

ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LAS OFERTAS  
PÚBLICAS INICIALES DE LOS AMERICAN DEPOSITARY  
RECEIPTS LATINOAMERICANOS LISTADOS EN EL  
NEW YORK STOCK EXCHANGE  
(1990-1999)



Por  
Franco Cuauhtémoc Becerra Chapa

TESIS

Presentada ante la Facultad de la Escuela de Graduados  
en Administración y Dirección de Empresas (EGADE)  
del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de  
Monterrey, Campus Monterrey como requisito parcial  
para obtener el título de

MAESTRO EN FINANZAS

Mayo de 2001.

**ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS INICIALES DE LOS AMERICAN  
DEPOSITARY RECEIPTS LATINOAMERICANOS LISTADOS EN EL NEW YORK STOCK**

**EXCHANGE**

**(1990-1999)**



Franco Cuauhtémoc Becerril Chapa

Tesis

Presentada ante la facultad de la Escuela de Graduados en Administración y Dirección de  
Empresas (EGADE) del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Campus  
Monterrey como requisito parcial para obtener el título de

**MAESTRO EN FINANZAS**

Mayo de 2001

**ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS INICIALES DE LOS AMERICAN  
DEPOSITARY RECEIPTS LATINOAMERICANOS LISTADOS EN EL NEW YORK STOCK  
EXCHANGE  
(1990-1999)**

Por

Franco Cuauhtémoc Becerril Chapa

Tesis

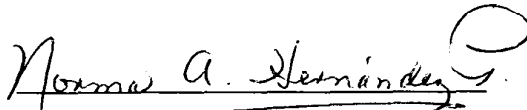
Presentada ante la facultad de la Escuela de Graduados en Administración y Dirección de  
Empresas (EGADE) del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, Campus  
Monterrey como requisito parcial para obtener el título de

**MAESTRO EN FINANZAS**

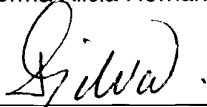
Mayo de 2001

**ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS INICIALES DE LOS AMERICAN  
DEPOSITORY RECEIPTS LATINOAMERICANOS LISTADOS EN EL NEW YORK STOCK  
EXCHANGE  
(1990-1999)**

Aprobada en estilo y contenido por:



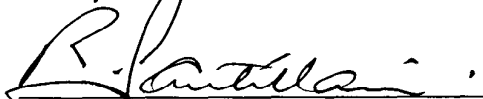
~~Dra. Norma Alicia Hernández Perales~~



Dr. Jaime Rafael Silva Castán



Dr. Alejandro Fonseca Ramírez



Roberto Santillán Salgado, Director del Programa de Maestría en Finanzas

## DEDICATORIA

A mi mamá, María del Consuelo  
A la memoria de mi padre, Armando

## **AGRADECIMIENTOS**

A Dios.

A toda mi familia.

A mis amigos, en especial a aquellos que con sus consejos, buenos deseos, disposición de servicio y preocupación por mi trabajo, me ayudaron al logro de este objetivo.

A las personas del Departamento Académico de Administración del ITESM con quienes compartí todo el proceso de mi tesis y estudios de maestría.

**ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS INICIALES DE LOS AMERICAN  
DEPOSITARY RECEIPTS LATINOAMERICANOS LISTADOS EN EL NEW YORK STOCK  
EXCHANGE  
(1990-1999)**

MAYO DE 2001

FRANCO C. BECERRIL CHAPA

LICENCIADO EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS  
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY

MAESTRO EN FINANZAS  
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY

Dirigida por: Dra. Norma Alicia Hernández Perales

Este estudio analiza el comportamiento de los rendimientos de los American Depositary Receipts listados en el mercado de valores New York Stock Exchange, provenientes de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Los rendimientos con respecto al mercado son superiores tanto para el primer día de operaciones como para el primer año de operaciones, sin embargo no son estadísticamente significativos. Se expone la importancia, características y el contexto de operación de los American Depositary Receipts como instrumentos de inversión internacional, y la relevancia de los mercados estadounidenses donde cotizan estos instrumentos, en especial la Bolsa de Nueva York.

