa el análisis aplicado de una IPO —un caso, una valoración escrita o un ejercicio de fijación de precio—; los criterios d, e y g presuponen que el estudiante toma y justifica esas decisiones sobre un caso concreto.

Criterio	Qué se evalúa	Señales de logro
a. Calidad de la valoración	Rigor del modelo y consistencia interna	El modelo cierra la identidad pre/post-money; los supuestos quedan explícitos
b. Selección de comparables	Pertinencia del grupo de pares	Comparables del mismo sector, tamaño, crecimiento y riesgo, con justificación
c. Justificación del múltiplo	Coherencia entre múltiplo y negocio	Elección argumentada (P/E, EV/EBITDA o EV/Ventas) según la etapa de la empresa
d. Lectura del libro de demanda	Uso de indicaciones y cobertura	Interpreta precio promedio ponderado y porcentaje cubierto para inferir la demanda real
e. Decisión de precio final	Manejo de la disyuntiva captar–colocar	Precio coherente con el objetivo del emisor y con el riesgo de subscripción
f. Manejo de incentivos	Comprensión del juego de agencia	Decisiones coherentes con el rol y con la relación de largo plazo entre las partes
g. Coherencia de la asignación	Criterio de reparto en sobresuscripción	Asignación que premia la demanda genuina y la permanencia, no la especulación
h. Reflexión posterior	Calidad del análisis final	Conecta el análisis con la teoría; identifica el «dinero sobre la mesa» y su causa

Glosario de términos clave

Término	Definición
IPO (oferta pública inicial)	Primera vez que una empresa ofrece acciones de su capital al público en general 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 las acciones.
Underpricing	Diferencia por la cual el precio de oferta queda por debajo del precio de mercado del primer día; el «salto» o <i>pop</i> inicial.
Post-money	Valor patrimonial de la empresa que ya incorpora el capital nuevo captado en la emisión.
Pre-money	Valor patrimonial de la empresa antes de incorporar el capital nuevo; equivale al post-money menos los recursos captados.
Pricing (fijación de precio)	Etapas en que se determina el precio de oferta final, distinto del valor «en negociación» por el descuento de emisión.
Dilución	Reducción de la participación de los accionistas existentes al emitirse acciones nuevas.
Oferta primaria / secundaria	Primaria: emisión de acciones nuevas que capta capital y diluye. Secundaria: venta de acciones ya existentes, sin captar capital ni diluir. Una IPO puede combinar ambas.
OPA (oferta pública de adquisición)	Operación del mercado secundario para tomar el control de una sociedad cotizada comprando acciones existentes; no es una emisión ni una IPO.
Sobresuscripción	Situación en que la demanda excede las acciones ofrecidas, lo que obliga al colocador a asignar a discreción.
Colocador (<i>underwriter</i>)	Banca de inversión que estructura, valora y coloca la emisión, e intermedia entre el emisor y los inversionistas.
Prospecto	Documento de revelación al mercado con la información material del emisor y de la emisión (el <i>prospectus</i> del Form S-1 en EE. UU.; el prospecto de información en Colombia).

Bibliografía

- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303–323.
- Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 343–361.
- Grinblatt, M., & Hwang, C. Y. (1989). Signalling and the pricing of new issues. *The Journal of Finance*, 44(2), 393–420.
- Hanley, K. W. (1993). The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 231–250.

- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2(3), 235–272.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *The Review of Financial Studies*, 15(2), 413–444.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421–449.
- Welch, I. (1992). Sequential sales, learning, and cascades. *The Journal of Finance*, 47(2), 695–732.

Fuentes de mercado y regulatorias.

- EY. (2026). *EY Global IPO Trends 2025 / US IPO market trends*. Ernst & Young. (Datos basados en Dealogic; los recursos incluyen sobreasignaciones.)
- Renaissance Capital. (2026). *US IPO Market 2025 Annual Review*. Renaissance Capital. (Universo: IPO con valor de mercado superior a unos US\$50 millones; excluye SPAC y sobreasignaciones.)
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2025). *Initial public offerings (IPOs): Statistics*. SEC. (Conteo por fecha de fijación de precio; la SEC advierte que no garantiza la exactitud de los datos de terceros.)
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2025). *Enhanced accommodations for issuers submitting draft registration statements*. SEC.
- Colombia. Congreso de la República. (2005). *Ley 964 de 2005* (ley marco del mercado de valores).
- Colombia. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2010). *Decreto 2555 de 2010* (decreto único del sector financiero, asegurador y del mercado de valores).
- Colombia. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2024). *Decreto 0079 de 2024 y Decreto 1239 de 2024*. Gestor Normativo, Función Pública.
- Unidad de Regulación Financiera (URF). (2025). Más liquidez, menos arbitrajes regulatorios y nuevos actores: así dinamiza y transforma el Decreto 1239 de 2024 el mercado de valores. URF.
- Bolsa de Valores de Colombia (bvc). (2026). *2025 consolida al mercado de capitales colombiano en niveles prepandemia y lo posiciona entre los más dinámicos de la región*. bvc.
- nuam exchange. (2026). *Avances de la integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile y despliegue de la plataforma única de negociación*. nuam.
- S&P Global Ratings (2026, BB-); Fitch Ratings (2025, BB); Moody's Ratings (2025, Baa3). Calificaciones de la deuda soberana de Colombia.

Grupo Nutresa S. A. (2026, 16 de febrero). Decisiones de la Asamblea de Accionistas. Grupo Nutresa.

Valora Analitik. (2026a, 2 de febrero). Detalles y calendario para la venta de acciones del Grupo Energía Bogotá. Valora Analitik.

Valora Analitik. (2026b, 24 de marzo). Mercado integrado nuam para negociar acciones de Colombia, Perú y Chile: fechas y claves. Valora Analitik.

Infobae. (2024, 31 de enero). Así quedó el decreto que habilita el acuerdo entre el GEA y los Gilinski para transferir a Nutresa. Infobae.

Infobae. (2026, 28 de abril). Las bolsas de Chile, Colombia y Perú avanzan hacia una plataforma común: Lima activó el nuevo sistema de negociación. Infobae.

Bloomberg Línea. (2025, 22 de agosto). Colombia cambiará el régimen de OPA que permitió a Gilinski quedarse con el Grupo Nutresa. Bloomberg Línea.

El Tiempo. (2026, 8 de enero). 2025 marcó el regreso de la renta variable en Colombia: el COLCAP rompió récords. El Tiempo.