



TESIS DE GRADO  
EN INGENIERIA INDUSTRIAL

Mercado de Capitales Argentino:  
Potencial de Desarrollo y Consideraciones  
de la Alternativa de Financiación a través  
de la Oferta Pública de Acciones

Autor: Nicolás Levín

Tutor: Ing. Jean Pierre Thibaud  
Co-tutor: Dr. Ing. Rifat Lelic

2007



A mis padres, Helen y Norberto, por regalarme la mayor libertad:

La Educación



## Resumen Ejecutivo

En comparación con el resto del mundo, Argentina tiene un subdesarrollo bursátil considerable. La relación entre la capitalización bursátil sobre el producto bruto interno argentino es de 8% mientras que el promedio mundial es de 78%.

La alternativa con mayor impacto para desarrollar ese mercado es la de aumentar el número de compañías por año que hacen una oferta pública inicial de acciones. Al analizar que cantidad de compañías podrían hacerla y el capital disponible para adquirir esos papeles se encuentra que no hay una falta de compañías que cumplan con los requisitos mínimos para salir a la Bolsa ni hay escasez de capitales. Por lo tanto se exploran otras causas detrás de la falta de actividad en cuanto a colocaciones.

Se enumeran una serie de ventajas y desventajas de iniciar el proceso y se exploran las razones particulares al mercado argentino por las cuales es menos común la oferta pública de acciones.

Luego de investigar algunas de las emisiones post-crisis se extraen acciones que favorecieron y perjudicaron las colocaciones. Luego se sintetizan los conceptos encontrados en recomendaciones y consideraciones a tener en cuenta por compañías emisoras a la hora de hacer su IPO.

## **Abstract**

In comparison to other countries, Argentina's stock-market is considerably under-developed. The index between market capitalization over gross domestic product in Argentina is 8% while the world average is 78%.

The most effective way to develop the stock-market is increasing the number of IPOs per year. When analyzing the amount of companies that have the necessary conditions to do an IPO and the available capital for those acquisitions it is found that there is no lack of companies nor lack of funds available to buy them. Therefore, other causes are explored to explain the low level of IPO activity.

A number of advantages and disadvantages are numbered when going through an IPO. Also causes characteristic to the Argentine market that explain the lack of activity are also detailed.

After reviewing the latest post-crisis IPOs, a number of actions that help or harmed the process are extracted. Finally, items found during the previous chapters are synthesized in a series of recommendations and considerations to be taken into account by offering companies when going through their IPO.

## Tabla de contenidos

1	INTRODUCCIÓN .....	1
2	COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES DEL DESARROLLO BURSÁTIL .....	3
3	POTENCIAL DE DESARROLLO DEL MERCADO BURSÁTIL ARGENTINO.....	8
3.1	Oferta.....	8
3.2	Demanda .....	12
4	VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE HACER UN IPO .....	15
4.1	Ventajas .....	16
4.2	Desventajas .....	17
4.2.1	Razones aplicables a cualquier compañía .....	17
4.2.2	Razones más específicas al contexto argentino.....	23
5	SÍNTESIS DE TEORÍAS ACTUALES SOBRE COLOCACIONES ACCIONARIAS .....	25
5.1	Causas de los efectos observados en el precio de una nueva acción.....	25
5.2	Características de compañías que favorecen sus posibilidades de hacer un IPO .....	26
6	CASOS DE ESTUDIO.....	28
6.1	Socotherm.....	28
6.2	Banco Patagonia.....	32
6.3	EDENOR.....	33
7	CONSIDERACIONES DE HACER UN IPO .....	36
7.1	Razones para la oferta y destino de los fondos .....	36
7.2	Venta de acciones de los fundadores originales.....	37
7.3	Factores que hacen exitosa a una colocación .....	38
7.4	Cómo seleccionar un banco de inversión .....	39
7.5	Auditoría.....	40
7.6	Características que busca el mercado cuando busca compañías en las que invertir.....	40
7.7	Determinar una agenda .....	41
7.8	Cuándo hacer un IPO .....	42
8	REFLEXIONES FINALES .....	43
9	BIBLIOGRAFÍA.....	44
10	ANEXO.....	46
10.1	Listado de compañías que cumplen las condiciones mínimas para poder hacer salir a la bolsa.....	46
10.2	Límites de Inversión por Instrumento para las AFJPs .....	48





# 1 INTRODUCCIÓN

Este trabajo se presenta como proyecto final de la carrera de ingeniería industrial en el ITBA. Las razones que motivaron la investigación fueron dos: la falta de entendimiento sobre el subdesarrollo del mercado bursátil argentino y la ausencia de lineamientos y recomendaciones para empresas argentinas que deseen buscar financiamiento mediante una colocación de acciones.

Los dos puntos están ligados en el sentido que no se continuará desarrollando el mercado bursátil a menos que las empresas públicas crezcan desmesuradamente o que nuevas compañías hagan su IPO (Initial Public Offering o, en español, Oferta Pública Inicial). Dado que es más fácil desarrollar el mercado involucrando nuevas compañías que esperando a que crezca de manera “vegetativa” con las compañías públicas, cobra importancia entender por qué han habido tan pocos IPOs desde que terminó la crisis del 2001-2002.

El trabajo sigue los siguientes pasos. En el capítulo 2 se hace una comparación internacional sobre el desarrollo del mercado bursátil. Dado el notable subdesarrollo encontrado se estudian las razones de ese resultado. En el capítulo 3 se analiza si ese subdesarrollo es por una carencia en compañías que tengan posibilidades de hacer un IPO o si hay una falta de capital disponible para invertir en ellas. En el capítulo 4 se evalúan las ventajas y desventajas de hacer un IPO independientemente de si cumple con las condiciones y de si hay capital disponible. El capítulo 5 resume teorías actuales desarrolladas en investigaciones anteriores para poder entender mejor los comportamientos y el funcionamiento del proceso del IPO. Después se presentan tres casos de estudio de compañías argentinas que hicieron sus IPOs para ver qué acciones fueron favorables y desfavorables para la colocación. Usando la información obtenida en capítulos anteriores, en el capítulo 6, se presentan recomendaciones para compañías emisoras. Finalmente, se ofrecen algunas reflexiones sobre las perspectivas de futuros IPOs en Argentina.

Al leer una tesis de grado de un estudiante de ingeniería industrial no se esperaría encontrar un trabajo sobre mercados de capitales o finanzas corporativas. La realidad es que las finanzas de la empresa forman parte de las áreas de conocimiento que debe tener un ingeniero industrial. De hecho, el proyecto integra conocimientos de materias como Finanzas de la Empresa, Economía Empresaria, Economía Nacional y Proyectos de Inversión.

Cuando se lee la descripción que el ITBA ha hecho acerca del campo laboral de ingeniería industrial, se aprecia la relevancia del tema en la carrera:

*“¿Dónde trabaja el Ingeniero Industrial?”*

*Los profesionales recibidos en el ITBA se desempeñan en múltiples funciones tales como producción, **finanzas**, sistemas de información, marketing, recursos humanos y planeamiento estratégico.*

*Su futuro está en grandes Empresas Nacionales y Multinacionales, como así también en PYMES, **Financieras, Bancos Comerciales y de Inversión**, Consultoras, Servicios y todo tipo de organizaciones en las que tendrá reservados roles de conducción.”<sup>1</sup>*

Por último, creo que este trabajo puede resultar particularmente útil porque considero que el mercado de capitales es una herramienta excelente para el desarrollo económico. De modo parecido al sistema financiero, el BCBA es un punto en común entre demanda y oferta de capitales. Por lo tanto, un mejor entendimiento del funcionamiento, causas, efectos y comportamientos de un IPO facilitará el camino para las compañías locales encuentren nuevos medios para seguir creciendo. Esto, en última instancia, aporta al crecimiento económico del país.

---

<sup>1</sup>Extraído de [www.itba.edu.ar](http://www.itba.edu.ar), Departamento de Ingeniería Industrial, Campo Laboral

## 2 COMPARACIÓN ENTRE PAÍSES DEL DESARROLLO BURSÁTIL

Para entender la situación en la que se encuentra Argentina en cuanto al desarrollo de su mercado bursátil es clave encontrar un índice comparable entre países que muestre dicho desarrollo y que sea indiferente al tamaño del mercado o al desarrollo económico del país. A tal efecto, el índice más simple, comparable y preciso es la relación entre la capitalización bursátil y el producto interno bruto, que llamaremos “índice de desarrollo bursátil”. En países donde existe más de una bolsa de valores se toma la suma de las capitalizaciones bursátiles de todas ellas.

En la Figura 2.1 se aprecia la magnitud del subdesarrollo bursátil de Latinoamérica y, especialmente, Argentina comparado con el mundo y con los ocho países más desarrollados (“Top 8”). Particularmente, se pone de evidencia la diferencia entre los índices de desarrollo bursátil. Mientras que los Top 8 muestran un índice de 137%, Latinoamérica sólo alcanza el 33% y Argentina el 8%.

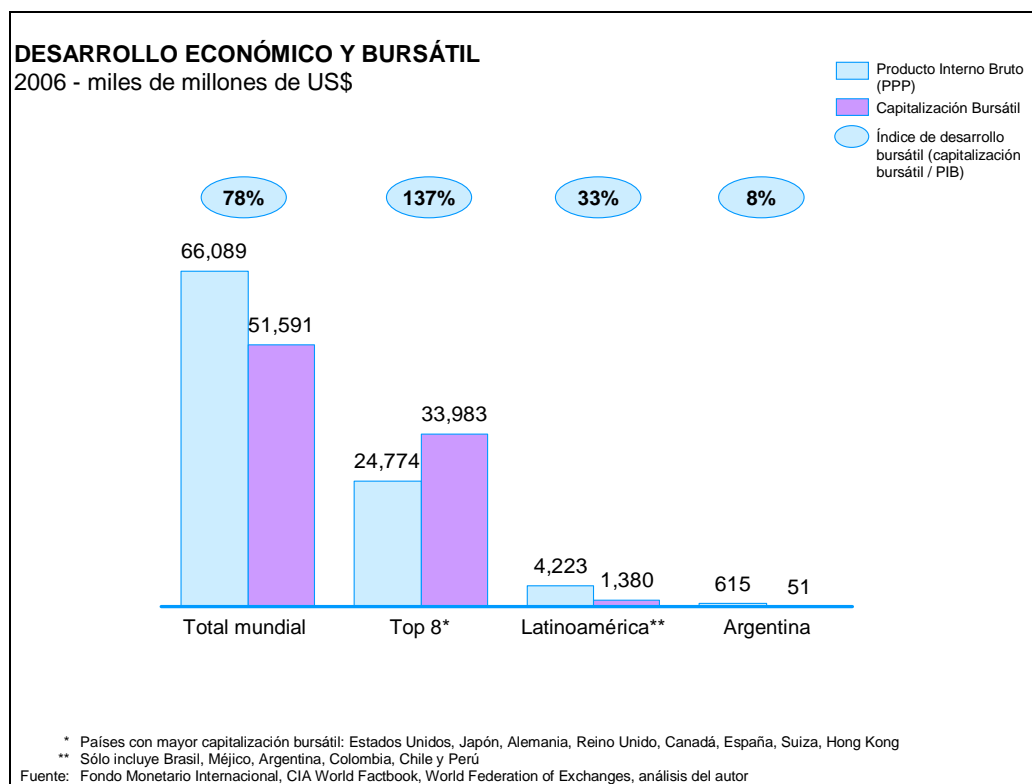
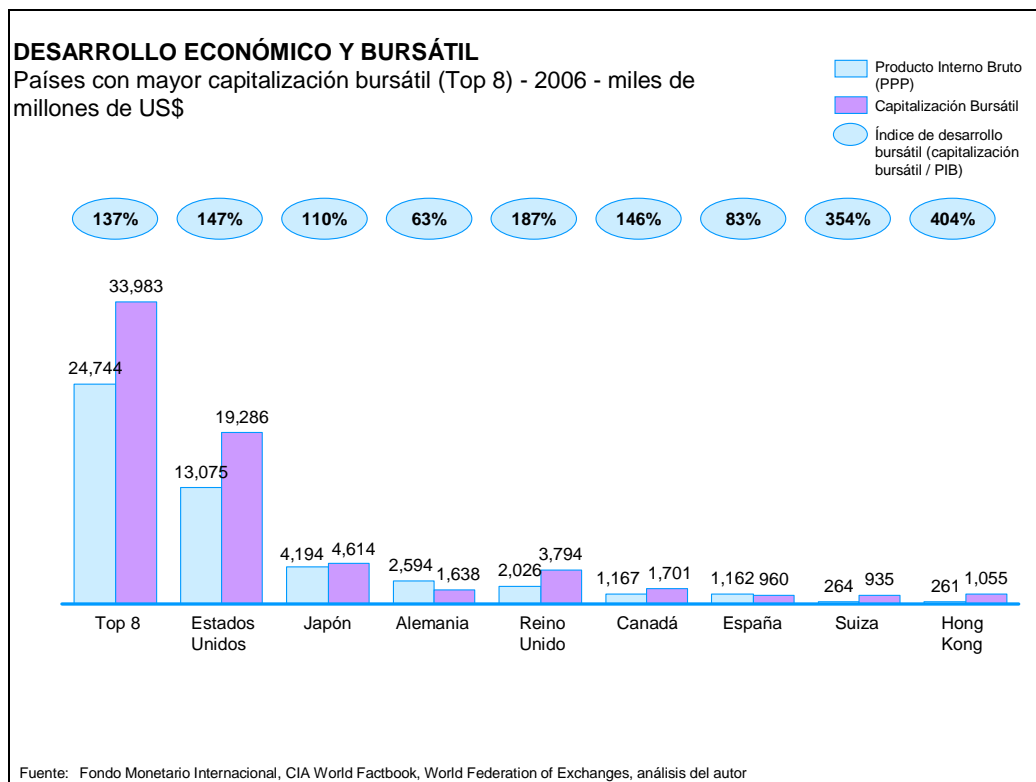