## TABLA DE CONTENIDO

Agradecimientos .....	v
Tabla de contenido .....	vii
Lista de tablas y figuras .....	ix
<b>CAPITULO I: INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
Panorama general de ADRs .....	3
Relación entre ADRs y su acción doméstica .....	4
Importancia del estudio .....	6
Economías Emergentes: Latinoamérica .....	8
Contribución del estudio .....	10
<b>CAPITULO II: MARCO TEÓRICO DE REFERENCIA .....</b>	<b>13</b>
Inversiones internacionales .....	13
Riesgos en las inversiones internacionales .....	14
Alternativas de inversión internacional .....	15
American Depositary Receipts .....	16
Historia .....	17
Ventajas .....	18
Tipos de ADRs .....	19
ADRs no respaldados .....	20
ADRs respaldados .....	21
Niveles de American Depositary Receipts respaldados .....	22
Nivel I .....	23
Nivel II .....	25
Nivel III .....	26
Colocación de ADRs bajo la Regla 144A (RADRs) en ofertas privadas .....	27
Global Depositary Receipts, GDRs .....	28
Historia del New York Stock Exchange .....	29
Importancia .....	30
Características de las empresas listadas .....	33
Entorno regulatorio .....	34
Índices del NYSE .....	35
¿Cómo se genera y comercializa un ADR? .....	36
Evidencia empírica de ADRs .....	39
IPOs, Ofertas Públicas Iniciales .....	40
Determinación del precio de la acción .....	42
Evidencia empírica de IPOs .....	43
<b>CAPÍTULO III: METODOLOGÍA Y DATOS .....</b>	<b>49</b>
Preguntas de investigación .....	49
Definición de hipótesis .....	49
Cálculo de rendimientos anormales .....	49
Significancia estadística de los datos .....	51
Definición de la muestra .....	52
Periodo de estudio .....	52
Selección de países participantes en la muestra .....	53
Tamaño de la muestra .....	54
Listado de empresas que componen la muestra .....	55



Obtención de los precios .....	59
Cálculo de las Betas .....	60
CAPÍTULO IV: RESULTADOS .....	61
Resultados para la muestra general .....	61
Resultados de la muestra de IPOs .....	63
Resultados para las IPOs de ADRs mexicanas .....	64
Resultados de los valores relativos de riqueza .....	65
Análisis de betas de las ADRs .....	65
CONCLUSIONES .....	67
LIMITACIONES AL ESTUDIO Y RECOMENDACIONES PARA FUTURAS INVESTIGACIONES .....	69
Bibliografía .....	70

## LISTA DE TABLAS Y FIGURAS

Gráfica 1.1: Crecimiento de los programas de Depositary Receipts en Estados Unidos.....	7
Tabla 1.2: Volúmenes históricos en el manejo de ADRs en EEUU .....	8
Tabla 1.3: Participación de Brasil, Chile y México en el mercado accionario de Estados Unidos.....	9
Tabla 2.1: Clasificación de ADRs respaldados .....	22
Tabla 2.2: Características generales de los ADRs de niveles I y II.....	23
Gráfica 2.3: Volúmenes de transacciones de las principales bolsas de valores del mundo.....	31
Gráfica 2.4: Capitalización de mercado de las principales bolsas de valores del mundo .....	32
Gráfica 2.5: Valor anual de intercambio de ADRs y GDRs en las bolsas estadounidenses .....	33
Gráfica 2.6: Evolución del NYSE Composite Index.....	36
Tabla 2.7: El fenómeno del <i>underpricing</i> en diferentes países .....	44
Tabla 2.8: Explicaciones a los rendimientos de las Ofertas Públicas Iniciales.....	47
Tabla 3.1: Períodos de estudio .....	53
Tabla 3.2: Número de programas de ADRs e IPOs por país .....	54
Tabla 3.3: Listado de empresas que componen la muestra.....	55
Tabla 4.1: Resultados para la muestra general .....	62
Tabla 4.2: Resultados para la muestra de IPOs .....	63
Tabla 4.3: Resultados de la muestra de IPOs Mexicanas .....	64
Tabla 4.4 Resultados de los valores relativos de riqueza .....	65
Tabla 4.5: Descripción de Betas por país y empresa.....	66

## CAPITULO I: INTRODUCCIÓN

La primera emisión pública de capital que hace una compañía es conocida como Oferta Pública Inicial, o IPO por las siglas en inglés de *Initial Public Offering*. Existe una gran cantidad de estudios que se han realizado acerca del comportamiento de los rendimientos de las ofertas públicas iniciales de las acciones en general, en gran número de países y con grandes muestras. Dicha evidencia muestra que las IPOs generan un rendimiento anormal positivo en el corto plazo, debido al fenómeno conocido como “underpricing<sup>1</sup>”. Por ejemplo, Chalk y Peavy (1987) encontraron en su estudio de 649 IPOs en el periodo 1975-1982 que existían rendimientos promedio de 21.7% durante el primer día de operación de las acciones de la muestra. En un estudio más extenso en periodo y tamaño de muestra, Aggarwall y Rivoli (1990) concluyeron que comprar IPOs al precio de oferta generaba un rendimiento superior en 10.7% que el del índice NASDAQ<sup>2</sup> para el primer día de operaciones.

