



MODIFICACIONES AL REGIMEN DE EMISIONES

INTRODUCCIÓN

Los cambios experimentados por el mercado de valores colombiano durante los últimos 15 años han ayudado a su consolidación y beneficiado a emisores e inversionistas. Se expidió la Ley marco otorgando amplias facultades al Gobierno Nacional para la regulación de la actividad, generando seguridad jurídica, se unificaron las bolsas de valores permitiendo mayores volúmenes transados, se fortalecieron las plataformas de negociación potenciando la estandarización de procesos, y se introdujeron nuevos productos financieros ampliando el abanico de opciones de inversión disponibles al público general.

En este marco de referencia, la emisión de acciones en bolsa ha ganado fuerza, no solo como instrumento de financiación de las actividades productivas, sino también como herramienta de democratización de la propiedad accionaria, con lo cual muchos colombianos han podido participar de las utilidades y los riesgos de algunas de las compañías más grandes del país. Dada la importancia de dicha herramienta, es de interés analizar sus desarrollos, uno de los cuales consiste en el mecanismo de sobre adjudicación en emisiones primarias (over allotment option o green shoe) que permite realizar una estabilización temporal de los precios.

Adicionalmente al mecanismo en mención, se revisan temas que relacionados con nuestro régimen de emisión que pueden estar restando eficiencia al funcionamiento de nuestro mercado y han generado algunas inquietudes entre sus participantes y los supervisores. También se hacen algunas sugerencias para su modificación.

El presente documento trata los temas de 1. la limitación a ofertas públicas simultáneas en el mercado primario y secundario 2. La discrecionalidad en la asignación de valores en un proceso de emisión que utiliza construcción del libro 3. Otras propuestas regulatorias y 4. Una propuesta de implementación de un mecanismo de estabilización de precios.

En cuanto a este último tema, se revisan conceptos de nuestro régimen de emisión, tras de lo cual se analiza el comportamiento de las últimas emisiones de acciones en Colombia y la evolución de sus precios en una ventana de tiempo de 30 días. Se hace una descripción del mecanismo de estabilización con sobreadjudicación en el mercado estadounidense y finalmente esboza algunas ideas sobre su implementación en nuestro país.

TEMA I. LIMITACION OFERTAS PÚBLICAS SIMULTÁNEAS MERCADOS PRIMARIO Y SECUNDARIO

El Artículo 6.1.1.1.6 del Decreto 2555 relacionado con ofertas públicas simultáneas en los mercados primario y secundario, señala:

“En las ofertas públicas de acciones y bonos convertibles en acciones en el mercado primario, se podrá integrar la posibilidad de adicionar como parte de la oferta valores ya emitidos de la misma especie inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE. Dicha posibilidad debe quedar claramente expresada y determinada en el prospecto de información y en ningún caso podrán constituir un porcentaje superior al veinticinco por ciento (25%) del total de la emisión que se trate.

Cuando existan titulares de los valores interesados en vender que superen el porcentaje previsto en el inciso anterior, se definirá a prorrata la porción que cada accionista puede llegar a vender. Los accionistas podrán optar por no participar en la oferta, evento en el cual se incrementará proporcionalmente la porción que pueden llegar a vender los demás titulares interesados.

Lo dispuesto en el presente artículo se aplicará sin perjuicio del cumplimiento del régimen de ofertas públicas de adquisición por parte de los inversionistas”.

Este artículo permite, si así lo decide el emisor, que los inversionistas de títulos ya inscritos en el RNVE, ofrezcan en venta sus papeles de modo simultáneo con los de una oferta pública, pero restringe dicha posibilidad a un máximo equivalente al 25% del total ofrecido.

Al respecto caben dos consideraciones. Usualmente, una oferta pública de valores con salida a bolsa, implica para los dueños del emisor, una dilución de su participación accionaria, pero no necesariamente una venta de sus acciones, ni una pérdida total del control. Por el contrario, el funcionamiento de algunos fondos de capital, se caracteriza por una estrategia de inversión de mediano plazo, en la cual se busca desarrollar un negocio para vender luego el total de la participación. En este escenario, la posibilidad de ofrecer los títulos de modo simultáneo con una oferta pública primaria se constituye un buen vehículo de salida. Por este motivo se sugiere cambiar dicho porcentaje al 100%.

También es de señalar que esta medida no implica el incumplimiento de la reglamentación de OPA, y debe extenderse a todos los accionistas de la empresa.

TEMA II. ADJUDICACION DE VALORES EN CONSTRUCCIÓN DEL LIBRO DE OFERTAS

Uno de los métodos más usados a nivel internacional para emitir valores es el de Construcción del Libro de Ofertas. Mediante este mecanismo, el colocador obtiene información sobre los precios y cantidades a las que sus clientes están dispuestos a comprar la emisión lo que le ayuda a determinar de manera óptima el precio de corte. Adicionalmente, el colocador goza de discrecionalidad para adjudicar la emisión entre sus clientes cuando al precio de corte establecido, la demanda de valores fuese mayor a la oferta inicial¹. Dicha discrecionalidad permite al colocador, si así lo desea, la aplicación de criterios sobre el tipo de inversionista (retail, institucional, etc) y características de su posición (estructural, especulador etc) lo que finalmente, puede influir sobre variables como la liquidez o volatilidad del título en el mercado secundario, entre otros.

En Colombia, este mecanismo viene ganando importancia como lo muestra su uso en la emisión de acciones de Cemex 2012, Concreto 2012, Cemargos 2013 y Bancolombia 2014. Su funcionamiento está estipulado en la Parte 6, Libro 6, Título 2 del decreto 2555.

Si bien el artículo 6.2.2.1.1 estipula que *“La oferta pública de valores mediante la construcción del libro de ofertas consiste en el procedimiento según el cual un emisor puede determinar el precio, la distribución y asignación de los valores a emitir y el tamaño de la emisión, ya sea directamente o por intermedio de un tercero, a través del mercadeo, la promoción preliminar de los valores y la recepción y registro de órdenes de demanda en un libro de ofertas, en los términos y condiciones del presente Título”* algunos agentes del mercado han señalado que el artículo 6.2.2.1.3 al señalar en el numeral 3 c que *“El sistema o mecanismo que se utilice para la construcción del libro garantice condiciones de igualdad en el acceso y transparencia”* podría permitir una interpretación ambigua, haciendo suponer que los valores deben ser distribuidos proporcionalmente con las demandas.