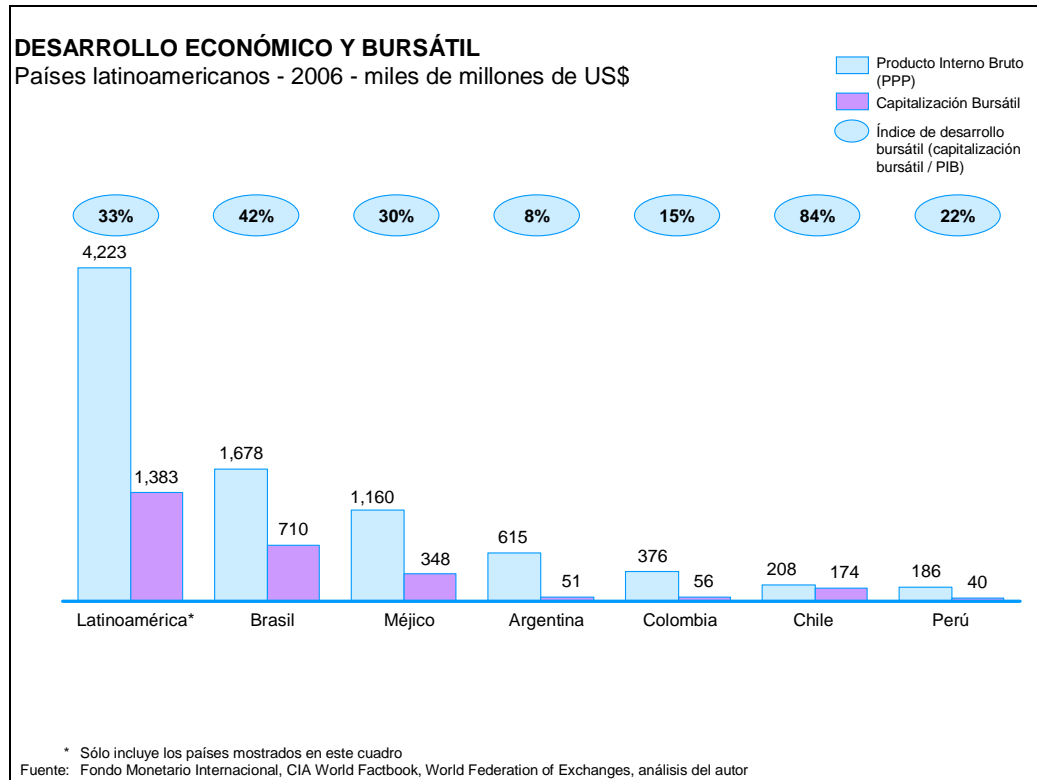
Figura 2.1

Sólo para tener mayor detalle de los países más desarrollados se muestra el mismo cuadro pero comparando esos ocho países. (Ver Figura 2.2). Aquí se observa a Estados Unidos como líder, en términos absolutos, de desarrollo económico y bursátil. Sin embargo, los líderes en cuanto al índice de desarrollo bursátil son Hong Kong (404%) y Suiza (354%). Claramente estos son casos especiales y se dan esas cifras porque ambos países son un núcleo financiero importante en el mercado asiático y europeo respectivamente y, a su vez, son mercados muy chicos.



**Figura 2.2**

Cuando se hace el mismo análisis para Latinoamérica se ve que Brasil es quien lidera en PIB seguido de cerca por Méjico y Argentina. (Ver Figura 2.3). Sin embargo, Argentina presenta un índice muy inferior al de esos dos países: 8% versus el 42 y 30% de Brasil y Méjico respectivamente. Aquí es Chile quien se destaca en el índice de desarrollo bursátil con el 84%.



**Figura 2.3**

Para resumir estos cuadros se reúnen todos los índices de desarrollo bursátil en un solo cuadro (ver Figura 2.4) y la conclusión más clara es que la Argentina es el mercado con mayor potencial de desarrollo bursátil; se encuentra última en todas las comparaciones.

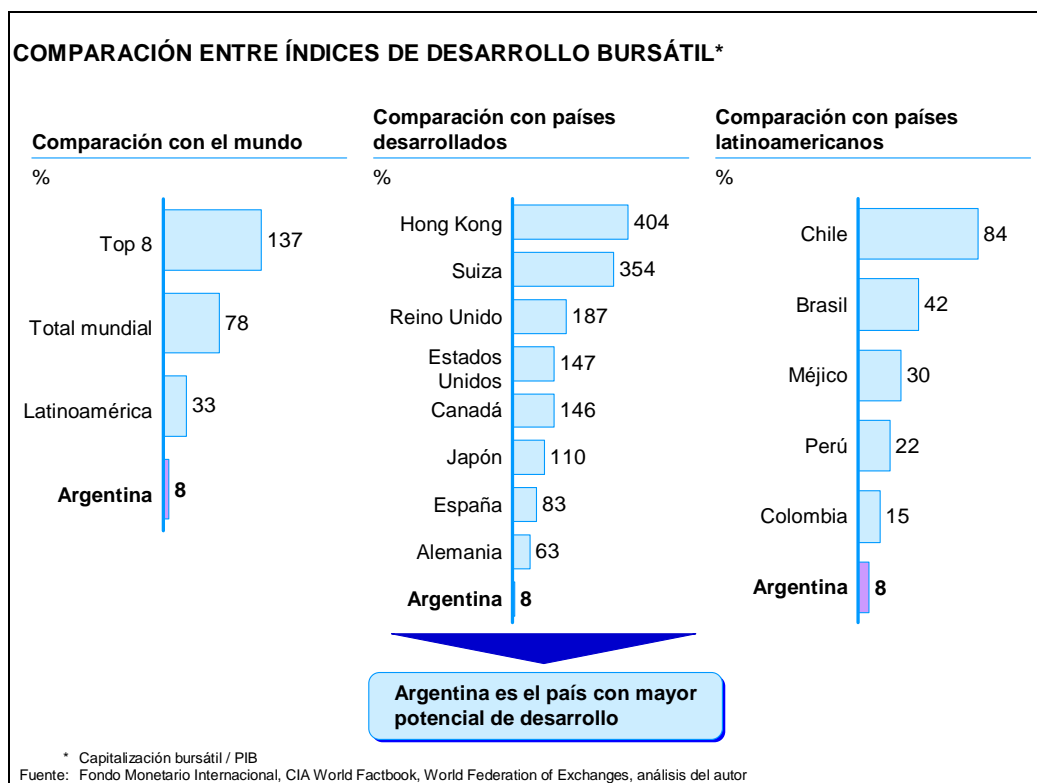


Figura 2.4

Incluso si se analiza la participación del país en la capitalización bursátil mundial, la Argentina sólo tiene el 0.1% y ocupa la posición 41 sobre 51 bolsas de valores en el mundo. (Ver Figura 2.5)

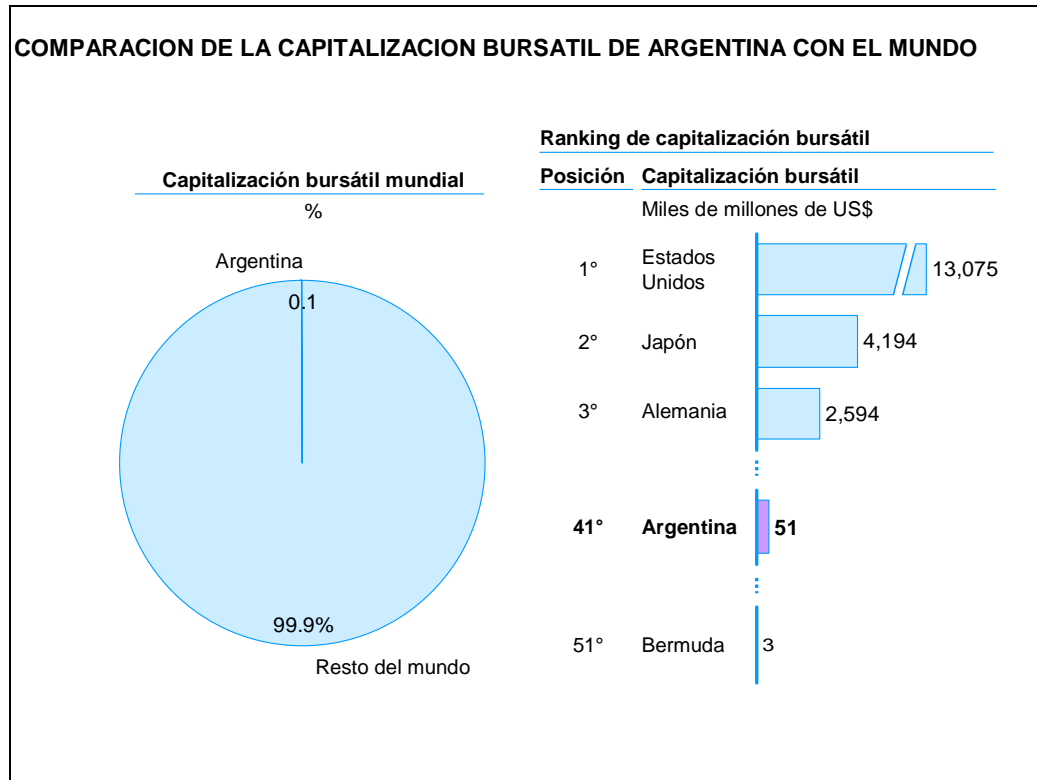


Figura 2.5

Observando estos números queda claro que el país tiene mucho para crecer en desarrollo bursátil. Pero la pregunta natural al ver estas cifras es: ¿por qué la Argentina tiene un mercado bursátil tan subdesarrollado?

Justamente este es uno de los temas que se intentará contestar con el presente trabajo.

### **3 POTENCIAL DE DESARROLLO DEL MERCADO BURSÁTIL ARGENTINO**

Para analizar el potencial de desarrollo del mercado de capitales argentino se dividirá el estudio en dos partes: oferta y demanda de acciones. En el caso de la oferta, se confeccionará un listado de empresas que cumplen con los requisitos mínimos para poder hacer su primera colocación accionaria en el mercado de capitales. A este proceso se lo conoce en inglés como IPO. La demanda será analizada desde el punto de vista de capital disponible para comprar esas acciones. Esto pondrá de evidencia si el problema del subdesarrollo es explicable por la falta de compañías y/o inversores o si es por algún otro motivo.

Cabe aclarar una posible confusión de terminología. Cuando se habla de oferta, no quiere decir que todas las empresas incluidas en la lista necesariamente habrían de iniciar el proceso de emisión de acciones. El significado normal de la palabra “oferta” implica que alguien ya está ofreciendo su bien. Sin embargo, el listado expuesto es un listado de empresas que cumplen con los requisitos básicos para poder listar pero que todavía no lo han hecho.

Esto también es válido para la demanda de esas acciones. Si bien el capital puede estar disponible para adquirirlas, no necesariamente se usará a tal propósito.

#### **3.1 Oferta**

El objetivo de esta sección es obtener un listado de las empresas argentinas que cumplen con las condiciones mínimas para poder hacerse públicas y así financiar sus operaciones. A tal propósito se elabora una metodología para obtener ese listado haciendo pasar a las empresas por una serie de condiciones, la más importante de las cuales es el tamaño o valor de la misma. En resumen, relacionando las ventas con su valor intrínseco se define un mínimo de ventas que deben tener las empresas para poder ser consideradas capaces de hacer colocaciones.

Existen requisitos mínimos que debe cumplir una compañía para poder garantizar una colocación que tenga sentido tanto para un inversor como para la compañía misma.

El requerimiento más importante es que el monto colocado garantice cierta liquidez. Para garantizar la liquidez, según especialistas del mercado que asesoran a compañías sobre posibilidades de financiamiento mediante el



mercado de capitales, se requiere de una colocación mínima de 75 millones de pesos. Una colocación por un monto menor a eso dificultaría la existencia de una mínima variedad de tipos de inversores. Si la totalidad de los inversores de una colocación fuesen AFJPs, que se caracterizan por su comportamiento de mantener sus acciones durante largos períodos de tiempo, no habría suficiente movimiento (liquidez) de acciones como para poder encontrar cotizaciones de la acción a diario. La falta de liquidez es perjudicial porque impide que inversores que buscan comprar y vender sus acciones regularmente (en general los inversores que no son AFJPs) puedan encontrar compradores o vendedores con facilidad. Esa dificultad de encontrar mercado impacta negativamente en el precio de una acción. Por lo tanto, como primer requerimiento se deberían colocar 75 millones de pesos.