En la presente investigación se trata el comportamiento de los rendimientos de las acciones de empresas argentinas, brasileñas, chilenas, colombianas, mexicanas, peruanas y venezolanas que cotizan en el mercado de valores de Nueva York, New York Stock Exchange (NYSE), a través de programas de American Depositary Receipts, o ADRs en el periodo de 1990 hasta fines de 1999.

Este estudio está basado en la metodología seguida por los autores Callaghan, Kleiman y Sahu (1999) en su estudio del desempeño de los rendimientos de las ofertas públicas iniciales y

---

<sup>1</sup> Underpricing: emitir acciones y venderlas por abajo de su valor de mercado.

<sup>2</sup> National Association of Securities Dealers Automated Quotation System, mercado electrónico de valores.

secundarias de ADRs. En dicho estudio, los autores toman una muestra de 66 ADRs de IPOs y SEOs (*Seasoned Equity Offerings*, emisiones secundarias posteriores a la inicial) emitidas en el periodo 1986-1993 en los diferentes mercados estadounidenses. En sus conclusiones se da a conocer que los rendimientos de dichos instrumentos son positivos estadísticamente significativos, tanto en el corto como el largo plazo.

Sin embargo, esta tendencia de rendimientos positivos no se da en el largo plazo en las acciones comunes de los mercados domésticos. Aggarwall y Rivoli (1990) en un estudio encontraron que los inversionistas que adquirían acciones al final del primer día de operaciones de éstas y las conservaban los 250 días siguientes, obtenían un rendimiento negativo anormal promedio acumulado de 13.75%. Otras investigaciones llegaron a conclusiones similares. Para las SEOs, Loughran y Ritter (1995) analizaron y compararon una muestra de 3500 SEOs y encontraron que sus rendimientos eran significativamente menores comparados con los de una muestra de empresas similares que no emitieron capital durante el mismo periodo de estudio.

Este desempeño pobre de las IPOs a través del tiempo en relación con el mercado es una de las mayores interrogantes de las finanzas hoy día. No sucede así en el corto plazo pues, debido al *underpricing*, los inversionistas pueden obtener significativos rendimientos. Estos aspectos hacen que las IPOs sean seguidas por un gran número de inversionistas y objeto de numerosos estudios, algunos de los cuales serán comentados más adelante, en el segundo capítulo.

La muestra de ADRs que comprende este estudio está compuesta por 90 de los programas de ADRs vigentes que operan en el mercado de valores de Nueva York, el New York Stock Exchange y que provienen de los siguientes países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Lo anterior es para tratar de comprobar una de las conclusiones de Callaghan et al

(1999), que dice que los IPOs de ADRs provenientes de países con economías emergentes tienen un desempeño positivo tanto en el corto como en el largo plazo, lo cual contradice la evidencia encontrada para el largo plazo que se mencionó anteriormente.

A continuación se hace un breve repaso de los conceptos contenidos en este proyecto.

### **Panorama general de ADRs**

Los ADRs (American Depositary Receipt, o Recibos de Depósito Americanos) son instrumentos de capital de origen extranjero que están listados en mercados de capitales estadounidenses, como el NYSE, el AMEX (American Stock Exchange) o el NASDAQ. Son certificados negociables que proporcionan a los inversionistas estadounidenses derechos de propiedad sobre acciones de empresas ubicadas en otros países.

Los ADRs pueden ser respaldados o no respaldados. La diferencia radica en la cantidad de información que proporcionan los programas y los requisitos con los que deben cumplir. Los programas no respaldados no tienen relación formal con la compañía con cuyas acciones está relacionado el ADR, además que no se listan en los mercados, sino que su comercio es a través de los agentes intermediarios, o en el sistema *over the counter* (tras el mostrador), como se conoce en inglés. Los programas respaldados si cuentan con el aval y la cooperación de la compañía emisora, además cumplen con una serie de regulaciones gubernamentales y del mercado.

