

“LA EFERVESCENCIA DE LOS IPO’S Y LA TENTACIÓN DE PARTICIPAR”

Las tensiones geopolíticas no han cesado. Por otro lado, la inflación ha mostrado una mayor persistencia, llevando a los principales bancos centrales del mundo a una posición incómoda respecto de la conducción de sus políticas monetarias. Sin embargo, el mercado accionario ha mantenido un positivo desempeño, en consideración a una actividad global que no ha acusado un mayor impacto de lo anterior y la narrativa de que el desarrollo de la Inteligencia Artificial tendrá un impacto alcista sobre la productividad en el largo plazo. Así, el ambiente ha impulsado la intención de compañías (algunas notablemente visibles) de dar el paso hacia una apertura a bolsa (IPO). ¿Es esto último una oportunidad de inversión activa?

Por Sebastián Senzacqua, CFA.

A pesar de la prevalencia de riesgos bajistas sobre la actividad y bancos centrales acorralados por el contexto de inflación más persistente, el mercado accionario se mantiene en torno a los máximos históricos. Gracias a los avances en la Inteligencia Artificial, sorpresas al alza en utilidades corporativas y una actividad que se mantiene en expansión, la renta variable ha cristalizado rentabilidades bien positivas, tanto en el mundo emergente como en EE.UU.

Lo anterior, ha generado una antesala para que distintas compañías decidan abrirse a bolsa (lo que se conoce en EE.UU. como “Initial Public Offering o IPO”). Algunas de ellas destacan mucho por su notoriedad, tanto en los negocios en que se desenvuelven (bien futuristas) como por los ejecutivos que lideran estas empresas (algunos bien particulares, por decir algo), lo que ha llevado a los medios especializados a estar muy pendientes. Titulares como “La apertura a bolsa más esperada del año” o “Empresa Z busca levantar en su proceso de apertura montos siderales, en vista de su valorización histórica” abundan en el entorno.

Por lo tanto, la tentación de participar en el primer minuto es muy alta, por miedo a quedar fuera de lo que puede ser “la oportunidad del siglo” y la expectativa de capturar rentabilidades elevadas en el corto plazo.

¿Sin embargo, qué ha pasado en la realidad?

Dimensional Asset Management publicó un estudio donde evaluó el desempeño de más de 6.000 IPO’s ocurridos en EE.UU. desde 1991 hasta 2018. En

particular, se monitoreó la rentabilidad de dichas empresas durante su primer año desde que se hicieron públicas y se comparó con el retorno de los índices de mercado.

Para ello, se estructuró una cartera hipotética ponderada por capitalización de mercado, que tiene como inicio el 31 de diciembre de 1991 y que se rebalanceó mensualmente para incluir a todas las empresas con una IPO realizada en los 12 meses anteriores. Se excluyeron los retornos del primer día para disminuir el riesgo de selección adversa que ocurre en el proceso de asignación involucrado en este tipo de operaciones (es decir, el riesgo de privilegiar algunos clientes sobre otros en la asignación de órdenes en el primer día de transacciones, por cuestión de cercanía o preferencia). Los resultados obtenidos se encuentran en la Tabla 1.

En este sentido, se observa que, como conjunto, la cartera compuesta por empresas que se abren a bolsa ha dado cuenta de un retorno inferior al mercado. Más aún ha exhibido una volatilidad superior, por lo que ha sido menos eficiente.

Tabla 1: Performance Cartera IPO vs Benchmarks (desde Dic 1991 a Dic 2018)

	Rentabilidad Anual Compuesta (%)	Volatilidad Anualizada (%)

Cartera IPO		6,9	27,6
Russell Index	3000	9,1	14,3
Russell Index	2000	9,0	18,5

Fuente: What to know about an IPO, Dimensional Fund Advisors.

¿Cuáles serían las razones para este underperformance?

En primer lugar, y desde la perspectiva de los modelos explicativos de retornos, el bajo rendimiento de las IPO respondería en parte a su exposición hacia factores que se deben evitar. Para ello se efectuó una regresión del retorno de la cartera IPO utilizando como variables explicativas los factores de Mercado, Tamaño, Rentabilidad Operativa, Nivel de Inversión y Valorización. Los resultados se encuentran en la Tabla 2.

Tabla 2: Regresión Fama/French Five Factor a Cartera IPO, Mensual (desde Ene 1992 a Dic 2018)

Factor	Coefficiente
Mercado	1,04
Tamaño	0,64
Rentabilidad Operativa	-0,47
Nivel de Inversión	-0,29
Valorización	-0,65

Fuente: What to know about an IPO, Dimensional Fund Advisors.

En este sentido, las empresas que se abren a bolsa se caracterizan en su conjunto inicialmente por (i) presentar una alta tasa de inversión, (ii) baja rentabilidad operativa, (iii) altas valorizaciones y (iv) tamaño relativamente pequeño.

En función de lo anterior y los coeficientes estimados, las empresas que se abren a bolsa no necesariamente entregan una rentabilidad superior de forma consistente en relación al mercado.

Mirando más allá de los fundamentos de las empresas

Otros elementos que pueden incidir en este performance relativo menor, es la estructura de mercado que enfrentan estas empresas en su primer año de transacciones.

En primer lugar, al no existir liquidez de mercado durante el día de colocación para que los inversionistas pesimistas puedan irse corto contra la acción de la compañía, resulta difícil para los arbitadores equilibrar el precio hacia su valor justo.

En segundo lugar, existen períodos de bloqueo que generalmente afectan a una parte no menor de las acciones de la IPO que quedan en manos de *insiders*.

En particular, son aquellos accionistas que ya estaban en la propiedad de la compañía previo a la apertura y deben esperar un tiempo antes de vender esos títulos en el mercado abierto. Cumplido ese período, que puede ir de 6 a 12 meses, el evento de liquidación ejerce una presión a la baja en el precio de la acción.

Entonces, ¿Hace sentido una participación activa?

Probablemente por las fricciones del mercado en el corto plazo y por los fundamentos que la mayoría de las empresas posee en sus etapas iniciales de apertura a bolsa, una gestión activa de inversión en las acciones de dichas compañías no sea la mejor estrategia.

Sin embargo, en el largo plazo y en la media que dichas compañías prueben ser modelos de negocios exitosos, sus acciones serán incorporadas cada vez más en los índices de referencia, por lo que una gestión pasiva y diversificada en el mercado sería lo más razonable. Facebook (hoy Meta) enfrentó una caída de casi 40% en su primer año de transacciones. Hoy está dentro del selecto grupo de empresas con capitalización de mercado sobre el billón de dólares. ¿Conviene entonces, apresurarse?