Al respecto, cabe señalar que dicho numeral 3 c hace referencia a igualdad en el acceso al libro no a la asignación y adicionalmente que el artículo 6.2.2.1.3 en el numeral 5 que hace alusión a la asignación y distribución de los valores emitidos, no hace referencia a criterios en la asignación como orden de llegada o prorata. Por este motivo, se sugiere implementar en el articulado de modo explícito que se contará con discrecionalidad en la asignación, siempre que se respete el derecho de preferencia de existir este, y además haciendo explícito dicho derecho en el prospecto. También debe ser explícito que el precio de asignación es único y corresponde al de corte establecido por el colocador.

¹ Degeorge F. Derrien, & Womack, K. (2004). Quid pro quo in IPOs: why book-building is dominating auctions. Working Paper

TEMA III: OTRAS PROPUESTAS REGULATORIAS

1. Precisar las facultades de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) en los artículos 5.2.1.1.3 requisitos para la inscripción y el 5.2.1.1.5 requisitos tendientes a realizar ofertas públicas en el mercado primario del decreto 2555 de 2010.

En la actualidad la SFC cuenta con facultades para reglamentar los prospectos de información, (artículo 5.2.1.1.4). Lo que se propone es ampliar dicha facultad con el fin de que la SFC pueda establecer, vía instrucciones, las condiciones bajo las cuales se deben acreditar los requisitos establecidos en los artículos 5.2.1.1.3 y 5.2.1.1.5. Con lo anterior se busca que, en caso de resultar necesario, se pueda responder a la necesidad de establecer procedimientos o condiciones en relación con la presentación y revisión de la documentación exigida en dichas normas. Lo anterior también permitiría establecer reglas o procedimientos especiales para la acreditación de los requisitos por parte de emisores específicos, por ejemplo aquellos que hayan surtido procesos de inscripción y oferta pública de manera recurrente.

2. Adicionar una nueva modalidad de inscripción automática para los emisores conocidos y recurrentes.

Se recomienda adicionar una nueva modalidad de inscripción automática, dentro del Título 2 (Modalidades de Inscripción), Capítulo 1 (Inscripción Automática). La presente propuesta busca flexibilizar el régimen de inscripción de los emisores conocidos y recurrentes, generando un régimen de inscripción automática.

3. Modificar el Libro 3, Título 6 de Autorización de Oferta Pública de Valores que hacen parte de un programa de emisión y colocación, para señalar expresamente que incluir nuevos valores a un programa de emisión ya vigente, no se debe iniciar un nuevo proceso de autorización.

En la actualidad la SFC cuenta con facultades para impartir instrucciones relativas a las modificaciones del prospecto de constitución del programa, según lo establecido en 6.3.1.1.7 del decreto 2555 de 2010. La SFC se encuentra en proceso de reglamentar el procedimiento que deberá seguirse para la solicitud de tales prórrogas y modificaciones. Se busca señalar expresamente que cuando se incluyan nuevos valores a un programa de emisión ya vigente, se debe remitir la información necesaria para su inscripción pero no se debe iniciar de nuevo un proceso de autorización de los mismos.

TEMA IV. ESTABILIZACION DE PRECIOS PARA LA EMISIÓN DE ACCIONES

1. Regulación colombiana en materia de ofertas públicas y estabilización de precios

El artículo 7° de la Ley 45 de 1990 señala como una de las actividades autorizadas a las sociedades comisionistas de bolsa la intermediación en la colocación de títulos en una oferta primaria, la cual puede realizarse de dos maneras: 1. Garantizando la totalidad o parte de la colocación o 2. Adquiriendo los valores por cuenta propia. Adicionalmente, dicho artículo autoriza a las sociedades comisionistas la realización de operaciones en cuenta propia siempre y cuando se persigan los siguientes objetivos: dar mayor estabilidad a los precios de mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado.

Adicionalmente, el artículo 7.1.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 (en adelante Decreto Único) define como operación de intermediación las operaciones de colocación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE en las que el intermediario colocador garantiza la totalidad o parte de la emisión o adquiere la totalidad o parte de los valores de la misma por cuenta propia, para colocarlos posteriormente en el mercado; así como, las operaciones de colocación de valores al mejor esfuerzo. Estas operaciones podrán ser realizadas por sociedades comisionistas de bolsa y corporaciones financieras.

La regulación Colombiana no contempla específicamente mecanismos para la estabilización de precios tratándose de ofertas públicas, sin embargo, contempla un mecanismo similar que también tiene efectos en el precio de negociación de los valores, pero que se encuentra diseñado para que las sociedades comisionistas de bolsa de valores le otorguen liquidez a los mismos. Dicho mecanismo se encuentra regulado en los artículos 2.9.17.1.1 al 2.9.17.1.9 del Decreto Único y se concentra en señalar cuáles son los valores que pueden utilizar el mecanismo², la procedencia de los fondos con los cuales se financiará el mecanismo³, las obligaciones del formador de liquidez las cuales básicamente se centran en revelación de información, las obligaciones del emisor así como las prohibiciones atadas al mecanismo dirigidas a evitar la manipulación de precios, el uso de información privilegiada o efectuar su labor con un conflicto de interés. Así mismo, la regulación le otorga a la Superintendencia Financiera de Colombia la facultad de establecer las instrucciones de contenido general bajo las cuales puede emplearse el mecanismo así como el establecimiento de requisitos y condiciones por parte de la bolsa o sistema de negociación en el que se vaya a utilizar el mismo. Dichas instrucciones fueron dadas a través de la Circular 25 de 2013 la cual adicionó al Título Décimo de la Circular Básica Jurídica el Capítulo Décimo Primero “Instrucciones Generales para los Formadores de Liquidez del Mercado de Valores”.

2. Análisis de las colocaciones de acciones en Colombia en el periodo 2010 - 2014

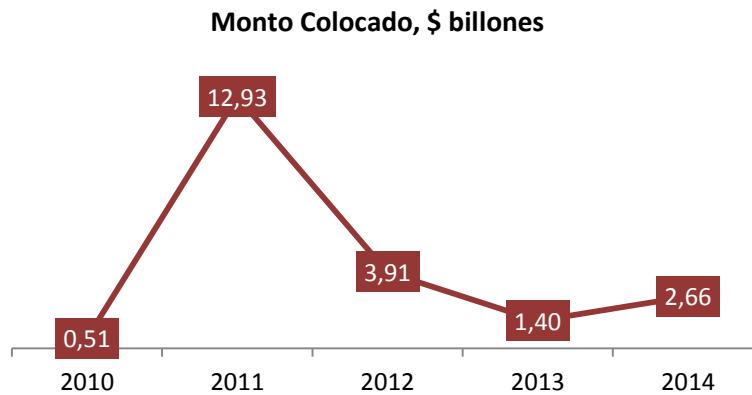
² Aquellos inscritos en el RNVE y en sistemas de negociación (incluyendo las bolsas) o en sistemas de cotización de valores del extranjero.