Los principales compradores de ADRs son fondos de pensiones, fondos mutuos, consejeros financieros y bancos. De acuerdo a una investigación del Foro de Contadores Públicos estadounidenses, los inversionistas individuales son solo una pequeña porción del total, dominado por los institucionales.

El objetivo principal de los ADRs es hacer más fácil y menos costoso para el inversionista radicado en los Estados Unidos el invertir en otros países. Los ADRs se adquieren a través de intermediarios estadounidenses, aunque las acciones están físicamente puestas en un resguardo en el lugar que haya elegido el emisor del ADR, en el país de origen.

Usualmente, un ADR, sea o no respaldado, equivale a una acción del capital doméstico, aunque también existen ADRs que equivalen tanto a fracciones como a múltiples acciones. Esto para alinear los precios de los instrumentos de acuerdo al mercado. La equivalencia la marca el *ratio*<sup>3</sup> o razón del ADR. Como cualquier otra acción, los ADRs que cumplen con los requerimientos de la ley se hacen públicos a través de una oferta pública inicial, aunque en muchos casos no sucede así. La diferencia en la forma de colocación la marcan los objetivos de la empresa para la colocación de sus acciones, así como el grado de información que este dispuesta a revelar acerca de su situación financiera. En el capítulo siguiente se tratarán a detalle las características de estos instrumentos.

A pesar de que han estado en el mercado por mucho tiempo (desde 1927), la popularidad de los ADRs ha cobrado auge desde los últimos 10 años, lo cual ha tenido como consecuencia que los estudios realizados sobre estos instrumentos no sean muy abundantes.

### **Relación entre ADRs y su acción doméstica**

Un ADR representa la posesión de un determinado número de acciones domésticas que están bajo resguardo del depositario en el país de origen. Existen numerosos estudios que tratan de determinar los efectos de la colocación de ADRs en mercados extranjeros sobre el rendimiento, liquidez y riesgo de las acciones domésticas.

---

<sup>3</sup> Relación proporcional que guarda el ADR con el número de acciones subyacentes cuya propiedad ampara.

Por ejemplo, Karolyi (1998) hizo un estudio que comprendía numerosas acciones norteamericanas listadas en mercados extranjeros así como capitales extranjeros listados en Estados Unidos a través de ADRs. Encontró que la evidencia empírica es variada, aunque en su mayor parte, no muestra efectos sistemáticos. Además analizó el efecto que tenía el hecho de listar en Estados Unidos sobre el costo de capital, el riesgo global y la liquidez, y encontró que el precio de la acción reaccionaba favorablemente elevándose, el riesgo bajaba y la liquidez aumentaba. Todo posteriormente al listado en Estados Unidos. Sin embargo, también existe evidencia opuesta.

En un estudio realizado por Jayarama, Shastri y Tandon (1993) acerca de las acciones correspondientes a ADRs de origen europeo y asiático, ellos encontraron que la varianza de las acciones domésticas es significativamente mayor en el periodo después de la introducción que antes de ésta. La explicación que ellos encuentran es que dado que los ADRs ofrecen a los inversionistas mejor calificados más oportunidades y periodos más largos de tiempo para jugar con la acción (dada la diferencia horaria entre los continentes), durante ese tiempo se revela más información, lo que provoca que la volatilidad de la acción doméstica se incremente. En un estudio similar pero realizado para ADRs latinoamericanos (en los cuales la diferencia de horario no es tan significativa como lo es para Europa y Asia), Martell, Rodríguez y Webb (1999) no encontraron ningún efecto sistemático en la volatilidad de las acciones domésticas de los ADRs en el periodo post introductorio. Su evidencia es consistente con la de Domowitz, Glen y Madhavan (1998), los cuales proponen que la colocación de acciones en un mercado adicional al doméstico puede generar tanto consecuencias positivas como adversas sobre las acciones domésticas, dependiendo de la calidad y disponibilidad de los precios entre los mercados.

Con respecto a la respuesta del capital doméstico al anuncio de la emisión de ADRs, Miller (1999) obtuvo una fuerte evidencia de que existen rendimientos anormales poco antes de la fecha efectiva de la introducción de los ADRs. De igual manera, Switzer (1997) encontró que en las

acciones de 79 firmas canadienses existían rendimientos en exceso posteriores a la información del lanzamiento de acciones en mercados estadounidenses.