Un segundo requisito es que esos 75 millones sean un porcentaje significativo de la compañía. Ninguna compañía querrá hacer su IPO por un porcentaje societario del 1% porque son demasiadas las desventajas (como por ejemplo información revelada a la competencia entre otros) de colocar acciones para el monto bajo que puedan obtener. Según especialistas del mercado, el porcentaje razonable de colocación es de 30% del capital societario pre-IPO. Este valor se confirma con los valores de las últimas colocaciones post-crisis de Argentina que se muestran en la siguiente tabla:

Compañía	Monto colocado (US\$ millones)	% de oferta del capital societario pre-IPO
Banco Macro Bansud	300.0	12.3 %
Pampa Holdings (primera oferta)	111.1	205.5 %
Socotherm	35.7	21.0 %
Pampa Holdings (segunda oferta)	432.0	140.0 %
EDENOR	326.8	52.2 %
Banco Patagonia	298.0	34.2 %
<b>Promedio ponderado (con Pampa)</b>		<b>76.5 %</b>
<b>Promedio ponderado (sin Pampa)</b>		<b>33.0 %</b>

Los IPOs que sobresalen en porcentaje colocado son los de Pampa Holdings. Fueron colocaciones de % de oferta del capital societario pre-IPO extraordinario porque una proporción considerable de la compra de las acciones la hizo el Grupo Dolphin (compañía controlante de Pampa) reestructuró la sociedad accionaria intercambiando acciones de Pampa por activos propios. De esta manera, el porcentaje accionario que verdaderamente se ofreció en el mercado fue mucho menor a los 205.5 y 140%. Por esta razón quitaremos esas emisiones como ejemplos típicos de porcentajes ofrecidos. Así, el porcentaje ponderado promedio ofrecidos en los

últimos IPOs argentinos fue del 33%. Valor parecido a lo sugerido por los especialistas.

Antes de continuar se dará una definición para “valor de la empresa”. El significado que se le da ese concepto en este trabajo es distinto al “valor de libros” (igual a la suma de patrimonio neto y pasivo). Una compañía puede valer, por ejemplo, 200 millones de dólares según los libros pero, en términos reales, si la empresa ha quedado obsoleta por la aparición de una nueva tecnología el valor real de la misma puede ser considerablemente menor. También puede ocurrir que por un cambio de hábito de sus clientes que tiende a consumir más de sus productos, el valor real sea mayor. Aquí es donde aparece el concepto de valuación de empresas. En resumidas cuentas, el valor de una compañía (conocido en inglés como “Firm Value”) es igual al valor actual neto de sus flujos futuros de caja descontado a una tasa apropiada. Cuando se encuentra ese valor y se le resta el total de su deuda se obtiene el valor del total de acciones existentes (conocido en inglés como “Equity”).

Se está ahora en condiciones de definir el “equito” mínimo que necesita una compañía para poder hacer una colocación de acciones. Si el 30% debe ser igual a 75 millones, entonces 100% del equity es igual a 250 millones de pesos.

Para obtener el firm value mínimo que debería tener una empresa para poder emitir acciones tenemos que agregarle la deuda al equity. Considerando que la deuda promedio de las grandes empresas argentinas es del 30%<sup>2</sup>, el equity correspondería al 70% y, por ende, el firm value sería del orden de 360 millones de pesos.

El paso siguiente es elaborar una tabla con el firm value de cada empresa argentina. Estas tablas no existen pero lo que sí existe es un listado de las ventas de cada compañía del país. En particular usaremos la de la revista “Mercado”, en particular el ranking “Mercado 1000”. Por lo tanto sólo necesitamos una manera de vincular el firm value con las ventas. Los índices que vinculan estos dos valores son los “múltiplos”: relaciones entre valores de mercado y contables de empresas públicas. El múltiplo que aplica para este caso es el de “firm value to sales multiple”, o bien, valor de la compañía sobre sus ventas anuales.

Según especialistas de mercado, un valor razonable como múltiplo de ventas es 1.0x. De esta manera, cualquier empresa que venda más de 360 millones de pesos por año cumple con el tamaño mínimo para poder hacer una colocación en la bolsa.

---

<sup>2</sup> Fuente: Entrevistas, historial de colocaciones bursátiles.

Hay tres condiciones más que se deben cumplir. El más obvio es que no se pueden incluir en el listado a empresas que ya son públicas. También excluirémos compañías que son cooperativas. Esto es porque, en general, los objetivos de esas compañías residen en la búsqueda de apoyo mutuo entre los socios mientras que en las compañías capitalistas, el objetivo es maximizar las ganancias de sus accionistas. Según Wikipedia las diferencias entre empresas cooperativas y capitalistas es:

<b>Empresa capitalista</b>	<b>Empresa cooperativa</b>
Las personas buscan obtener ganancias y beneficiarse unos sobre otros	Las personas buscan dar servicios y el beneficio común
Con la ganancia se beneficia el propietario del capital	Con la ganancia se beneficia la prestación de servicios
Principal objetivo: ensanchar los márgenes hasta hacerlos lo más provechosos posibles para el capital	Principal objetivo: ofrecer servicios lo más próximos posibles al precio de coste
El beneficio logrado se distribuye entre los accionistas	El excedente disponible se devuelve a los socios en proporción a sus actividades o servicios

Si bien cualquier cooperativa puede modificar su estatuto para convertirse en una sociedad anónima y así poder hacer su colocación accionaria, en general tienen modelos de negocio y operativos incompatibles con compañías que puedan resultar atractivas para un inversor. Por estas razones, se excluyen del listado.

Por último, y quizás esta condición sea más discutible, excluirémos a compañías subsidiarias o extranjeras. No quiere decir que una subsidiaria no pueda hacer una colocación en la bolsa argentina pero sería muy raro que esto ocurriera dado que esas empresas se financian desde sus casas centrales ubicadas en mercados cuyo costo de capital es muy inferior al local.

Una vez aplicadas todas estas condiciones y filtros al listado "Mercado 1000", quedan 105 empresas con ventas agregadas de 109.361 millones de pesos. Para poner estos números en contexto, pensemos por un momento en el escenario extremo e irreal de lograr que todas esas compañías se hicieran públicas. Suponiendo también que el valor de esas 105 compañías es de 109.361 millones de pesos y usando un tipo de cambio de 3,20 pesos por

dólar, entonces lograríamos aumentar la capitalización bursátil de la argentina de 51.240 a 85.415 millones de dólares. Eso nos colocaría en el puesto 38 del ranking de capitalización bursátil mundial. Es decir, sólo ascenderíamos 3 lugares y estaríamos ubicados entre los mercados de El Cairo y Luxemburgo.

El listado confeccionado se puede encontrar en el Anexo.

Por lo visto, no habría una falta de oferta de compañías que puedan hacerse públicas. A continuación veremos si hay falta de demanda o de capital disponible para adquirirlas.

### 3.2 Demanda

Para analizar la demanda de acciones en el mercado hay que entender quienes son los que invierten en bolsa y cómo estaría compuesta la clientela de una colocación. Según IPOs pasados y observando la cartera de inversores actuales de la bolsa porteña, es de esperar los inversores estarían compuestos de la siguiente manera (ver Figura 3.1):



Figura 3.1

El 65% serían inversores institucionales, el resto, inversores individuales o retail.

Claramente el tipo de inversor más importante son las AFJPs. Usando los datos disponibles en la Superintendencia de Administradores de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP) sobre las inversiones de estas instituciones se pueden analizar los fondos disponibles para sus inversiones en IPOs.

Las AFJPs están restringidas, por ley, a repartir sus inversiones en distintos instrumentos. Según la ley 24.241, Instrucción 22/2003, Capítulo II (Límites de Inversión), Artículo 16, los límites a la inversión en acciones y en acciones de empresas privatizadas son 50 y 20%, respectivamente, del total de sus fondos. Los límites para el resto de los instrumentos se los puede encontrar en el Anexo. Sólo nombramos estos dos instrumentos porque son los que corresponden a inversiones que se pueden hacer en IPOs.

Según los datos de la Superintendencia, la composición de las inversiones se ve en el siguiente cuadro (ver Figura 3.2):

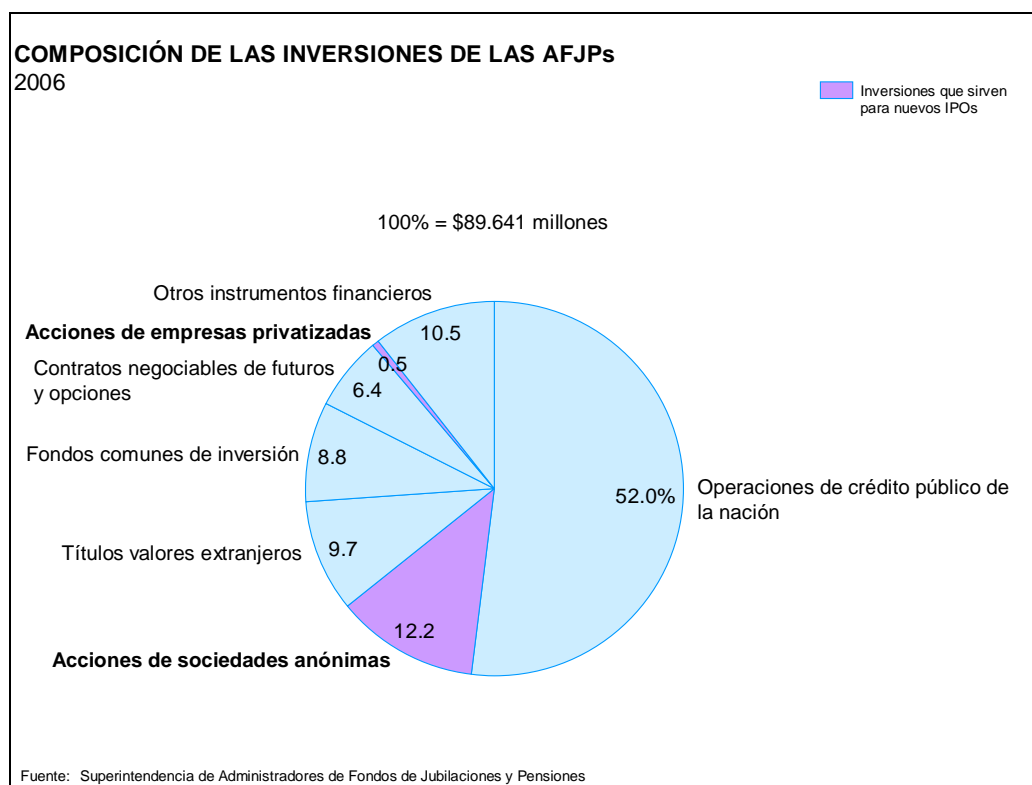


Figura 3.2

Del total de las inversiones (\$89.641 millones) que realizan las AFJPs, sólo el 12,7% es destinado en acciones del mercado local. Esta cifra contrasta con los

70% (50% más 20%) que tienen permitidos, por ley, para invertir en esos instrumentos. Esto quiere decir que podrían estar invirtiendo \$62.749 millones pero eligen invertir sólo \$11.353 (equivalente al 12,7%). Por lo tanto, hay \$51.396 millones disponibles para invertir. La capitalización bursátil en el 2006 fue de \$157.117,6 millones. Es decir que, si invirtieran la totalidad de los \$51.396 millones, la capitalización bursátil aumentaría en un 33%.

Recordando de la sección anterior (“Oferta”) que habría \$109.361 millones en acciones de empresas que tienen las condiciones para hacerse públicas, y si emitieran el 30% de esas acciones (\$32.808 millones), las AFJPs solas tendrían los fondos necesarios para adquirirlas. Si sumáramos a esto los demás inversores (Fondos comunes de inversión, compañías de seguros e inversores individuales) el capital disponible sería aún mayor. Por lo tanto, queda claro que no hay falta de capitales disponibles (demanda) para nuevas IPOs.

Es decir que el subdesarrollo bursátil en argentina no viene dado ni por la falta de empresas con condiciones para hacerse públicas ni por la falta de fondos disponibles para invertir en nuevos IPOs.

Esto pone de evidencia que hay otros motivos detrás del subdesarrollo. En los próximos capítulos se profundizará en la investigación de esos motivos.

## 4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE HACER UN IPO

Ya hemos descartado la posibilidad de una falta de oferta y/o demanda para hacer nuevos IPOs. Por lo tanto las razones detrás de la falta de desarrollo son de un carácter más cualitativo.

En esta sección se expondrán las ventajas y desventajas para una compañía de hacer su IPO. Hay puntos que aplican para todas las empresas indistintamente del país de origen o bolsa en la que quieren buscar financiamiento y otros más específicas a la Argentina.

Antes de explorar estos temas, cabe hacer la aclaración de que más allá de las ventajas o desventajas que acarrea un IPO, lo cierto es que ésta no es la única manera en que una compañía puede encontrar financiamiento. De hecho, en general, es la última alternativa elegida (ver Figura 4.1).