³ Fondos propios de la sociedad comisionista o fondos provenientes del emisor.

A continuación se hace un análisis de las emisiones que se han presentado en el mercado colombiano en el periodo comprendido entre 2010 y 2014, concentrándose en lo sucedido con el precio de las mismas y el mecanismo de colocación utilizado.

Teniendo como referencia las empresas que cotizan en la rueda de alta liquidez de la Bolsa de Valores de Colombia BVC, desde el año 2010 se han realizado 17 procesos de emisión de acciones. Esto excluye las ofertas de Banco de Occidente (2011), Banco de Bogotá (2011) y Aval (2012) que estuvieron destinadas exclusivamente a las personas que ya eran accionistas de las respectivas entidades.

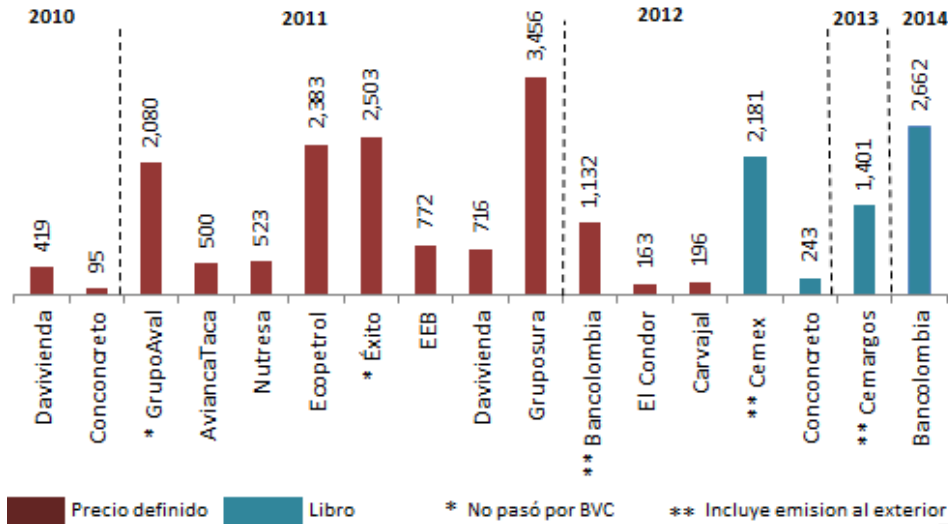
De acuerdo con lo anterior, las 17 emisiones realizadas obtuvieron recursos por \$21.4 billones, siendo 2011 el año más activo con 8 procesos y un monto de \$12.9 billones. Por el contrario, en 2013 el único emisor fue Grupo Argos que obtuvo recursos por \$1.4 billones en una oferta dirigida a nacionales y extranjeros.



Fuente: BVC, Emisores y cálculos URF

A nivel individual, el monto emitido va desde \$95 mil millones (Concreto 2010), hasta \$3.4 billones (Gruposura 2011), con un valor promedio de \$1.2 billones. En lo corrido de 2014 Bancolombia realizó una emisión de acciones preferenciales por un monto de \$2.6 billones.

Emisiones de Acciones \$miles de millones

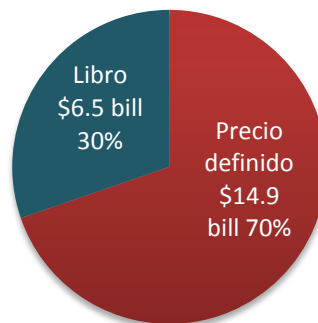


Fuente: BVC, Emisores y cálculos URF

Respecto al mecanismo de colocación, aunque el más utilizado es el de precio definido, con 13 procesos haciendo uso del mismo, resaltamos que las últimas cuatro emisiones (Cemex 2012, Concreto 2012, Cemargos 2013 y Bancolombia 2014) han utilizado construcción del libro de ofertas, lo que parece indicar que esta herramienta gana popularidad entre los emisores. Por monto captado, este segundo mecanismo representa 30% del total con \$6.5 billones.

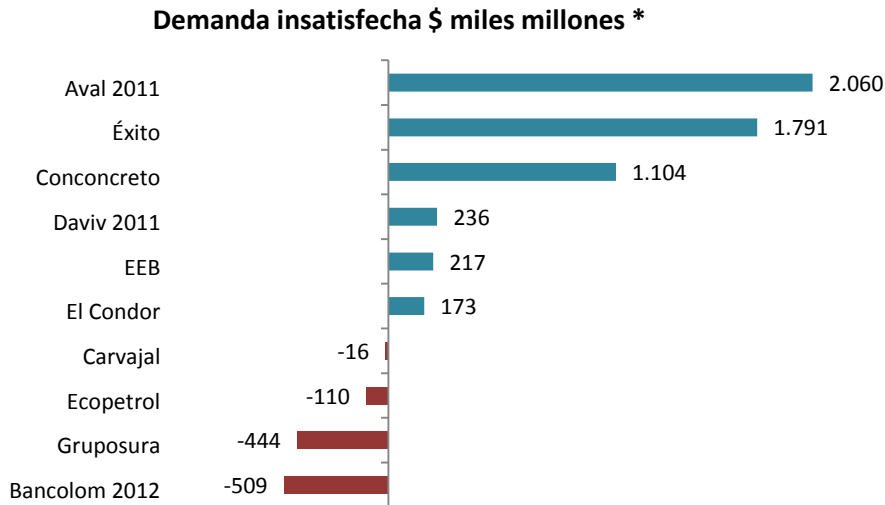
Adicionalmente, dos de los cuatro procesos con construcción de libro han estado acompañados de ofertas simultáneas a inversionistas extranjeros, posiblemente aprovechando que este mecanismo da mayor discrecionalidad al emisor respecto a variables como el precio de corte y la asignación de acciones.