Por otro lado, la emisión de ADRs trae para la empresa emisora una mejor reputación. El incursionar en el mercado norteamericano, en cuestión de imagen, es muy benéfico para las empresas y sus acciones. Los precios en el mercado doméstico suben y el costo de financiamiento baja (Errunza y Miller, 1998).

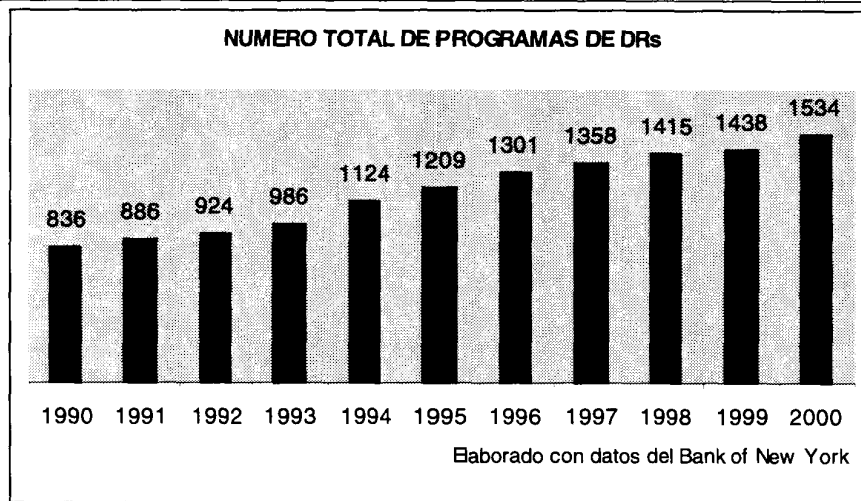
### **Importancia del estudio**

La globalización de los mercados de capital y los beneficios de la diversificación internacional han tenido como consecuencia un gran crecimiento en el número de inversiones internacionales (Patro, 2000). Las opciones que se le presentan ahora a los inversionistas ya no están limitadas por cuestiones geográficas, sino que con el acceso a los grandes mercados de capitales con instrumentos de inversión distintos que en muchos casos (ADRs, DRs globales, Eurobonos) representan activos u obligaciones de una corporación ubicada a miles de kilómetros de distancia, la diversificación de los portafolios se hace más fácil e ilimitada.

El tamaño y volumen de las inversiones internacionales, incluidas las acciones de compañías extranjeras listadas en los mercados estadounidenses en la forma de ADRs se ha incrementado de manera dramática en los últimos 5 años. De acuerdo a las estadísticas del Banco de Nueva York, el mayor depositario de ADRs en el mundo, las estadísticas de crecimiento de los programas de ADRs durante el periodo que comprende este estudio se muestran en las gráficas 1.1 y 1.2.



Gráfica 1.1: Crecimiento de los programas de Depositary Receipts en Estados Unidos



Como se aprecia, el crecimiento de 1990 al año 2000 fue del 83.4 %, una cifra alta que muestra la clara tendencia de estos instrumentos. A este crecimiento contribuye en parte el desarrollo de las economías emergentes, de los países en vías de desarrollo, pues un gran número de los programas de ADRs son provenientes de países con este tipo de características. Las empresas en todo el mundo se han dado cuenta de la conveniencia que presenta la opción de obtener fondos no solo en sus mercados domésticos, sino también en los mercados mundiales, especialmente en los estadounidenses, pues las cantidades que han recaudado los ADRs y GDRs (*Global Depositary Receipts*, listados en dos o más mercados distintos al de origen) listados en los tres principales mercados norteamericanos (NYSE, NASDAQ y AMEX) también han mostrado un crecimiento constante durante la última década, lo que incrementa su atraktividad.

Tabla 1.2: Volúmenes históricos en el manejo de ADRs en EEUU

AÑO	VOLUMEN ANUAL EN ACCIONES MILES DE MILLONES	VOLUMEN ANUAL USD MILES DE MILLONES
1990	3.8	75
1991	4.6	94
1992	4.3	125
1993	6.3	201
1994	7.3	248
1995	10.2	276
1996	10.8	341
1997	12.4	503
1998	15.5	563
1999	16.8	667
2000	28.7	1,185

Elaborado con datos del Global Investor and Issuer Services de febrero 2001, editado por el Bank of New York. Solo incluye ADRs listados en mercados estadounidenses

### **Economías Emergentes: Latinoamérica**

En el mercado accionario estadounidense la participación de los países latinoamericanos ha sido notable. La emisión de ADRs es la manera más usada por las empresas latinoamericanas que buscan obtener financiamiento en Estados Unidos. Por ejemplo, del número total de programas de Depositary Receipts registrados a nivel mundial, Brasil, México y Chile (que, junto con Argentina, son las economías dominantes de la región) tienen una participación importante, como se muestra en la tabla 1.3. En dicha tabla se muestran porcentajes que representan los ADRs de dichos países con respecto al total de los programas de ADRs en los mercados estadounidenses.