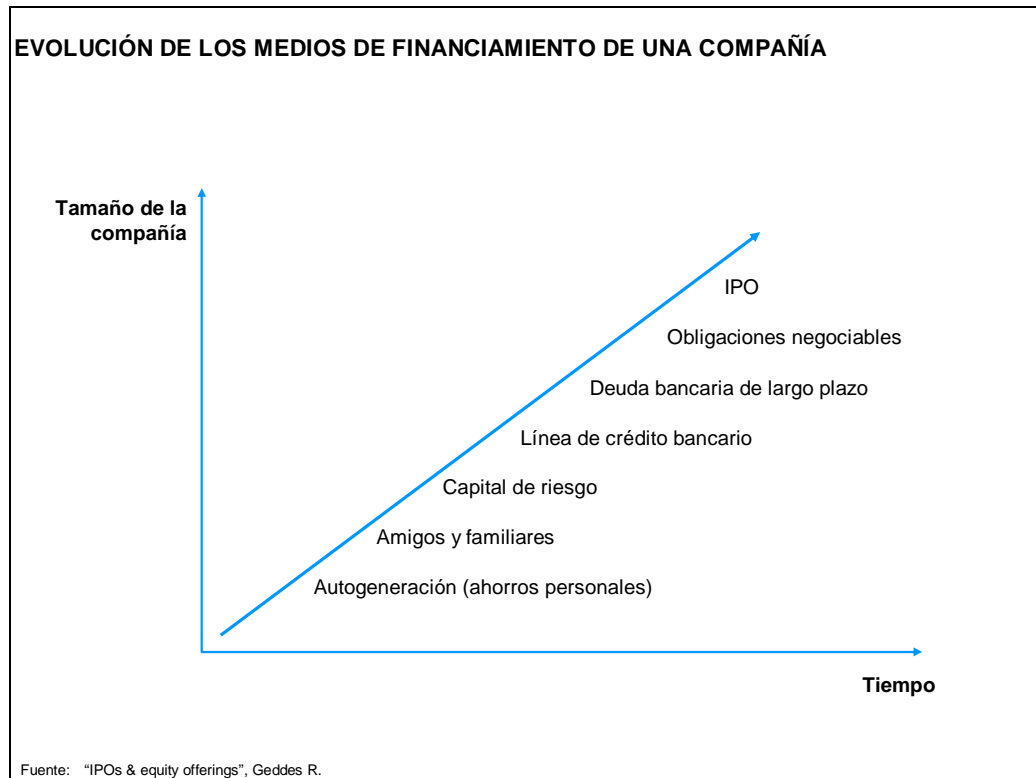


Figura 4.1

La financiación mediante el IPO compite con formas más básicas y tradicionales:

- Deuda bancaria
- Fideicomisos

- Obligaciones negociables

Estas alternativas presentan la ventaja de no ceder participación social de la compañía al mercado bursátil. También se pueden captar sumas de dinero mucho mayores, posiblemente a una tasa más baja que la que pide el banco (tasa de descuento de la valuación versus tasa de crédito bancario). Aparte, es un método de financiamiento que siempre está disponible porque no se depende de un banco sino de la compañía misma.

## 4.1 Ventajas

Las ventajas de hacer un IPO incluyen:

- Mayor liquidez y valor de la acción
- Motivación para la gerencia y empleados
- Imagen corporativa con mayor prestigio
- Acceso a fuentes de capital alternativas
- Beneficios indirectos

Desarrollaremos estos puntos en mayor detalle.

### Mayor liquidez y valor de la acción

Las compañías que cotizan en la Bolsa típicamente valen más que compañías similares pero de accionistas privados. La información contenida en el prospecto de un IPO y reportes anuales subsiguientes reduce la incertidumbre sobre los resultados y por lo tanto aumenta el valor de la compañía.

Adicionalmente, los inversores están dispuestos a pagar un extra por la liquidez, es decir, por la facilidad de poder comprar y vender las acciones. Hay estudios que muestran que el valor de un papel puede ser hasta 30% mayor por el solo hecho de comerciarse en el BCBA.

### Motivación para la gerencia y empleados

El uso de incentivos como “opciones” y “bonuses accionarios” para atraer y retener empleados y gerentes cobró mucha relevancia en Estados Unidos y en Inglaterra durante la década del noventa. La implementación de estos incentivos fue más común entre compañías públicas que entre las privadas. Adicionalmente, los empleados pueden ver los resultados de sus esfuerzos en tiempo real al ver el valor de la acción a diario.



### Imagen corporativa con mayor prestigio

Un beneficio significativo, pero intangible, de la flotación es la visibilidad mejorada de la compañía dada por su revelamiento periódico de información. Muchos creen que hay un prestigio implícito en trabajar para una compañía pública. Esto puede atraer y retener empleados mejor calificados.

El hecho de tener la cotización a diario puede tener beneficios de marketing y publicidad. La cobertura de la prensa y revistas especializadas sobre compañías públicas generalmente es mayor que la cobertura a compañías privadas

### Acceso a fuentes alternativas de capital

Otro beneficio que se le acredita a la flotación es la habilidad de obtener acceso a fuentes alternativas de capital en el futuro. Las compañías públicas generalmente pueden recaudar montos de capital mayores y a tasas menores que compañías privadas.

Aparte, hacer un IPO generalmente mejora la relación deuda-patrimonio neto lo cual puede permitirle a la empresa conseguir mejores préstamos en el futuro. Un estudio de Pagano (1998) encontró que compañías italianas que hacían su IPO eran capaces de obtener préstamos a tasas más bajas después de la colocación. También encontró que el número de bancos dispuestos a darle préstamos aumenta después de la oferta pública de acciones.

### Beneficios indirectos

El proceso de una colocación de acciones generalmente fuerza a la dirección de la compañía en definir y articular una estrategia corporativa clara por primera vez. Esto debería ser beneficioso para el éxito futuro de la compañía.

Similarmente, en anticipación a la colocación, las compañías buscan mejorar su gerencia y estructura financiera. Las que han tenido un crecimiento acelerado tienden a descuidar el planeamiento de la estructura gerencial.

## **4.2 Desventajas**

### *4.2.1 Razones aplicables a cualquier compañía*

Hacer un IPO trae varias desventajas para una empresa pero esas desventajas serán percibidas de formas distintas en cada compañía dependiendo de sus características. Entre las desventajas se encuentran las siguientes:

- Mayor información revelada
- Costos directos (en tiempo y dinero) del proceso de hacer el IPO
- Costos de subvaluar levemente las nuevas acciones (y consecuentemente dejar “dinero sobre la mesa”) para generar interés en el mercado
- Potencial pérdida de control de la compañía
- Ocuparse de la relación con la comunidad financiera
- Separación entre los propietarios y los ejecutivos con el control
- Percepciones de corto-plazismo

Desarrollaremos algunos de los puntos mencionados.

#### Mayor información revelada

Cuando una compañía pasa de ser privada a pública, aumenta considerablemente el número de personas que tiene acceso a sus estados contables. Esto le puede causar un shock importante a sus dueños no sólo por publicar los resultados de la compañía sino también por revelar detalles como los sueldos del management.

Las Bolsas de Comercio y entes reguladores le exigen a las compañías que revelen información periódicamente para que los inversores e inversores potenciales puedan hacer decisiones de compra, venta o retención de sus activos. Una cantidad de información mucho mayor es requerida a la hora de hacer el IPO y ésta se incluye en el prospecto de oferta. De manera que se le estará entregando periódicamente información estratégica sobre los resultados de la compañía a la competencia.

Los requerimientos de revelación de información pueden variar de país a país. Los países con los mercados de capitales más grandes (en relación a sus economías) típicamente tienen los requerimientos de revelación de información más elevados (por ejemplo Australia, Canadá, Inglaterra y Estados Unidos). El desarrollo de mercados de capitales eficientes en Europa central y oriental ha sido parcialmente inhibido por la reticencia de ejecutivos corporativos para revelar dicha información sobre las operaciones y resultados de sus compañías.

De todos modos, existen estudios<sup>3</sup> que parecen indicar que revelar una cantidad de información mayor puede reducir el costo de capital. Al reducir el costo de capital, la compañía puede invertir en más proyectos, obtener capital de forma más barata y elevar su valor.

### Costos del proceso de hacer un IPO

Hacer un IPO requiere de un monto de gastos considerable. Los bancos de inversión reciben comisiones de entre el 2 y el 7 por ciento del total recaudado, los abogados y contadores facturan cada hora dedicada y el proceso lleva muchas horas. Los costos indirectos (y de mayor dificultad de estimación), como los de relaciones públicas, impresiones, marketing corporativo y otros pueden agregar varias decenas de miles de pesos más.

Aparte de los costos iniciales del IPO, existen los costos de mantener la empresa en bolsa: comisiones de bolsa, tiempo del management dedicado al tema, auditorías intensivas y extensivas, generación de reportes, etc.

De todas formas, el costo directo de un IPO puede ser una fracción del costo indirecto de subvaluar la emisión de nuevas acciones para generar interés en el mercado. Dado que no hay dinero proveniente de la compañía emisora, el costo de la típica subvaluación puede ser fácilmente ignorado como un costo. Éste no debería ser el caso. Según información empírica histórica, los IPOs en general están subvaluados en el corto plazo. En promedio, un IPO tendrá un retorno del primer día de 16,9% (ver Figura 4.2). Esto quiere decir que los accionistas que están vendiendo y las empresas emisoras están dejando una considerable cantidad de dinero “sobre la mesa” cuando hacen su colocación.

---

<sup>3</sup> Botosan, C. 1997. Regulation, Disclosure and Market Liquidity (An Examination of Foreign Issuers in Regulated Versus Less-Regulated US Equity Markets)

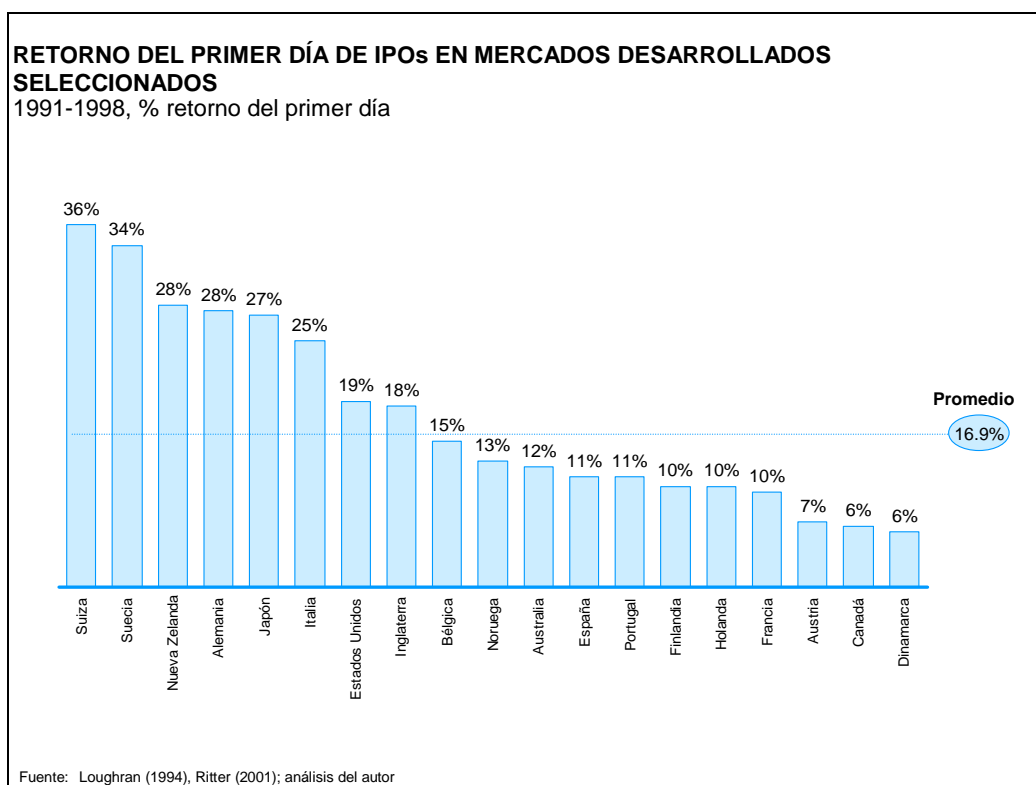
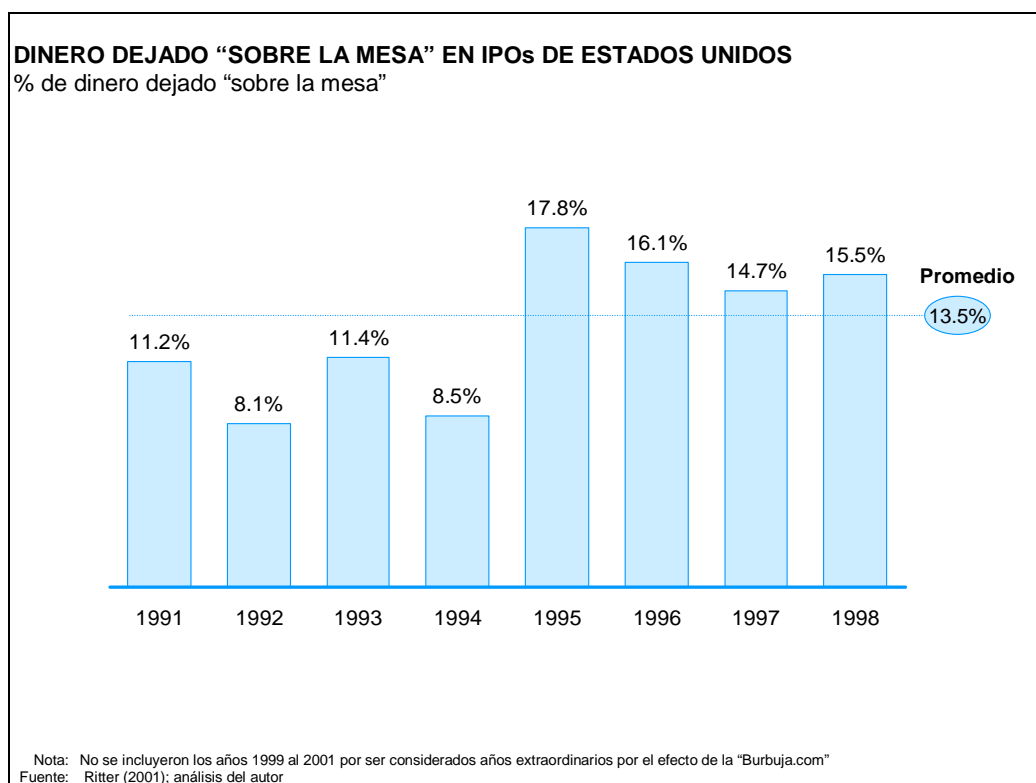


Figura 4.2

Jay Ritter, profesor en la Universidad de Florida e investigador reconocido en IPOs, lleva cuenta de todo el dinero dejado “sobre la mesa” en los Estados Unidos (ver Figura 4.3).