Mecanismos de colocación



Fuente: BVC, Emisores y cálculos URF (colocaciones realizadas entre 2010 y 2014)

Finalmente, para las 13 ocasiones en que se utilizó el mecanismo de precio definido, se calculó la demanda insatisfecha como la diferencia entre el monto demandado y el monto a colocar⁴. En 10 de los 14 procesos, la demanda del mercado supero el monto ofrecido por el emisor.



* Excluye la emisión de Nutresa y Davivienda que mostraron demandas atípicas superiores a \$ 5 billones
Fuente: BVC, Emisores y cálculos URF

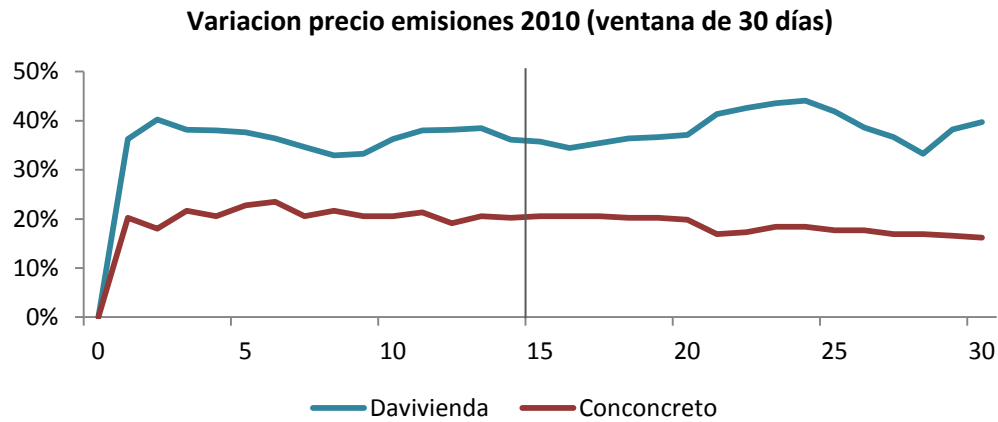
3. Evolución de los precios tras los procesos de emisión

Para las emisiones referidas se analizó el comportamiento de los precios en una ventana de tiempo de 15 y 30 días de transcurrida la colocación. Como se observa, las dos emisiones de 2010 fueron bastante exitosas y exhiben una rentabilidad sostenida y superior al 20%.

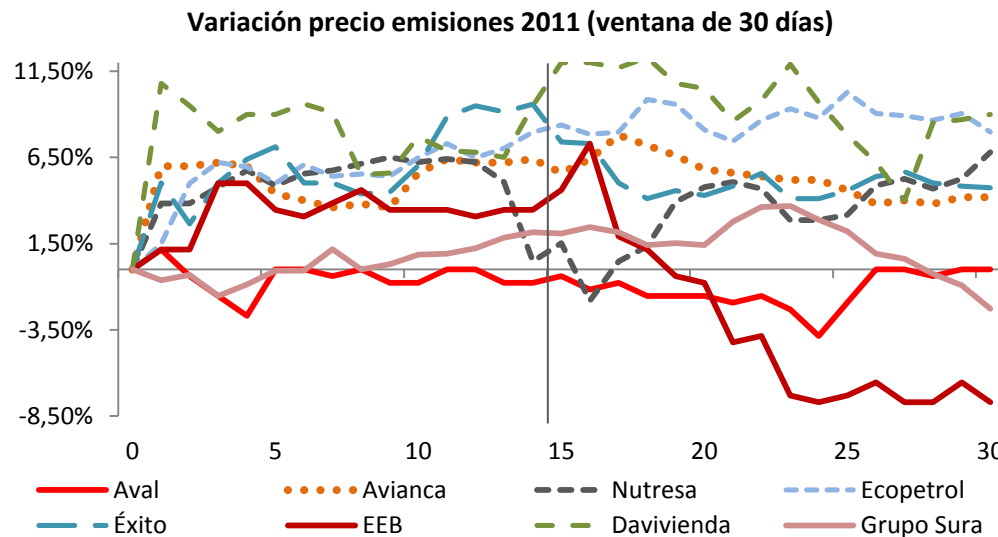
En 2011 el panorama es más moderado, en una ventana de tiempo de 15 días, 6 de las 8 emisiones obtienen valorizaciones (Davivienda, Avianca, Ecopetrol, Éxito, Nutresa, EEB) aunque en un rango inferior a 12% a lo que se suma el hecho de que las acciones de Grupo Sura se negociaron por debajo de los precios de emisión.

Al extender la ventana de tiempo a 30 días de negociación, 4 de las 8 emisiones transaron por debajo del precio de colocación, lo cual haría interesante un mecanismo de estabilización de precios para estos casos. En todo caso es importante tener en cuenta que la volatilidad y fortaleza de la tendencia bajista puede estar explicada por factores externos, ajenos a la emisión.

⁴ Se utiliza el monto base en los casos en que se señalaba posibilidad de sobreadjudicar.



Fuente: Bloomberg, BVC, Emisores y cálculos URF



Fuente: Bloomberg, BVC, Emisores y cálculos URF

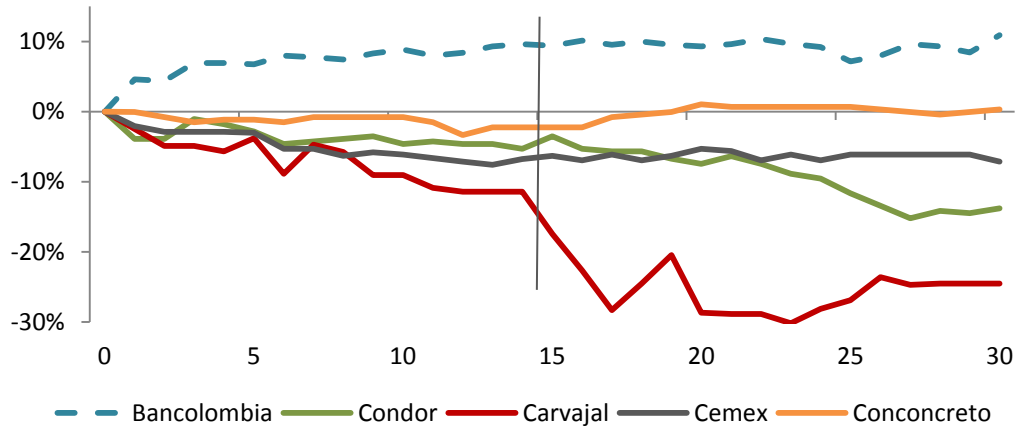
El año 2012 exhibe un comportamiento bajista de las nuevas emisiones, con 3 de 4 (Concreto, Cemex, El Condor, Carvajal) desvalorizándose en una ventana de tiempo de 15 días. Cuando este plazo se extiende a 30 días de transacción, el precio de Concreto se estabiliza alrededor de su precio de salida, mientras que El Condor y Carvajal acentuaron su caída. Bancolombia por el contrario, exhibe una valorización cercana a 10%.