En el 2000, fueron establecidos un total de 20 nuevos programas de American Depositary Receipts por parte de compañías localizadas en países latinoamericanos. El capital que

obtuvieron fue de USD 6,000 millones, lo que muestra un crecimiento sustancial del 1,107% comparado con lo recaudado durante 1999, que fueron USD 497 millones<sup>4</sup>.

Tabla 1.3: Participación de Brasil, Chile y México en el mercado accionario de Estados Unidos

	<b>BRASIL</b>	<b>CHILE</b>	<b>MÉXICO</b>
% del total de programas de ADRs por país	5%	2%	5%
% del total de programas respaldados	6%	2%	5%
% Volumen accionario en transacciones	7%	ND	5%
% Volumen de transacciones en dólares	6%	ND	5%
% de Ofertas públicas de DRs en el 2000 (por capital obtenido)	9.3%	ND	11.7%
% de Ofertas públicas de DRs en el 2000 (por número de programas)	4.4%	ND	4.4%

Fuente: elaborado con información del Bank of New York. Todos los datos son a diciembre del 2000 y con respecto a ADRs y Global DRs listados en mercados estadounidenses.

Uno de los factores que ha influido en la explosión de ADRs latinoamericanos ha sido la remoción de las barreras al comercio y las regulaciones. El Tratado de Libre Comercio de Norteamérica fue un aspecto que condujo a un aumento en los ADRs mexicanos, así como de Argentina y Chile. A pesar de que tradicionalmente Latinoamérica ha sido víctima de los llamados capitales golondrinos en tiempos durante los cuales la economía es incierta, en el año 2000 continuó siendo un mercado atractivo para la inversión, tanto para la directa como para la de ADRs, lo que indica que los inversionistas se muestran satisfechos con el desempeño que han tenido éstas en los últimos tiempos. Esto se nota también en el crecimiento de los indicadores económicos de inversión en

<sup>4</sup> Ver "The ADR Market in 2000: a year in review" publicado en The ADR Investor, febrero del 2001

ADRs. A pesar de que la economía global que ha visto disminuir su crecimiento, los países en vías de desarrollo parecen empezar a beneficiarse de la creciente integración internacional.

### **Contribución del estudio**

Como ya se mencionó antes, existe una extensa bibliografía acerca de las ofertas públicas iniciales y secundarias. Un gran número de autores han escrito acerca de sus características, rendimientos, patrones de desempeño y anomalías. Sin embargo, acerca de las ADRs, solo pocos estudios, como en el que está basado este proyecto de investigación (Callaghan et al 1999), han tratado el desempeño de las emisiones primarias y secundarias de ADRs.

El realizar un estudio acerca del desempeño de los rendimientos de las ofertas públicas iniciales y secundarias de las ADRs de empresas latinoamericanas que operan en el NYSE sirve para continuar o profundizar en un aspecto específico de las conclusiones de Callaghan. Determinar si la muestra en realidad genera rendimientos anormales positivos en el corto y en el largo plazo es de gran utilidad para un público inversionista con necesidades de información crecientes. La inexistencia de rendimientos anormales en el largo plazo demuestra la eficiencia del mercado de capitales de Nueva York, el NYSE. En otras palabras, los ADRs se comportan de la misma manera que las acciones domésticas.

Asimismo, algunas de las economías de los países consideradas en este estudio están calificadas como emergentes, lo cual es otra área en la cual es útil este proyecto, ya que analiza el desempeño de los capitales emergentes latinoamericanos en los mercados estadounidenses. En este caso, específicamente en el NYSE.