**Figura 4.3**

La cantidad de dinero dejado “sobre la mesa” se calcula multiplicando la diferencia entre el precio de cierre del primer día y el precio de suscripción por el número de acciones ofrecidas. Las acciones ofrecidas no incluyen las acciones ofrecidas por la opción de post-sobresuscripción<sup>4</sup>. Es decir, al ignorar esas acciones extras, se está subestimando el monto de dinero dejado “sobre la mesa”.

#### Potencial pérdida de control de la compañía

En muchas compañías privadas, los ejecutivos son los dueños. Por lo tanto tienen pocas restricciones sobre sus acciones más allá del marco estatuario de la compañía, regulaciones legales y su sentido común. En compañías públicas, los ejecutivos son los agentes de los accionistas y, consecuentemente, deberían estar actuando “en representación de” y en el mejor interés de los accionistas. Para asegurarlo las compañías públicas siempre tienen un directorio que supervisa las acciones de los ejecutivos en

<sup>4</sup> Post-sobresuscripción: Acciones adicionales que pueden suscribirse en caso de exceso de demanda (en general es el 15% de las acciones ofrecidas originalmente). Esta opción y decisión de post-sobresuscripción es tomada por parte del banco que lidera el IPO.

nombre de los accionistas. Por lo tanto, en algunas situaciones, un directorio fuerte y consolidado puede limitar las acciones de la gerencia.

En promedio, los IPOs ofrecen el 30% de la compañía pero en algunos casos ese porcentaje supera el 50%. En esos casos es más evidente la pérdida de control por dejar de tener la mayoría de los votos de decisión. Pero en casos donde se ofrece menos de la mitad también se puede poner en juego el control porque se le facilitan las posibilidades a un “comprador hostil” que quiera tomar control de la empresa. Se puede acotar ese riesgo de las siguientes maneras:

- Limitando el número de acciones ofrecidas
- Intentando asegurar que se distribuyan las acciones a muchos inversores (y así fragmentando a los accionistas)
- Creando varios tipos de acciones con derechos de votación diferenciales
- Consensuando acuerdos de votación con los accionistas pre-IPO

#### Ocuparse de la relación con la comunidad financiera

Muchos directores de compañías públicas (en general aquellas cuyos rendimientos no han sido buenos) se quejan de que el mercado de capitales no entiende las decisiones emprendedoras y creativas de la gerencia que son inhibidas por los accionistas.

Aparte, lidiar con los accionistas, analistas financieros y la prensa lleva mucho tiempo. La comunidad espera que el Gerente General y/o el Gerente Financiero dedique al menos un día al mes a reunirse con estas personas para compartir tanto estrategia de la compañía como sus resultados y operaciones. Las compañías que no establecen buenas relaciones con la comunidad financiera pueden encontrarse sin amigos en momentos de necesidad como por ejemplo cuando están enfrentados a un comprador hostil.

*“Las expectativas de Wall Street sobre los resultados sólo puede ser descripta como brutal. Si no se cumple con los objetivos de resultados, especialmente en el primer año después del IPO, es muy probable que se vea una disminución catastrófica en el precio de la acción en un 50% o más. Una vez que un equipo gerencial nuevo ha perdido el respeto de Wall Street, es posible que nunca se recupere.”<sup>5</sup>*

---

<sup>5</sup>American Lawer Media, “The Survival Guide to IPOs”. p15

#### 4.2.2 Razones más específicas al contexto argentino

La Argentina, como mercado de capitales, presenta varias particularidades que probablemente sean comunes a otros países en vías de desarrollo.

Hay un factor cultural importante que influye sobre el comportamiento de los empresarios. Un empresario argentino tiende a ser menos ambicioso que su contraparte de países desarrollados. Se puede citar el ejemplo de un empresario que fabricaba y comercializaba dulce de leche. Cuando se le ofreció asociarse con un inversor que capitalizaría la empresa para hacerla escalable y mejorar su distribución (y por ende su facturación y resultados), éste contestó que estaba conforme con su situación actual.

Ocurre que está menos presente entre los empresarios locales el objetivo de hacer crecer a la empresa. Están más preocupados por sus familias y redes sociales que por el desarrollo de sus empresas.

La inseguridad en este país puede influir en la decisión de hacer un IPO. Aquí se puede dar el ejemplo de un empresario que, a pesar de estar en la situación ideal para hacer un IPO, decidió no hacerlo por temor a hacerse más visible al público (saliendo en los diarios) y así ser él y su familia un blanco más reconocible para asaltos, secuestros, estafas, etc.

Comparado con otros países, Argentina es un país cuyos gremios tienen bastante influencia sobre la gerencia. Y, a la hora de hacer un IPO, se estaría entregando una buena porción del control a accionistas que sólo están interesados en hacer crecer el valor de su acción. El gremio puede tener temor a que esos accionistas quieran hacer una reestructuración de la compañía para despedir trabajadores y así reducir sus gastos de personal. Por lo tanto, sería el primer opositor a la iniciación del IPO. Aparte, una reestructuración en una compañía pública podría generar publicidad negativa que el dueño podría no querer de por sí (más allá de lo que pida el gremio). En ese caso sería el mismo dueño que se opondría al IPO.

En Argentina hay una proporción más grande de empresas familiares que en países desarrollados. Una empresa familiar tiende a buscar que los ejecutivos que llevan adelante las operaciones sean los miembros de la familia en lugar de ser ejecutivos más capacitados para el cargo (que se pueden conseguir en el mercado). Esto podría generar un conflicto de intereses con el accionista de una empresa pública que no comparte la voluntad de que, por ejemplo, el hijo del dueño sea el próximo gerente general sino que el cargo sea ocupado por un ejecutivo más capacitado o que haya tenido más experiencia.

¿Por qué es más común la existencia de empresas familiares en Argentina que en otros países? No es el objetivo de este trabajo contestar esta pregunta con la rigurosidad que merece pero sí se puede hacer una hipótesis sobre la cultura de ese país: no hay tanta confianza, lealtad y/o compromiso con compañeros de trabajo como en otros países. Esto genera la necesidad en los empresarios a elegir a sus parientes para ocupar cargos dentro de la compañía en lugar de elegir a alguien que probablemente tenga más habilidades y capacidades para ejercer el cargo porque, en definitiva, pueden confiar más en ellos.

Dado el contexto de inestabilidad política y escenarios económicos turbulentos que caracterizan a la Argentina es de esperar que un empresario prefiera vender su empresa que invertir su tiempo haciendo el planeamiento estratégico de la misma y de pensar en el largo plazo. Por lo tanto, a la hora de tomar una decisión estratégica y tan importante como emprender el proceso de hacer el IPO, es posible que los dueños prefieran buscar potenciales compradores estratégicos (como compañías extranjeras) que puedan lograr sinergias importantes con la adquisición. Por lo tanto, una razón por la que el empresario no querría hacer el IPO es que es probable que le resulte mejor buscar venderla.



## 5 SÍNTESIS DE TEORÍAS ACTUALES SOBRE COLOCACIONES ACCIONARIAS

En este capítulo se presentará una serie de teorías recientes sobre IPOs. Se busca resumir esas teorías extraídas de varios trabajos de investigación anteriores por la riqueza de análisis sobre información empírica existente sobre colocaciones accionarias en países desarrollados. El objetivo es poner de evidencia las causas de los comportamientos observables en los mercados y así poder comprender cuáles son los intereses de las tres partes (compañía emisora, banco suscriptor e inversionistas) para que, a la hora de hacer el IPO, la compañía emisora tenga más información sobre cómo negociar y trabajar en ese proceso.

### 5.1 Causas de los efectos observados en el precio de una nueva acción

Ya se ha mostrado en la Figura 4.1 que uno de los efectos más comunes en un IPO es la subvaluación de sus acciones. Existe una buena cantidad de trabajos de investigación dedicados exclusivamente a este fenómeno. En particular tomaremos conceptos encontrados en tres trabajos:

- “Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence”, Reena Aggarwal, Nagpurnanand R. Prabhala and Manju Puri, NBER
- “The Future of the New Issues Market”, Jay R. Ritter, The Wharton School, University of Pennsylvania
- “The Variability of IPO Initial Returns”, Michelle Lowry, Micah S. Officer and G. William Shwert, NBER

Los autores analizan cómo se asignan las acciones en un IPO y sus consecuencias en el precio de la acción una vez realizada la colocación. Encuentran que a mayor porcentaje de acciones alocadas a inversores institucionales, mayor es la subvaluación del IPO. Sin embargo aclaran que esta no es la única causa que genera subvaluaciones. Los autores postulan que el banco suscriptor se encuentra como intermediario de los inversores (incluyendo inversores institucionales) y las empresas emisoras. Los inversores institucionales serán quienes inviertan en el IPO actual como en IPOs futuros. Por lo tanto, estará en el interés del banco mantener buenas relaciones con ellos y ofrecerles negocios que les resulten rentables. El banco quiere que estos inversores suscriban acciones tanto en momentos de alta actividad bursátil como en momentos de cierta recesión. Por ende, a mayor número de acciones suscritas por inversores institucionales, mayor será la

subvaluación. Incluso, en Wall Street se ha citado a un ejecutivo de un banco de inversión decir:

*“Mi trabajo principal es hacerle entender a compañías emisoras que la subvaluación está en su mejor interés”*

Los estudios indican que es probable que el precio de una acción sea mayor que su valor intrínseco si fue subvaluado. Esto es porque la acción generó suficiente revuelo en el mercado como para que analistas financieros lo cubran con mayor intensidad generando propaganda a la vez que el público tiene más interés en una oportunidad de hacer una diferencia en el corto plazo.

En el caso de compañías de tecnología, informáticas y las “.com” se ha encontrado alta volatilidad y dispersión en los retornos iniciales. Se explica que esto ocurre porque son empresas más difíciles de valorar que compañías tradicionales. Incluso exponen que, a la hora de recibir ofertas de precios por parte de los inversores para poder definir el precio, las ofertas que reciben pueden ser bastante distintas a la valuación que hicieron. De todas formas, el banco suscriptor es reticente a modificar el rango de precios de oferta porque hacerlo indicaría que su valuación no fue bien hecha.

## **5.2 Características de compañías que favorecen sus posibilidades de hacer un IPO**

Para esta sección se resumirán conceptos encontrados en el trabajo de Marco Pagano, Fabio Panetta y Luigi Zingales: “Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis”.

La probabilidad de que una compañía pase a ser pública está positivamente relacionada con una serie de factores:

- El valor del múltiplo “valor de mercado-libros” en el sector industrial al cual pertenece.
- El tamaño de la compañía. A mayor tamaño, mayores probabilidades que inicie su IPO.
- Compañías con un alto índice de endeudamiento que buscan rebalancear su estructura de financiamiento para repagar deudas y bajar el costo de deuda al tener estructuras menos riesgosas.
- Compañías que han agotado sus fuentes de financiamiento y la única alternativa que les queda es hacer una oferta pública.

- Empresas que tienen problemas disciplinarios entre los dueños y los ejecutivos. Al pasar a ser compañías públicas, las empresas cuentan con más herramientas para controlar a los ejecutivos.
- Compañías que buscan nuevos esquemas compensatorios para sus gerentes atando sus bonos anuales al precio de la acción.
- La existencia de un mercado alcista o un boom bursátil.

## 6 CASOS DE ESTUDIO

Desde la crisis del 2001 sólo han habido seis IPOs en Argentina. El primero de los seis se hizo recién en el año 2006 (Banco Macro). Es decir, esos IPOs se concentraron en los últimos dos años. Es una cantidad muy baja comparado con otros países e impide que se realicen estudios estadísticos robustos sobre comportamientos de IPOs en el país. De todas maneras tomaremos tres casos de estudio para evaluar sus resultados.

### 6.1 Socotherm

Es de particular interés el caso de esta compañía porque fue el único de los últimos seis IPOs en colocar sus acciones exclusivamente en el mercado local y es un ejemplo de varios de los conceptos vistos en capítulos anteriores y otros que se verán en el capítulo siguiente.

El 8 de Noviembre de 2006, la empresa colocó 15 millones de acciones de forma 100% primaria (es decir, sus accionistas no vendieron sus acciones sino que sólo se emitieron nuevas) y se alcanzaron los \$109,5 millones, representando el 17.65% del capital social post IPO.

Los porcentajes de colocación por tipo de inversor se pueden ver en la Figura 6.1.