En 2013 solamente se encuentra la emisión de Cementos Argos que presenta una valorización cercana a 6% inicialmente pero termina en terreno negativo en una ventana de 30 días. De nuevo la emisión de Bancolombia (2014) presenta un comportamiento favorable.

HACIA UN MINISTERIO AGIL, ACERTADO Y CONFIABLE

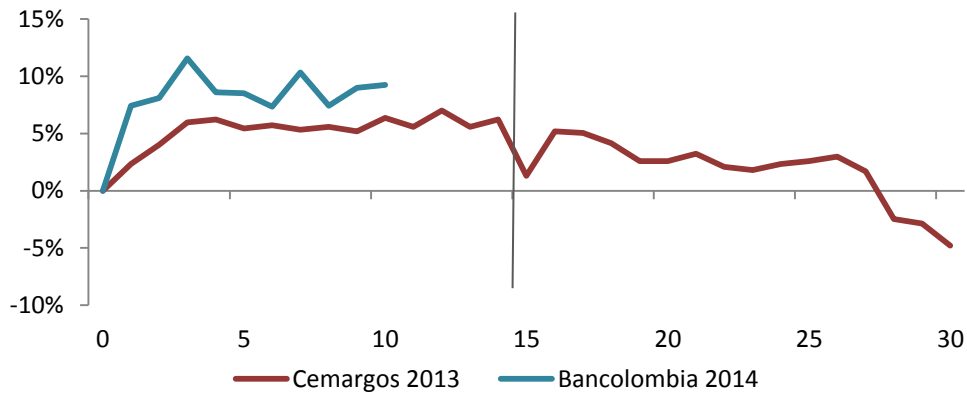
En resumen, para una ventana de tiempo de 15 días, 6 de 17 emisiones transaron por debajo del precio de emisión. En una venta de 30 días el número crece a 8 de 17 emisiones, lo cual hace interesante la posibilidad de un mecanismo de estabilización de precios.

Variación respecto al precio de emisión 2012 (ventana de 30 días)



Fuente: Bloomberg, BVC, Emisores y cálculos URF

Variación precio emisiones 2013-2014 (ventana 30 días)



Fuente: Bloomberg, BVC, Emisores y cálculos URF

Tabla resumen emisiones

Fecha	Empresa	Precio	Precio \$	Colocado	Tipo
sep-10	Davivienda	Definido	16,129	419,354	Mejor esfuerzo
dic-10	Concreto	Definido	1,315	94,680	Mejor esfuerzo
abr-11	GrupoAval	Definido	1,300	2,080,000	Mejor esfuerzo
may-11	AviancaTaca	Definido	5,000	500,000	Mejor esfuerzo
jul-11	Nutresa	Definido	20,900	522,500	Mejor esfuerzo
sep-11	Ecopetrol	Definido	3,700	2,383,488	Mejor esfuerzo
sep-11	Éxito	Definido	21,900	2,502,528	Mejor esfuerzo
oct-11	EEB	Definido	1,300	772,226	Mejor esfuerzo
nov-11	Davivienda	Definido	20,000	716,000	Mejor esfuerzo
nov-11	Gruposura	Definido	32,500	3,455,886	Mejor esfuerzo
ene-12	Bancolombia	Definido	26,000	1,132,138	Mejor esfuerzo
abr-12	El Condor	Definido	1,415	162,584	Mejor esfuerzo
may-12	Carvajal	Definido	5,300	195,752	Mejor esfuerzo
nov-12	Cemex	Construcción libro	12,250	2,180,500	Mejor esfuerzo
dic-12	Concreto	Construcción libro	1,350	243,000	Mejor esfuerzo
may-13	Cemargos	Construcción libro	7,700	1,401,400	Mejor esfuerzo
mar-14	Bancolombia	Construcción libro	24,200	2,662,000	Mejor esfuerzo

Fuente: BVC, Emisores y construcción URF

En resumen, la emisión de acciones en bolsa ha permitido el recaudo de montos importantes, superiores a \$21 billones bajo nuestros criterios de selección. Los procesos incluyen tanto ofertas iniciales (IPO), como emisiones adicionales de títulos que ya están transando en el mercado (follow on). Sin embargo, teniendo en cuenta que de las 17 emisiones, 6 presentaron retrocesos respecto al precio de emisión en un plazo de 15 días, dicho número se incrementa a 8 emisiones para un plazo de 30 días, es deseable la implementación de mecanismos de estabilización de precios que reduzcan la volatilidad inicial tras un proceso de emisión.

4. Mecanismo de estabilización de precios en ofertas públicas en EEUU (underwriter's overallotment option - green shoe)⁵

Uno de los participantes medulares en el proceso de emisión primaria de valores en los Estados Unidos de América EEUU es el underwriter⁶ (usualmente una banca de inversión). Su trabajo resulta fundamental por cuanto su reputación, experiencia y capacidad técnica al momento de valorar, distribuir una emisión y asesorar en el proceso de registro de la misma ante la SEC, se constituyen en señales a los inversionistas respecto de la mayor o menor posibilidad de éxito de una emisión primaria.

⁵ La realización de este documento tiene como sustento lo desarrollado en el libro "Securities Regulation: Cases and Analysis" Third edition, Stephen J. Choi y A.C. Pritchard, Foundation Press, sobre el proceso de ofertas públicas en EE.UU.

⁶ Es una actividad desarrollada por los bancos de inversión y recientemente por bancos comerciales en los EE.UU.

Dentro de las funciones del underwriter en un proceso de emisión primaria (IPO) se encuentra la asesoría a los emisores que acuden al mercado público por primera vez respecto de la estructura que debe adoptar la compañía, el tipo de valores a ser ofrecidos, así como el monto y el precio de la emisión. Igualmente, el underwriter se encarga de brindar asesoría en lo concerniente con el proceso de registro ante la Securities Exchange Commission SEC, así como pre-mercadear y distribuir la correspondiente emisión entre sus clientes (principalmente institucionales).