La investigación está estructurada de la siguiente manera:

En el capítulo II se hace una exposición de los programas de American Depositary Receipts, o ADRs. Se explica su historia y desarrollo a través del tiempo, los diferentes niveles de programas de ADRs que existen en la actualidad. Se discuten sus ventajas, las tendencias de estos instrumentos y se exponen sus crecientes estadísticas mundiales. Además se exponen las regulaciones de estos instrumentos, los requisitos que deben cumplir y se menciona el proceso de colocación y compra de ADRs y cuáles son sus características. También se hace una revisión de la bibliografía existente o estudios hechos a la fecha acerca de estos instrumentos.

Adicionalmente, se expone brevemente la importancia de las economías emergentes y su impacto en los mercados accionarios globales. Se muestra la clasificación en la que se basó la selección de la muestra y algunas estadísticas de desempeño de los países latinoamericanos con economías emergentes

Posteriormente se expone la importancia del mercado accionario de Nueva York, el New York Stock Exchange, en los programas de ADRs. Se habla de su historia, índices, y se muestran estadísticas de desarrollo. Se listan brevemente los requisitos que las empresas deben cumplir para poder colocar sus acciones en ese mercado.

Por último se comenta lo referente a las ofertas públicas iniciales. Se habla de las alternativas de financiamiento que enfrentan las empresas privadas y la conveniencia de hacerlo vía emisión pública de capital; sus ventajas y maneras de hacerlo, así como el proceso de salir al público en el mercado de capitales mexicano. Se hace una revisión parcial de la bibliografía existente acerca de las IPOs, la cual es extensa e interesante dado el comportamiento que presentan sus rendimientos a lo largo del tiempo comparados con los de referencia de los mercados donde operan.

Las hipótesis, preguntas de investigación, obtención de datos, estructura de los datos y la metodología usada para los cálculos de los rendimientos se exponen en el tercer capítulo. Allí se detalla el proceso de selección de la muestra final y la clasificación de la misma.

Los resultados son comentados en el capítulo cuarto. Posteriormente, se encuentran las conclusiones y recomendaciones.

## **CAPITULO II: MARCO TEÓRICO DE REFERENCIA**

En este capítulo se detallan varios temas relativos a la investigación. Se inicia con el tema de las inversiones internacionales, los ADRs y sus características. La historia, los tipos de programas que existen, ventajas, algunas cifras relevantes acerca de ellos así como las tendencias mundiales de estos instrumentos y la relación que guardan las economías emergentes de Latinoamérica con el mercado de Estados Unidos. Posteriormente se presenta el mercado en el que basa la investigación, el New York Stock Exchange. Por último se exponen el marco teórico de las ofertas públicas iniciales y la bibliografía existente al respecto.

Para la obtención de los datos que se mencionan se utilizaron documentos del New York Stock Exchange, de The Bank of New York (el más grande depositario de ADRs en el mundo), así como de las bancos de inversión Citibank y JP Morgan.

### **Inversiones Internacionales**

En Estados Unidos, las inversiones internacionales han tomado mucha relevancia últimamente. Según Citibank, para finales de 1997, un 10% del total de las inversiones en capitales de los estadounidenses eran inversiones en instrumentos de capital extranjeros. Para 1998, el número total de compañías extranjeras listadas ante la autoridad reguladora financiera de los Estados Unidos fue de 1,100 en comparación con las 434 que eran en 1990.

De acuerdo al informe "International Investing: Get the Facts", publicado por la Securities and Exchange Comisión de los Estados Unidos, las principales razones por las que los inversionistas buscan opciones de inversión internacionales son:

- **Diversificación:** se busca reducir el riesgo entre las diferentes compañías y mercados alternativos a la economía doméstica.

- Crecimiento: se busca participar del potencial de crecimiento que presentan las economías en vías de desarrollo, particularmente en los países emergentes.

### **Riesgos en las inversiones internacionales**

Las economías del mundo se interrelacionan cada vez más, de tal manera que los cambios que suceden en un país pueden afectar rápidamente al resto de los países. Muchos de los factores que afectan a las compañías extranjeras, también afectan las operaciones internacionales de las compañías domésticas. De igual manera que en las inversiones tradicionales existen riesgos, al invertir en el extranjero se asumen otros riesgos adicionales, según la SEC. Tales riesgos son:

- Variaciones en los tipos de cambio de las monedas. Cuando el tipo de cambio de una moneda con respecto al dólar americano<sup>5</sup> cambia, puede aumentar o reducir el rendimiento de las inversiones. Si la moneda doméstica se fortalece, los rendimientos en dólares se incrementan, mientras que si se debilita, las ganancias se reflejarán en una menor cantidad de dólares.
- Cambios repentinos en el valor de mercado de las acciones: como en todos los mercados, las acciones extranjeras pueden sufrir cambios repentinos en su precio.
- Riesgos políticos, económicos y sociales. Estos factores contribuyen a la diversificación pero también al riesgo de las inversiones internacionales.
- Falta de liquidez: los mercados diferentes al estadounidense tienen volúmenes más bajos de intercambio y menos compañías listadas, lo que se refleja en un menor nivel de liquidez.