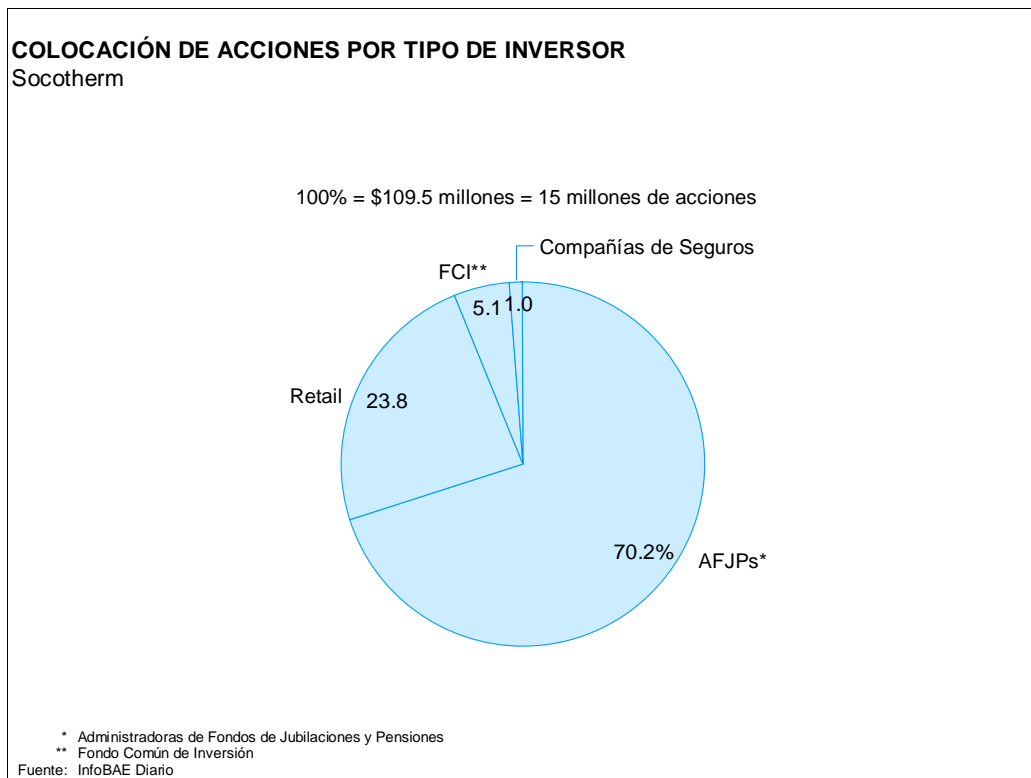


Figura 6.1

Durante los días posteriores al IPO se podían encontrar las siguientes citas en los diarios:

*"La empresa colocó la última semana 15 millones de nuevas acciones con un precio de \$7,3, un valor que en **el mercado se consideró "caro"** pero que de todas formas logró reunir \$109,5 millones, aunque **por debajo de los \$130 millones que planeaba recaudar la empresa** para aplicarlos en la construcción de cuatro plantas fuera del país.*

*Originalmente, los funcionarios de la firma habían estipulado una brecha para el precio del papel que se ubicaba entre \$7,94 y \$8,84. Sin embargo, los precios ofrecidos en el período de suscripción dieron cuenta de ofertas que se ubicaron en un rango inferior al proyectado."<sup>6</sup>*

*"The IPO pricing range was too high, considering the company's earnings performance," said Guido Dennin, an equity research analyst with Grupo SBS, a local bank.*

(...)

*"The net profit decline is due to the delay of a gas pipeline project in Argentina," company managing director Cesar Mainetti told Dow Jones Newswires during the shares' debut ceremony on the trading floor of the Buenos Aires Stock Exchange.*

*A project with Transportadora de Gas del Sur SA (TGS) and Transportadora de Gas del Norte SA (TGNO2.BA) "is just about to start, while we were expecting it for March," Mainetti said, **declining to provide a forecast on the company's future earnings performance.***

(...)

*But Lucas Gallotti a trader with MBA, a local investment bank, pointed to Socotherm's **weak operating performance from January through September and said it's unlikely the firm's share price would advance much near term or sustain Tuesday's trading volumes.**"<sup>7</sup>*

*"En un comunicado, Zeno Soave, el máximo responsable de Socotherm Italia, sostuvo que **"muchos inversores europeos no pudieron completar su participación a causa de restricciones reglamentarias locales para el libre envío de fondos fuera del país dentro de los primeros 12 meses"**."<sup>8</sup>*

<sup>6</sup> "Debutó el papel de Socotherm", InfoBAE, 15 de noviembre, 2006

<sup>7</sup> "Socotherm shares aain on debut, despite weak earnings", COMTEX, 14 de noviembre, 2006

<sup>8</sup> "Socotherm Americas fijó un precio de \$ 7,3 por acción", El Cronista Comercial, 10 de noviembre, 2006

*“Aquí, como la oferta de créditos bancarios no satisfacía sus necesidades ni en estructura ni en tasas ni en plazos, se lanzaron a buscar dinero abriendo el capital, según comentó Carlos Collia, gerente de finanzas.”<sup>9</sup>*

Se han destacado los puntos más relevantes que caracterizaron a esta IPO. Efectivamente, en el prospecto original, el rango de precio para la oferta de las acciones, estuvo por encima del precio al cual se fijó el valor del papel. Por lo que se aprecia en los comentarios que hacían los analistas y por el “ambiente” que se vivió durante la colocación, la percepción del precio era que estaba sobrevaluada dados los resultados de la compañía en los últimos meses. Se lo cita al director general de la compañía dando explicaciones de la caída en resultados pero aún así no se logró reunir los fondos originales esperados.

Esto muestra la importancia de mostrar buenos resultados en los meses previos al IPO.

Lo que también se puede extraer es la importancia que tienen las opiniones de los analistas. Una mala opinión puede influir en el precio de la acción y más aún cuando esa opinión es compartida por varios de ellos.

También se encuentra un diario diciendo que el director general evitó dar pronósticos sobre futuros resultados de la compañía. Esta es una buena práctica dado que no es sano que el mercado esté influido por proyecciones informales de personas claves en la operación. Sin embargo, es importante mantener buenas relaciones con la comunidad financiera y es recomendable ayudar a entender los resultados obtenidos y la estrategia planeada para el futuro.

En el artículo de La Nación se lo cita al gerente financiero poniendo de evidencia que el IPO fue el último recurso de financiamiento al que acudió la compañía para obtener capital, en línea con lo explicado en el capítulo anterior.

Otro punto interesante de este IPO, que incluso puede haber influido en la reducción del precio de colocación, es lo que se encuentra en el diario “El Cronista Comercial”. Al existir restricciones reglamentarias para el libre envío de fondos fuera del país se generó un problema de liquidez para inversores extranjeros que pudo haber reducido el valor de la acción. Esto pudo haber sido evitado con una emisión de acciones mediante GDRs (Global Depositary Receipts), mecanismo mediante el cual una compañía puede salir a cotizar a bolsas extranjeras y así expandir y diversificar sus fuentes de financiación. Probablemente no se haya recurrido a tal mecanismo por un problema de

---

<sup>9</sup> “Socotherm busca dinero local para expandirse en el mundo”, La Nación, 20 de octubre, 2006

escala. Para hacer una colocación con GDRs, se deben emitir acciones por un valor muy superior a 100 millones de pesos.

Quizás el punto más importante que la compañía tenía a favor era poder explicar con detalle el destino que tendrían los fondos recaudados: la construcción de varias plantas en el exterior. Uno de los puntos más importantes que se explican en el capítulo siguiente es hacer explícito el uso de los fondos.

En resumen, el precio del IPO estuvo un 8% por debajo del límite inferior del rango sugerido en el prospecto, básicamente por la percepción del mercado acerca del management y las prácticas corporativas de la firma, como así también por una excesiva dependencia en las AFJPs (70% de la suscripción). Aún así, el valor de la acción tuvo un pico durante los primeros días de comercialización pero luego cayó (comparado con la performance general de la bolsa local) lo cual es consistente con lo expresado en estos párrafos. (Ver Figura 6.2).



Figura 6.2

El esfuerzo comercial se sustentó en las siguientes fortalezas: a) destino de los fondos bien identificado; b) potencial de crecimiento; y c) restricciones a la transferencia de accionistas locales (black-out period de 180 días).

El IPO de Socotherm representa un caso testigo de operaciones pequeñas, con foco en el mercado doméstico y ancladas en una fuerte demanda de las AFJPs. La claridad y credibilidad en la exposición del uso de los fondos fue un factor determinante en el proceso de marketing y pricing de la oferta.

## 6.2 Banco Patagonia

El Banco Patagonia hizo su IPO el 18 de Julio del 2007 colocando las acciones en tres mercados: 67.4% en Estados Unidos, 29% en Buenos Aires y el restante en Brasil. Se trató de una colocación 33% primaria, 66% secundaria por un monto total de \$209 millones.

*“Banco Patagonia debutó con una excelente performance en la plaza porteña. El papel de BPAT (sigla de la cotizante entidad financiera de ahora en más) cerró en su primer día de operaciones en la Bolsa de Comercio en \$ 4,44, lo que refleja ni más ni menos que un alza del 10% desde el precio de suscripción de \$ 4,03.*

***Tal como se esperaba, y más aún cuando la demanda insatisfecha había sido muy alta (a los minoristas finalmente sólo le otorgaron 7,4% del total que habían suscripto), el interés que despertó la flamante cotizante fue enorme.***

(...)

***Lo cierto es que muchos inversores locales se habían quedado fuera de la suscripción lo que llevó a que el viernes gran parte de ellos se vea obligado a volcarse al mercado. Y lo mismo, de hecho, se espera para las próximas horas. Desde el Merval, sin ir más lejos, se resaltó que durante el período de suscripción de la entidad hubo un récord absoluto de solicitudes para el papel. “Sólo los inversores minoristas demandaron casi el 43% del total de acciones que se colocaba en el país. El interés que generó fue incluso mayor al que se observó en abril sobre Edenor”, se destacó.***<sup>10</sup>

*“(...) la expectativa de los jugadores del mercado (con una buena dosis de ilusión) es que si bien el rango de precio de la oferta se encuentra entre los \$ 3,70 y los \$ 4,60, el precio final se convalide cercano entre los \$ 4 y los \$ 4,20.*

*“Hasta ahí sería un buen precio, a partir de ahí, es cara”, señaló Santiago López Alfaro, de Delphos Investment. En la misma línea se manifestó Cecilia Lázzari, de la firma Arpenta: “se trata de una buena alternativa que esperamos cierre entre \$ 4,10 y \$ 4,20, si es así, entonces estamos en presencia de una oportunidad interesante en un sector que debe renacer”.*

*“A nuestros clientes les recomendamos ofertar por \$ 4,05 aunque hasta \$ 4,20 lo consideramos una oportunidad con upside asegurado”, dijo Juan Pablo Vera, de Tavelli y Cía.”*<sup>11</sup>

<sup>10</sup> “Patagonia”, El Cronista Comercial, 23 de Julio, 2007

<sup>11</sup> “El mercado le puso precio al Patagonia: hasta \$ 4,20 la acción será negocio”, El Cronista Comercial, 18 de Julio, 2007



El caso del Patagonia es un buen ejemplo de un IPO que tuvo buena promoción y que generó el interés suficiente en el mercado para hacer que el valor de la acción aumente. De hecho si se observa la evolución del precio de la acción frente al comportamiento del mercado durante los días de su colocación se puede observar que tuvo un aumento considerable (incluso rompiendo la barrera de los \$4.20 que algunos analistas parecían definir) antes de caer (ver Figura 6.3). Esto se logró asignándole a la acción un precio inferior a lo que esperaba el mercado. Esto generó el interés de inversores de corto plazo que buscaron hacer una diferencia en los primeros días de la cotización. Cuando se estabilizaron las transacciones el valor cayó incluso alcanzando la evolución del mercado.



Figura 6.3

### 6.3 EDENOR

Esta compañía, a diferencia de las dos anteriores, presenta la particularidad de pertenecer a un sector altamente regulado por el gobierno. Esto deriva en algunos puntos interesantes que no se dan tan a menudo.

El IPO de EDENOR se realizó el 25 de abril del 2007, colocando el 21% de las 81.2 millones de acciones en la Bolsa de Buenos Aires y el 79% restante en

Nueva York. La emisión fue mayoritariamente secundaria (80.5%) y recaudó \$326.8 millones.