Opción de sobre adjudicación u overallocation option (“green shoe option”)

Algunos procesos de emisión primaria (IPO) implementan un mecanismo de estabilización de precios que busca moderar o retardar temporalmente negociaciones en el mercado secundario por debajo del precio de oferta.

Dicho mecanismo se desarrolla mediante una opción de sobre adjudicación (overallocation option) entregada al underwriter, que le da derecho a comprar (opción call) por un lapso determinado de tiempo, hasta 15% más de acciones. Adicionalmente, se genera una posición corta en la emisión por parte del underwriter con los inversionistas. Para mayor claridad, a modo de ejemplo supongamos la colocación en un esquema de emisión garantizada:

- a. El underwriter compra el total de la emisión, 100 millones de acciones, a la compañía emisora al precio de descuento. También adquiere una opción de sobre adjudicación (o greenshoe) que le da derecho a comprar 15 millones de acciones más del emisor, al mismo precio de descuento, en un lapso de tiempo determinado.
- b. De existir la demanda suficiente, el *underwriter* vende en el mercado primario 115 millones de acciones, lo que representa una sobre venta de 15% respecto a lo comprado al emisor. Para adjudicar estas acciones adicionales, el underwriter debe pedir las prestadas al emisor u otro agente, lo que configura una posición corta y por tanto debe recomprarlas posteriormente para cerrar su posición.
- c. Cuando las acciones comienzan a negociar en el mercado secundario, la existencia de la posición corta y la opción del greenshoe hacen que el underwriter actúe como estabilizador:
 - o Si el precio en el mercado secundario trata de transar por debajo del precio de oferta, el *underwriter* pone órdenes de compra, con lo cual recompra acciones y va cerrando su posición corta. Esta fuerza compradora ayuda a frenar la caída del título y estabiliza su precio (mientras se agota el 15% sobre adjudicado, momento en el cual el *underwriter* deja de actuar). En este escenario se estabiliza temporalmente el mercado con recompras en el secundario y se cierra la posición corta sin necesidad de ejercer la opción.

- Si el precio en el mercado secundario se mantiene por encima del precio de emisión (situación deseable), el underwriter tendría pérdidas tratando de recomprar las acciones sobre adjudicadas. Para evitar esta pérdida el underwriter ejerce la opción call comprando al emisor hasta 15% de más acciones al precio de oferta. En este escenario no se realizó estabilización propiamente y si se ejerció la opción call.
- d. El mecanismo de estabilización mediante *greenshoe*, contempla una ventana de tiempo cercana a 30 días en la cual el *underwriter* va revelando a las autoridades en qué porcentaje va ejerciendo o no su opción y si va cerrando su posición corta.

Observaciones importantes

La existencia del mecanismo de estabilización facilita la colocación de la emisión y sin esta posiblemente algunos clientes del underwriter no participarían en la misma.⁷ Ahora bien, el mecanismo configura las siguientes situaciones:

Si el precio sube tras la emisión: El underwriter que está en una posición corta perdería dinero recomprando las acciones en el mercado secundario para cerrar su posición, en lugar de esto ejerce su opción de sobre adjudicación con el emisor, de forma que éste le entrega un 15% adicional a precios inferiores a los de mercado. El emisor es quien asume esta diferencia de precios.

Si el precio baja tras la emisión: El underwriter compra acciones en el mercado secundario para cerrar su posición, no obstante, entre más caiga el precio en el mercado secundario, más gana el underwriter lo que se constituye en un incentivo contrario al deseado. La literatura señala que el hecho de valorar y comprar la emisión para luego distribuirla entre sus clientes genera un riesgo reputacional y de balance importante que puede hacer que las compras se realicen muy cerca al precio de emisión e incluso al mismo precio⁸.

En todo caso el mecanismo crea una estabilidad temporal de los precios, lo que podría significar una transferencia de riesgo a las personas desprevenidas que no entiendan claramente su funcionamiento.

Otras experiencias internacionales

La regulación del mecanismo de estabilización es menos explícita en países distintos a los EEUU, que en todo caso se suele constituir como el referente primario dado su nivel de profundidad y desarrollo. A modo ilustrativo se muestran algunos elementos de la regulación en México, Brasil y la Unión Europea.

⁷ Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings. Reena Aggarwal. Journal of Finance, June 2000

⁸ Secondary Price Stabilization of Initial Public Offerings. William J, Wilhelm Jr. Carroll School of Management January 1999

México,

Establece en el artículo 171 de la ley del mercado de valores que “Las casas de bolsa podrán realizar las actividades y proporcionar los servicios siguientes, (...) I. Colocar valores mediante ofertas públicas, así como prestar sus servicios en ofertas públicas de adquisición. También podrán realizar operaciones de sobreasignación y estabilización con los valores objeto de la colocación”.

De otra parte en el numeral VII del artículo 1 de las disposiciones generales se señala que el mecanismo de estabilización funciona mediante compras por el líder colocador en el mercado secundario, utilizando recursos obtenidos al amparo de una sobre asignación. También que se deberán obtener derechos opcionales de compra a cargo de la empresa emisora a favor del líder colocador. Las operaciones de estabilización deberán ser informadas a la bolsa de valores. Las disposiciones generales también señalan que no se deben realizar compras a precios superiores al de estabilización. Un ejemplo de uso del mecanismo fue el Grupo LALA CV y el Grupo Sports ambas mediante colocación en firme.

Brasil

En la instrucción 400 del 29 de diciembre de 2003, artículo 23 párrafo 4 se señala que “Es posible tener contratos de estabilización que hayan sido aprobados previamente por CVM”. CVM es la comisión del mercado de valores, agencia del gobierno federal. En todo caso esta actividad no se encuentra regulada en detalle porque al permitirse que se establezca de forma contractual. Un ejemplo de utilización del mecanismo fue EDP Energy Do Brasil que recurrió a una colocación garantizada.

Unión Europea,

Los mecanismos de estabilización están permitidos dentro del régimen de abuso de mercado MAD, de la regulación europea no 2273/2003. Actualmente se está revisando el régimen sobre abuso de mercado lo que puede significar modificaciones al régimen de estabilización. Por ahora se especifican condiciones sobre la duración y el precio máximo entre otras.

Observaciones

El mecanismo es más explícito en México que utiliza una regulación similar a la del mercado de EEUU. En el caso de Brasil y la Unión Europea, el mecanismo es menos explícito, y en este último caso se encuentra en revisión. En estas referencias no se estipula tampoco de modo explícito un límite inferior de estabilización ni una referenciación entre colocación en firme o al mejor esfuerzo. En todo caso, los ejemplos de México y Brasil fueron colocaciones en firme y garantizada respectivamente.

5. Propuesta para la implementación del mecanismo de estabilización en Colombia

En esencia, un mecanismo de estabilización de precios busca crear una fuerza compradora si el precio de negociación en el mercado secundario trata de romper hacia abajo el precio de emisión. En términos prácticos, se deben activar puntas de compra (permanentes o temporales) si el precio de negociación

alcanza o rompe determinados niveles. Adicionalmente, el monto a comprar debería ser suficientemente grande como para influir sobre el mercado, al menos temporalmente.

Estabilización por cuenta propia del colocador

Debido a que la ley 45 de 1990 en su artículo 7 señala que “Las sociedades comisionistas de bolsa (...) podrán realizar las siguientes actividades (...) b) Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado”, una posible implementación del mecanismo de estabilización requiere que la operación de sobre adjudicación se realice en cuenta propia por parte del colocador o entidad estipulada para ello. El mecanismo podría funcionar de la siguiente manera:

- El emisor tiene necesidades reales de financiamiento por un monto determinado, a modo de ejemplo, el equivalente a 100 millones de acciones.
- El colocador encuentra apetito por la emisión tal que permitiría una sobre demanda de la misma. Aprovechando esta coyuntura coloca 115 millones de acciones.
- Para adjudicar los 15 millones de acciones adicionales, el colocador pide prestadas por cuenta propia y antes de que comience la negociación en el mercado secundario, dichos valores. Esto lo podría realizar con un inversionista institucional que esté dispuesto a ello. Podría implicar una adjudicación escalonada (se adjudican las acciones a un inversionista institucional e inmediatamente se le piden prestadas las mismas acciones para ser adjudicadas por cuenta propia a otros inversionistas).
- Simultáneamente el colocador recibe una opción de sobre adjudicación, por parte del emisor, que le da derecho a comprar 15 millones de acciones al precio de oferta menos el valor de la comisión que recibe por colocar dichos valores, la opción estará vigente durante un lapso de 15 días bursátiles, plazo suficiente para moderar la volatilidad inicial. En este sentido:
 - Si el precio en el mercado secundario se mantiene por encima del precio de oferta mientras pasa el periodo de estabilización, el colocador ejerce su opción de compra al final y se gana el monto equivalente a la comisión sobre las 15 millones de acciones colocadas adicionalmente. El emisor recibe recursos adicionales sobre 15 millones de acciones aunque esto a un precio inferior al vigente en el mercado.
 - Si el precio en el mercado secundario rompe a la baja el precio de oferta, el colocador obtiene ganancias al comprar acciones e ir cerrando su posición corta (ya que dichas acciones fueron vendidas al precio de emisión y las estaría comprando a un precio menor). Las compras en el secundario tendrían como límite inferior, el estipulado por la subasta de volatilidad. En esta situación el colocador cerró su posición recomprando acciones y no fue necesario ejercer la opción de compra.

HACIA UN MINISTERIO AGIL, ACERTADO Y CONFIABLE

Consideraciones importantes sobre el mecanismo, la duración y el precio mínimo.

La estabilización de precios incorpora una fuerza compradora en el mercado, con el objeto de moderar temporalmente las posibles caídas de los precios tras un proceso de emisión. Esto es benéfico para los inversionistas, pero no se debe prolongar mucho en el tiempo ya que puede inducir a error sobre el verdadero valor que el mercado da a un activo. En este sentido, un periodo de tiempo de 15 días bursátiles luce suficiente para moderar la volatilidad inicial y es cercano a la práctica en EEUU de 30 días calendario. De otra parte, la estabilización mediante compras en el mercado secundario terminará cuando se agote el monto destinado a ello, lo cual podría ocurrir incluso el primer día si hubiera mucha fuerza vendedora.

Debido a que el objeto del mecanismo es estabilizar precios y no promover la especulación por parte del colocador con una posición corta (que además está cubierta por la opción de sobre adjudicación con el emisor), sería inadecuado no estipular un límite inferior a las compras en el mercado secundario.

En este sentido, definir un límite inferior equivalente al definido por la subasta de volatilidad nos parece adecuado. A la fecha las acciones que se emiten entran a la rueda de alta liquidez y comienzan a negociar con una banda para la subasta de volatilidad de 5.5% hacia abajo. De las acciones analizadas en el título 3, en 2012 las desvalorizaciones más fuertes al cierre de la sesión en una ventana de 15 días fueron de 9% y 6% respectivamente, luego el límite crearía efectivamente una barrera temporal a una caída en los precios, acorde con lo observado históricamente en Colombia.

Desde el punto de vista del emisor, la implementación del mecanismo le significa la posibilidad de aumentar su emisión en 15% (si se ejerce la opción) pero con posterioridad a la emisión inicial (15 días) y a precios inferiores a los de mercado en dicho momento. La compañía debe tener en cuenta el efecto dilución que esto genera y su impacto sobre la planeación financiera.

El mecanismo supone que el mercado tiene suficiente apetito para sobre adjudicar y que el emisor o algún agente desean hacer un préstamo con sus acciones. Si estas condiciones no se cumplen para una emisión determinada, no se puede implementar el mecanismo.