*“(...) del encuentro los hombres de negocios salieron con la convicción de que Julio de Vido seguirá siendo un hombre decisivo en la Argentina de los próximos años. Alivio para todos, desde luego. Finalmente se trataba de gente interesada en el mundo de la energía, igual que el ministro de Planificación.”<sup>12</sup>*

*“La acción de Edenor brilló en su debut en la Bolsa. Los papeles de la eléctrica, que comenzaron ayer a negociarse en la plaza local y estadounidense, cerraron su primera rueda de operaciones con una suba de poco más del 5% con respecto al precio de \$ 2,62 al que fueron colocados.*

***La causa de tal performance, sin lugar a dudas, debe buscarse en una demanda que cuadruplicó las acciones ofertadas durante el período de suscripción.”<sup>13</sup>***

*“Según los analistas, algunos de los puntos fuertes de la compañía es el sector estratégico al que pertenece, su aún pendiente reestructuración tarifaria y su buen management.*

*(...)*

*Pienso que es interesante entrar a la suscripción. **Edenor pertenece a un sector con gran potencial y, además, tiene un buen management. El accionar del Grupo Dolphin, de hecho, ya lo vimos en Pampa Holding**”, destacó Mariana de Mendiburu, de Compañía Inversora Bursátil. De Mendiburu también destacó **como un punto a favor que la reestructuración de su deuda dejó a la compañía con un buen perfil de vencimientos financieros.***

*(...)*

*En líneas generales, los analistas sostienen que **en el corto plazo el potencial alcista de la acción se explica por la sobredemanda que se prevé existirá en la colocación, mientras que a largo plazo el up-side dependerá del aumento tarifario aún pendiente. Por ende, uno de los mayores riesgos (aunque hoy de baja probabilidad, según algunos) es que finalmente la readecuación de tarifas tarde más de lo previsto.”<sup>14</sup>***

---

<sup>12</sup> “En Wall Street suponen que todavía queda mucho por ganar en la Argentina”, El Cronista Comercial, 30 de abril, 2007

<sup>13</sup> “Edenor debutó con éxito en la Bolsa: su acción subió 5% en el día y concentró 30% del volumen”, El Cronista Comercial, 27 de abril, 2007

<sup>14</sup> “Los analistas coinciden en que comprar la acción de Edenor será buen negocio”, El Cronista Comercial, 23 de abril, 2007

***“Edenor puntualmente **tiene una ventaja fuerte y es que es conocida por el mercado: ya tiene Obligaciones Negociables (ON), y eso da confianza al inversor**”<sup>15</sup>***

De las citas mostradas de artículos publicados durante los días cercanos a la fecha del IPO se puede ver que los inversores del exterior estaban particularmente preocupados por las perspectivas políticas del país. Claramente el contexto político tenía un impacto directo sobre los resultados de la empresa. De hecho, el precio de la acción estaba sujeto a las expectativas de lo que ocurriría con las regulaciones tarifarias.

De los artículos también se observa el interés generado en el mercado por vender las acciones a un precio levemente menor a lo que esperaba el mercado según el rango de precios de suscripción.

El último punto relevante es notar que la comunidad bursátil apreció el hecho de que la compañía tenga “buen management” y que el mismo ya tenga experiencia con IPOs en el pasado.

En el siguiente capítulo se explica porqué estos temas son de especial importancia para la compañía emisora a la hora de articular su IPO.

---

<sup>15</sup> “Un desembarco que marca el regreso de las grandes empresas al mercado”, El Cronista Comercial, 11 de abril, 2007

## 7 CONSIDERACIONES DE HACER UN IPO

En este capítulo se pretende realizar recomendaciones a empresas que ya han decidido hacer su IPO respecto de cómo llevarlo a cabo para maximizar los beneficios y lograr que el proceso sea positivo tanto para la compañía en sí como para el banco suscriptor y para la comunidad financiera general (y los inversores en particular). Se tomarán conceptos encontrados y mencionados en capítulos anteriores para definir los aspectos clave a tener en cuenta para hacer un IPO.

### 7.1 Razones para la oferta y destino de los fondos

Cuando una compañía está buscando financiarse, los inversores estudian detenidamente la sección del prospecto titulada “Razones para la oferta y destino de los fondos” para evaluar de qué manera la empresa creará valor para los nuevos accionistas. El IPO de una empresa será más exitoso cuanto mejor pueda explicar el uso de los fondos y cómo los mismos asistirán al futuro crecimiento de la compañía.

Durante los períodos de crecimiento bursátil, o períodos alcistas, las compañías pueden recaudar fondos de los inversores de IPOs sin demasiado detalle sobre el destino que le darán a los mismos. Como ejemplo, podemos ver el texto del prospecto de la compañía Docent (Estados Unidos) que hizo su IPO en el año 2000, en plena explosión por la llamada “burbuja .com”:

*“No tenemos usos específicos comprometidos para lo recaudado en esta colocación. El tamaño de la oferta ha sido determinado principalmente en nuestra voluntad de recaudar una suma suficiente de capital para obtener suficiente flexibilidad presupuestaria en el futuro.*

*Las razones principales de la oferta son:*

- *obtener capital de trabajo adicional;*
- *crear un mercado público para nuestras acciones ordinarias;*
- *facilitar el futuro acceso de la compañía a los mercados de capitales; y*
- *mejorar nuestra habilidad para usar nuestras acciones para hacer futuras adquisiciones por el hecho de tener acciones comercializadas públicamente. Podremos usar una porción de los fondos para adquirir o invertir en negocios complementarios (...)*

La compañía da razones por las que se ofrecerán las acciones pero informa vagamente sobre sus planes de inversión y nada sobre por qué los inversores deberían comprar las acciones. Esa información le sirve de poco al inversor que quiere saber en detalle a qué destino se emplearán los fondos.

Como contraparte, podemos dar el ejemplo de una compañía rusa de telecomunicaciones, Mobile TeleSystems OJSC. Dado que la compañía se encontraba en una industria y mercado riesgoso, el banco de inversión se aseguró de esta sección del prospecto detallara de forma explícita y creíble los destinos de los fondos:

*“Hemos presupuestado los siguientes montos que pretendemos invertir usando los recaudado del IPO para los ejercicios 2001 y 2002:*

- *US\$135 millones para financiar inversiones en infraestructura de redes en Moscú;*
- *US\$75 millones para expandir nuestro negocio en las áreas regionales bajo licencia;*
- *US\$45 millones para adquirir operadores existentes de GSM y para obtener licencias; y*
- *US\$50 millones para financiar inversiones en nuevos servicios informáticos como acceso a Internet, mayores velocidades de transmisión de datos y otras tecnologías avanzadas en telecomunicaciones móviles.”*

A pesar de dar bastante detalle sobre cómo se usarán los fondos, el management usó una semántica suficientemente holgada como para no quedar completamente restringidos de usar los fondos para alguna oportunidad no prevista.

## **7.2 Venta de acciones de los fundadores originales**

Si bien el caso de emprendimientos que alcanzan su IPO es menos común en Argentina (el único caso reciente es el de MercadoLibre.com), es un aspecto a considerar tanto para start-ups como para cualquier otra compañía, pero aplica especialmente para emprendimientos. Los inversores miran detenidamente a las razones detrás de la venta de acciones de sus dueños originales. Saben que ellos son los que mejor conocen el negocio y sus perspectivas futuras. Tienen razón de sospechar los motivos detrás de que quieran vender sus acciones.

Lo recomendable para estas situaciones es que los accionistas fundadores combinen la venta de sus acciones con la emisión de nuevos papeles y que no vendan toda su porción de una vez sino que dejen la venta del restante de sus acciones para más adelante. Esto ayuda a asegurar que los intereses de los emprendedores se mantengan alineados con los de los nuevos accionistas de la empresa.

Los emprendedores y gerentes se pueden ver altamente recompensados por los beneficios de un IPO, aún cuando no vendan una sola acción durante la

oferta. El valor colateral de las acciones en una compañía pública es mucho mayor que la de una compañía privada.

### **7.3 Factores que hacen exitosa a una colocación**

Cuando se decide hacer un IPO es recomendable saber qué es lo que hace que una colocación sea exitosa. Esto sirve para saber a qué apuntar durante el proceso para maximizar las probabilidades de éxito.

Lo que se busca es que las tres partes (empresa emisora, banco de inversión e inversores) salgan beneficiadas. Hay muchos indicadores de éxito pero los principales son:

- Retorno razonable del primer día
- Distribución en una amplia diversidad de inversores
- Modelo de negocio consolidado y con buenas perspectivas
- Buena performance post-IPO del valor de la acción
- Volumen de transacciones alto para asegurar liquidez

En términos de precio, un retorno de primer día de entre 5 y 15% sobre el precio de colocación logra satisfacer a las partes. Los vendedores no sentirán que han dejado demasiado “dinero sobre la mesa”, mientras que los inversores estarán contentos con sus modestas rentabilidades logradas en un solo día. Si tanto la compañía emisora como los inversores se muestran satisfechos con la operación, el banco de inversión también lo estará.

Una vez completado el IPO, la distribución de acciones entre inversores diversos es importante. Las compañías querrán un equilibrio entre inversores institucionales e inversores individuales. Las emisiones que logran distribuir ampliamente las acciones tienen mayores probabilidades de éxito. Si los inversores no se conocen entre sí habrá menos información compartida y no sabrán si la demanda inicial para una acción es alta o no. Si ese es el caso, tomarán decisiones propias en lugar de “seguir la corriente” de opinión general para vender la acción apenas puedan.

## 7.4 Cómo seleccionar un banco de inversión

Al seleccionar un banco de inversión, la compañía emisora o accionistas que venden deben considerar los siguientes criterios (adaptado de Greenstein, 2000):

- *Experiencia en la industria.* El banco debería tener suficiente experiencia en IPOs de la industria a la que pertenece la compañía y estar familiarizado con la misma y sus negocios.
- *Analistas experimentados.* El banco debería tener analistas conocidos en la industria. Tener un analista con un alto perfil en el sector relevante debería ser un recurso altamente valorado. El analista debe describir como el IPO debería estar posicionado para atraer a la mayor cantidad y diversidad de inversores.
- *Banqueros senior.* Las compañías emisoras deberían saber que los banqueros senior probablemente no estén involucrados en el día-a-día del proceso del IPO. La compañía debería sentirse cómoda con los banqueros y analistas asignados a la transacción.
- *Fuerza de ventas.* El banco y la compañía deberían discutir sobre la estructura de oferta. ¿Las acciones se distribuirán fuera del mercado local? ¿A qué proporción de inversores institucionales versus individuales se debería apuntar? El banco de inversión debería tener las habilidades de distribución tanto para inversores extranjeros, institucionales e individuales.
- *Buen historial de IPOs.* El banco suscriptor debería tener un buen historial de haber estado involucrado en IPOs cuyas performances post-IPO fueron buenas. El historial sirve como indicador para evaluar sus habilidades de valuación.
- *Conflictos de interés.* Es importante que el banco no esté involucrado en otros IPOs de compañías que estén en el mismo sector industrial.
- *Reputación y atención.* A pesar de que es importante que el banco de inversión elegido tenga buena reputación, es aún más importante que el mismo pueda prestarle la atención que necesita y merece la compañía emisora. Es posible que los bancos más grandes y reconocidos no puedan dedicarle el tiempo apropiado a IPOs de menor escala. En ese caso, la compañía emisora debería considerar elegir un banco más chico cuidando de que éste tenga los recursos necesarios para brindarle los servicios que requiere el IPO.

Este último punto es de particular interés porque ha habido mucha investigación hecha sobre el tamaño y market share del banco relacionado con los resultados sus IPOs.

Booth y Smith (1986) predijeron que los bancos con mejor reputación tienden a subvaluar menos, dejando menos dinero “sobre la mesa”. En general, esos bancos tienden a suscribir IPOs menos riesgosos, mientras que a bancos menos reconocidos les quedan los IPOs más riesgosos. Es decir, hay una relación inversa entre la reputación del banco y la rentabilidad del primer día de comercialización. Esto significa que si se busca minimizar el dinero “sobre la mesa” habrá que contratar un banco con mayor reputación y market share.

Nanda y Yun (1997) investigaron el impacto de IPOs mal valuados versus la capitalización bursátil de los bancos de inversión involucrados. Encontraron que cuando los bancos suscribieron IPOs que cayeron en precio el primer día, lo mismo ocurrió con el valor de sus acciones. En casos contrarios, encontraron una asociación entre el aumento del valor de sus acciones y el lanzamiento de un IPO que tuvo retornos positivos el primer día.

## 7.5 Auditoría

Es recomendable que las compañías que estén en proceso de hacer su IPO decidan cambiar de compañía auditora. Si tienen una compañía chica y regional es mejor pasar a una de las más reconocidas: PricewaterhouseCoopers, Deloitte & Touche, KPMG o Earnst & Young. Los inversores institucionales tienden a confiar más en una opinión de esas compañías aunque también es cierto que después del escándalo de Enron hay quienes discuten que esos auditores son tan buenos como cualquier otra auditora de segundo nivel.

Al buscar una compañía de auditoría, se debería buscar una que tenga contadores con amplios conocimientos de la industria a la que pertenece la compañía emisora. Las cuestiones contables pueden variar ampliamente de industria a industria y los contadores deberían estar al tanto de esas particularidades.

## 7.6 Características que busca el mercado cuando busca compañías en las que invertir

De acuerdo a lo visto en los casos de estudio, hay ciertas características valoradas por la comunidad inversora. Independientemente del momento alcista o recesivo que esté viviendo el mercado, la compañía debe poder



presentar un caso atractivo de inversión. Para un IPO, los componentes más importantes son:

- management capaz y reconocido
- excelente historial financiero
- estar dentro de una industria con buenas perspectivas de crecimiento
- posición competitiva dentro de su rubro
- valuación y valor relativo a compañías del sector

### 7.7 Determinar una agenda

Ninguna compañía inversora quiere hacer su colocación en los momentos cuando hay menos inversores en Buenos Aires. Si la colocación incluye ADRs (colocación en Estados Unidos) también se quiere evitar el mes de Agosto por el mismo motivo.

No es casualidad que los últimos seis IPOs después de la crisis fueron en momentos con mayor presencia de inversores (ver figura 7.1).