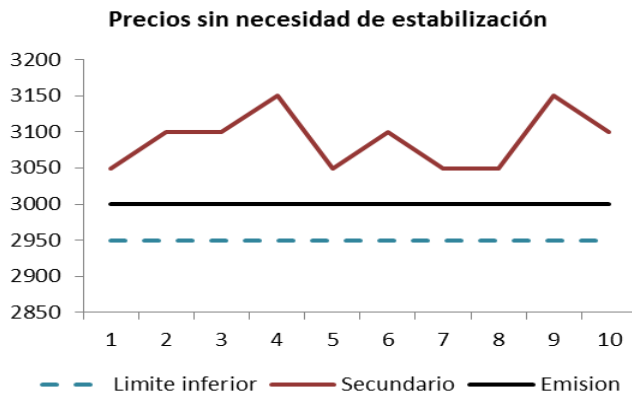
Implementación para una emisión ya vigente en el mercado (follow on)

El mecanismo señalado también podría funcionar si la emisión se realiza sobre una acción que ya está transando en bolsa, no obstante, esta no es una práctica internacional. Estabilizar temporalmente el precio de un valor que ya se encuentra en el mercado secundario podría generar algunas distorsiones, por ejemplo, permitir que agentes con posiciones grandes salgan rápidamente de sus títulos, sin que el precio en bolsa caiga más allá del establecido por el límite de estabilización. Para una acción que ya transa en bolsa, en la rueda de alta liquidez, el límite de estabilización sería el estipulado por la subasta de volatilidad, para una acción en la rueda de baja liquidez dicho mecanismo no tiene implementación debido a que en esta rueda no ocurren calces como en la de alta liquidez sino que opera en su totalidad como una subasta de cierre.

6. Variaciones del precio: Casos hipotéticos

Para ilustrar el funcionamiento del mecanismo se presentan algunos escenarios hipotéticos con el movimiento de la acción en el mercado secundario y las puntas de compra del agente estabilizador.

1. Sin necesidad de estabilización



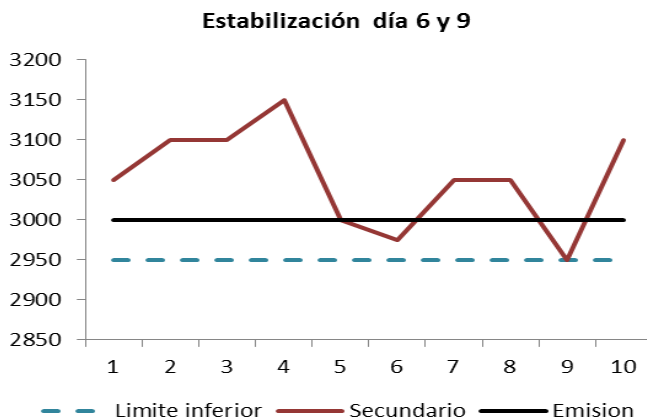
Puntas de mercado:
Sin necesidad de estabilización

Cantidad	Precio compra	Precio venta	Cantidad
2	3150	3150	2
4	3100	3150	3
3	3050	3200	4
10	3000	3250	6
5	2950	3250	2

* En gris: Punta del estabilizador

Si el precio en el mercado secundario se mantiene por encima del precio de emisión durante el periodo de estabilización, el agente estabilizador no tiene que hacer recompras de acciones.

2. Estabilización temporal



Puntas de mercado:
Día de estabilización

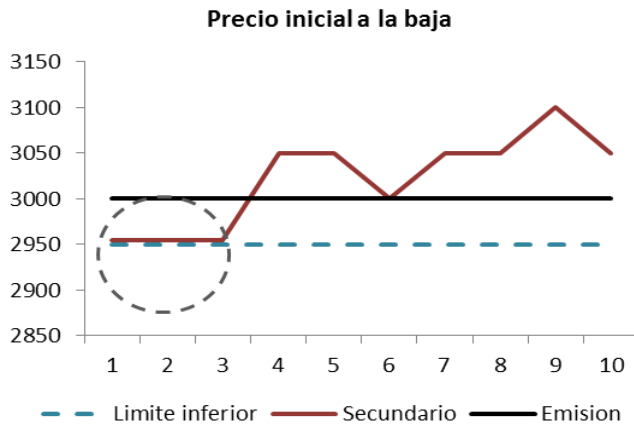
Cantidad	Precio compra	Precio venta	Cantidad
2	2975	2975	4
10	2975	3050	4
3	2950	3100	2
2	2900	3100	6
5	2800	3150	1

* En gris: Punta del estabilizador

Si el mercado secundario comienza negociando al alza pero luego presenta tendencia bajista, el agente estabilizador pone puntas de compra por debajo del precio de emisión pero sobre el límite inferior. En este caso se realizó estabilización el día 6 y 9 de negociación.

HACIA UN MINISTERIO AGIL, ACERTADO Y CONFIABLE

3. Precio de apertura trata de ser bajista



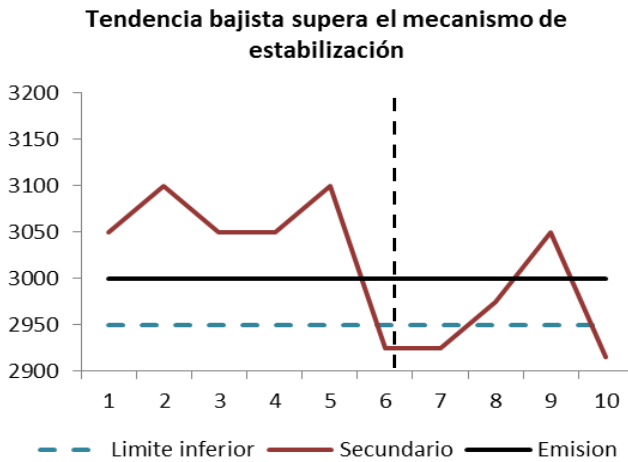
Puntas de mercado:
Intento de apertura a la baja

Cantidad	Compra	Venta	Cantidad
10	2950	2950	3
4	2900	2950	3
3	2900	3000	2
2	2850	3050	6
5	2800	3050	1

* En gris: Punta del estabilizador
** En naranja: Puntas que barre la orden de compra

Si a la apertura hay puntas de venta en el límite inferior establecido, el agente estabilizador debe colocar puntas de compra que eviten que el precio rompa a la baja. En los datos de la tabla, la orden de compra barre las 2 primeras puntas del mercado y evita con eso que el precio transe por debajo de 2950.

4. Fuerza vendedora supera mecanismo de estabilización



Puntas de mercado:
Oferta supera estabilización

Cantidad	Precio compra	Precio venta	Cantidad
10	2950	2950	15
4	2900	3000	3
6	2900	3000	4
2	2850	3050	6
5	2800	3100	1

* En gris: Punta del estabilizador
* En naranja: Punta que finaliza el mecanismo

Si en un momento determinado, la cantidad de acciones en venta (a precios inferiores al límite establecido), supera la cantidad destinada al mecanismo de estabilización, este se agota. En el ejemplo de la tabla, la punta vendedora supera en 5 acciones la del mecanismo de estabilización. A partir del día 6 la acción flotaría libremente.