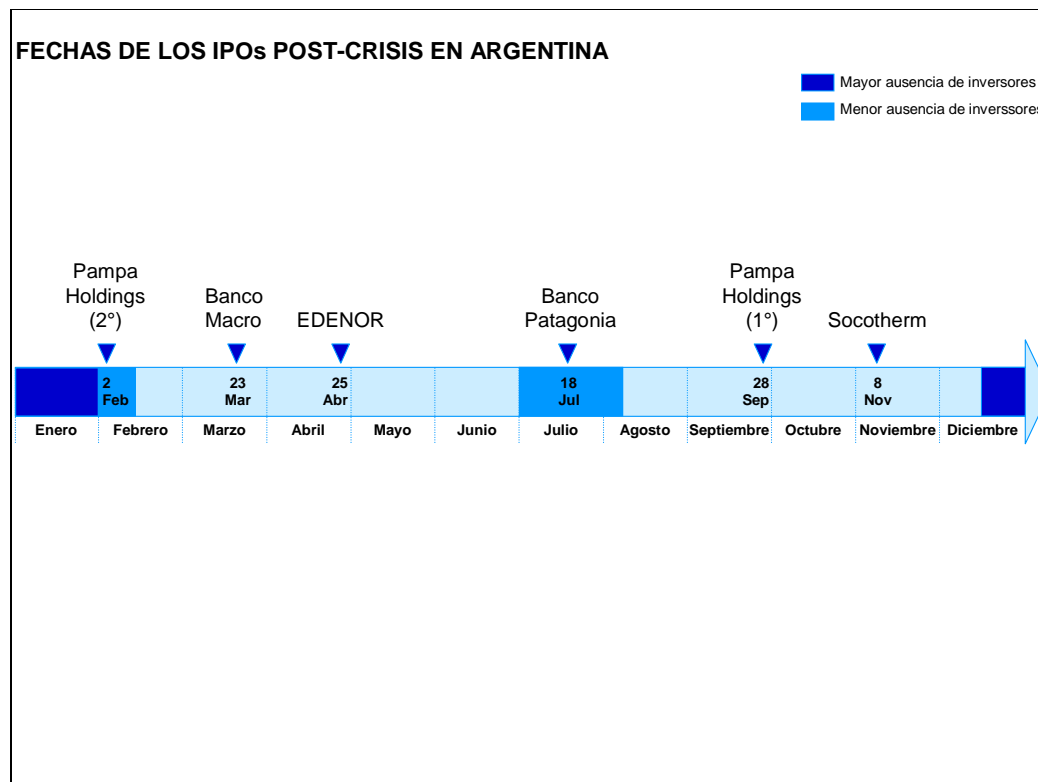


Figura 7.1

El proceso del IPO lleva tres meses como mínimo y comúnmente bastante más que eso. En los casos donde la colocación no haya sido la primera (como el caso de Pampa Holding cuando salió por segunda vez) el proceso se puede acortar hasta un mínimo de dos semanas pero generalmente tarda dos meses. Por lo tanto es importante planear el proceso de modo de que la fecha de colocación evite los momentos de menor actividad bursátil.

## 7.8 Cuándo hacer un IPO

*“Son muchas las compañías locales que buscan aprovechar el buen momento internacional para buscar financiamiento en el mercado de capitales. Todo indica, además, que un gran número de operaciones se concentrará en el primer semestre del año. Y es que no sólo los inversores se muestran ahora nuevamente receptivos a los activos emergentes, tras la fuerte corrección que se dio en la región en los primeros meses del año, sino que algunos especialistas también aseveran que **las empresas están adelantando sus decisiones de financiamiento ante el temor de que las elecciones de octubre generen algo de volatilidad en la plaza local.**”<sup>16</sup>*

Durante períodos bursátiles alcistas, en caso de un IPO es común que las instituciones inversoras hagan sus ofertas lo más temprano posible porque saben que los bancos las favorecerán con la asignación de papeles a cambio de tener esa información lo más rápido posible. Aparte, en general también hacen una pre-suscripción por más acciones de lo que realmente desean sabiendo que, por la demanda excesiva, es improbable que reciban todo lo que pidieron. Estos dos comportamientos generalmente tienen la consecuencia de que el banco inversor (en acuerdo con la compañía emisora) aumente los precios de rango de oferta e incluso aumenten la cantidad de acciones emitidas.

Sin embargo, en períodos recesivos, los inversores hacen lo contrario, esperan hasta el último momento para hacer su oferta para intentar forzar una reducción en el rango de precio de oferta.

La conclusión directa de estos comportamientos es que es preferible esperar a un momento alcista para hacer el IPO.

---

<sup>16</sup> “Una cuestión de timing pre-electoral”, El Cronista Comercial, 11 de abril, 2007

## 8 REFLEXIONES FINALES

Se ha puesto de evidencia que la razón del subdesarrollo bursátil en Argentina no es la falta de empresas con las condiciones indispensables para hacer una oferta pública de acciones y tampoco hay una limitación de capital disponible para adquirir esas emisiones.

La razón del subdesarrollo está explicada por factores culturales, inestabilidad política y volatilidad económica. Desarrollar el mercado de capitales mediante el ingreso de nuevas compañías requiere de mucho más que sólo hacer una campaña del gobierno para incentivar a las empresas a hacer su IPO. Requiere resolver problemas de fondo, arraigados en la cultura de los empresarios, inversores y reguladores. Requiere de una revisión de los marcos legales que regulan al mercado de capitales y a la economía en general. Requiere de un fortalecimiento de las instituciones para crear un contexto propicio para el comercio. Y, por sobre todo, requiere de la iniciativa de construir una comunidad que se comporta con valores más sólidos y así contar con interacciones más estables y serias. Creo que la solución para el último punto es la educación.

No está bajo el alcance de este trabajo investigar la forma de articular el desarrollo de un contexto favorable para la economía. Sin embargo, sí se han ofrecido recomendaciones para potenciales compañías emisoras para hacer sus IPOs. También se han expuesto las ventajas para las empresas de hacer una colocación de acciones.

Por último, me atreveré a dar una opinión acerca de lo que creo que puede ser una oportunidad atractiva en donde hacer foco para desarrollar el mercado bursátil. Argentina siempre ha sido caracterizada por su industria agropecuaria y de commodities. Hoy el mundo está sufriendo los efectos de la escasez de petróleo y está buscando fuentes alternativas de energía. El biodiesel ha surgido como alternativa viable para reemplazar al petróleo. Por lo tanto, el país tiene una oportunidad atractiva para capturar esa posibilidad de abastecimiento de energía desarrollando una industria alrededor del biodiesel. Brasil ya ha iniciado ese proceso y ya tiene una primer compañía fabricante de biodiesel que ha hecho un IPO: Brasiel Ecodiesel. Argentina podría desarrollar compañías dedicadas a la producción de materia prima para la fabricación del combustible y compañías dedicadas a la fabricación del mismo.

## 9 BIBLIOGRAFÍA

- Ritter, J. Welch, I. 2002. A review of IPO activity, pricing and allocations. NBER, Cambridge, Estados Unidos
- Pastor, L. Taylor, L. Veronesi, P. 2006. Entrepreneurial learning, IPO decisión. NBER, Cambridge, 2006
- Aggarwal, R. Prabhala, N. Puri, M. 2002. Institutional allocation of IPOs: empirical análisis. NBER, Cambridge, Estados Unidos
- Jovanovic, B. Rousseau, P. 2004. Interest rates and IPOs. NBER, Cambridge, Estados Unidos
- Perry, G. 2004. Mercado de Capitales, Riesgos Macroeconómicos y Financiamiento del Sector Privado. Banco Mundial , Medellín, Colombia
- Pastor, L. Veronesi, P. 2003. Stock prices and IPO waves. NBER, Cambridge, Estados Unidos
- Lowry, M. Officer, M. Schwert, G. 2006. The variability of IPO initial returns. NBER, Cambridge, Estados Unidos
- Pagano, M. Panetta, F. Zingales, L. Why do companies go public? An empirical analysis.
- Jagannathan, R. Sherman, A. 2006. Why do IPO auctions fail?. NBER, Cambridge, Estados Unidos.
- Botosan, C. 1997. Regulation, Disclosure and Market Liquidity (An Examination of Foreign Issuers in Regulated Versus Less-Regulated US Equity Markets), Estados Unidos
- Greenstein, IA. 2000. An Insider's Guide to Going Public. RR Donnelly Financial, Chicago, Estados Unidos
- Erpen, M. 2006. Cómo financiar la Empresa a través del Mercado de Capitales, IAMC, Buenos Aires, Argentina
- Erpen, M. 2006. Estimación del Tamaño del Mercado en el año 2006, IAMC, Buenos Aires, Argentina
- "Evolución de indicadores bursátiles", IAMC

- “Evolución de indicadores macroeconómicos”, IAMC
- Resúmenes bursátiles del IAMC
- Anuario del IAMC
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA); [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- Superintendencia de AFJP; <http://www.safjp.gov.ar/>
- National Bureau of Economic Research (NBER); [www.nber.org](http://www.nber.org)
- Geddes, R. 2003. IPOs & equity offerings, Elsevier Butterworth-Heinemann, Burlington, UK

## 10 ANEXO

### 10.1 Listado de compañías que cumplen las condiciones mínimas para poder hacer salir a la bolsa

Empresa	Ventas anuales 2006 (\$ millones)
Minera Alumbreira Limited	5980
Pan American Energy LLC	5849
Bunge Argentina	5627
Aceitera General Deheza	5420
Grupo Arcor	4708
Vicentín	3300
Aerolíneas Argentinas	2900
Coto	2812
Lotería Nacional	2500
Mega	2114
Osde	2023
Mastellone Hermanos	1892
Frávega	1756
Garbarino	1750
Refinería del Norte	1600
Vintage Oil Argentina	1540
Droguería del Sud	1531
Entidad Binacional Yacyretá	1460
CableVisión	1372
Bagley Latinoamérica	1300
BGH	1298
Sideco Americana (cons.)	1252
Loma Negra	1236
Profértil	1204
Lotería de Córdoba SE	1200
Atanor	1129
Alto Paraná	1118
Oleaginosa Moreno	1013
Minera Argentina Gold	1000
Frigor.Reg.Reconquista (Friar)	993
Swiss Medical	986
Monroe Americana	968
Pluspetrol	948
Molino Cañuelas	943
Red Megatone	900
Argentina de Granos	900
Multicanal	854
Cerro Vanguardia	850
Maycar	850
Grupo Galeno (ex SPM)	775
Sadesa	765
Correo Oficial de la Rep. Arg.	753
Aeropuertos Argentina 2000	744
Petroken	727

<b>Empresa</b>	<b>Ventas anuales 2006 (\$ millones)</b>
New San	712
Corporación Impsa	709
Maxiconsumo	690
Diarco	670
Embotelladora del Atlántico	655
Farmacy	615
Clisa	606
Fate	585
Pluspetrol Energy	570
Epec	570
Swift Armour	561
Casino Buenos Aires	561
Centro Automotores	539
Hidroel. Piedra del Águila	513
Grupo Román	506
Ecuadortlc	505
Macrosa Del Plata	502
AySA (ex Aguas Argentinas)	500
Benito Roggio Ambiental	500
Cliba Ingeniería Ambiental	479
Petrolera Entre Lomas	474
Petroquímica Cuyo	470
Papelera del Plata	470
Productos Roche	465
Vitol	455
Suces. de Alfredo Williner	450
Oleaginosa Oeste	446
Mario Jorge Grinschpun	445
Azucarera Concepción	443
Orígenes	442
The Value Brand	440
Famar Fueguina	440
Ultrapetrol (consolidado)	432
Rasic (Cresta Roja)	431
Supermercados Toledo	430
Expofrut	429
Central Piedra Buena	426
Deheza	419
Droguería Barracas	418
Serv. Espec. San Antonio	418
Molfino Hermanos	415
Curtiembres Fonseca	414
Trigalia	409
Roemmers	406
Finexcor	404
La Nación	402
Zucamor	395
Distrib. Eléctrica Regional	395
Simpa	393
Frigorífico Paladini	390

Empresa	Ventas anuales 2006 (\$ millones)
Curtiembre Arlei	390
Arte Radiotel. Argentino	388
Laboratorios Bagó	385
Peñaflor	381
Supercanal	377
Grupo Maipú	370
Benito Roggio Transporte	366
Grupo Los Grobo	365
Grupo Logístico Andreani	364
OCA	363
Masisa	358
<b>Total</b>	<b>109361</b>

## 10.2 Límites de Inversión por Instrumento para las AFJPs

Inciso	Descripción	Porcentaje máximo de inversión
a)	Títulos Públicos, Letras del Tesoro o préstamos de los cuales resulte deudora la Nación. Podrá aumentarse al 100% en la medida en que el excedente cuente con recursos afectados específicamente a su cumplimiento o con garantías reales u otorgadas por organismos o entidades internacionales de los que la Nación sea parte.	50%
b)	Títulos públicos provinciales, municipales o emitidos por empresas y organismos públicos.	30%
c)	Obligaciones Negociables emitidas a dos o más años de plazo.	40%
d)	Obligaciones Negociables emitidas a menos de dos años de plazo.	20%
e)	Obligaciones Negociables convertibles en acciones.	40%
f)	Obligaciones Negociables convertibles en acciones emitidas por empresas privatizadas.	20%
g)	Depósitos a plazo fijo.	30%
h)	Acciones	50%
i)	Acciones de empresas privatizadas.	20%
j)	Cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión.	20%
k)	Títulos emitidos por Estados extranjeros u Organismos Internacionales	10%
l)	Títulos de sociedades extranjeras	10%
m)	Contratos de futuros y opciones	10%
n)	Cédulas y Letras Hipotecarias	40%
ñ)	Títulos de Fondos de Inversión Directa	10%
o)	Fideicomisos financieros estructurados	10%
p)	Fideicomisos financieros no incorporados en los incisos n), ñ) y o)	20%