---

<sup>5</sup> Dado que el estudio está basado en inversiones realizadas en los Estados Unidos, la moneda de referencia será el dólar estadounidense.



- Poca información: las compañías extranjeras en ocasiones no proporcionan suficiente información a los inversionistas, a diferencia de las compañías públicas estadounidenses que, obligadas por las instituciones reguladoras, deben revelar mucha información.
- Diferentes estilos de operación. Diferentes formas de transacciones, índices, regulaciones, y disponibilidad de información.

### **Alternativas de inversión internacional**

Las maneras que tienen los inversionistas estadounidenses de acceder al mercado de las inversiones internacionales son:

- Fondos mutuos. Hay diferentes tipos de fondos que invierten en valores extranjeros:
  - Fondos globales: invierten básicamente en compañías extranjeras, aunque pueden hacerlo en compañías domésticas.
  - Fondos internacionales: limitan sus inversiones a compañías fuera de los Estados Unidos.
  - Fondos regionales: invierten principalmente en compañías localizadas en regiones particulares, tales como Europa, Latinoamérica o países emergentes o desarrollados.
  - Fondos de índices internacionales: buscan los resultados de índices de mercados específicos más que el invertir en compañías específicas.

Los fondos mutuos de inversión ayudan a reducir los riesgos mencionados anteriormente, ya que proporcionan una mayor diversificación que la que se puede alcanzar a nivel individual.

**605849**

- Capitales extranjeros que se cotizan en Estados Unidos. A pesar de que la mayoría de los capitales extranjeros en Estados Unidos se cotizan a través de ADRs, algunos lo hacen en la misma forma que en sus mercados domésticos, como es el caso de las acciones canadienses, que cotizan en EU de la misma manera que en Canadá, y no como ADRs.
- Capitales en mercados extranjeros. Es comprar y vender acciones de compañías que solo cotizan en sus mercados domésticos correspondientes. Dichos instrumentos no están sujetos a las regulaciones estadounidenses.
- American Depositary Receipts. Se explican a continuación.

### **American Depositary Receipts**

Para entender la diferencia entre los instrumentos de capital internacionales, es necesario hacer la distinción entre DR y ADR.

Un recibo de depósito (*Depositary Receipt*, DR) es un certificado negociable que acredita la posesión de acciones de una empresa radicada en un país diferente al del mercado en el cual el recibo de depósito es listado y operado. Cada DR denota la posesión de un número determinado de las acciones subyacentes (es decir, las acciones de la compañía cuya propiedad ampara el DR) y que permanecen en custodia en el mercado del emisor.

Los Depositary Receipts son una alternativa sencilla para los inversionistas que desean acceder a los mercados de capitales extranjeros. Dado que el interés de los inversionistas por invertir en el extranjero ha crecido, también ha crecido el interés en los DRs.

Un ADR, o *American Depositary Receipt*, es un certificado negociable que representa la posesión de acciones de una corporación no norteamericana. Los ADRs se listan y comercializan en dólares americanos en los mercados estadounidenses como el NYSE o el NASDAQ. Los

dividendos son pagados en dólares. Fueron diseñados para facilitar la compra, tenencia y venta de acciones de empresas extranjeras por parte de inversionistas norteamericanos, así como para proporcionar una alternativa de inversión para compañías extranjeras en busca de financiamiento. Los ADRs pueden ser ofrecidos públicamente o colocados en privado. El método de venta define el segmento de inversionista que puede comprarlos. En los Estados Unidos, las ADRs ofrecidas públicamente se venden a todo tipo de inversionistas y son listadas ya sea *tras el mostrador*<sup>6</sup>, o en un mercado nacional.

El precio de los ADRs se obtiene multiplicando el tipo de cambio por el precio doméstico de la acción ajustado al múltiplo de las acciones amparadas en el ADR (*ratio*).

También existen otros instrumentos que funcionan de manera parecida a los ADRs, los Global Depositary Receipts o GDRs. Se explicarán más adelante.

## **Historia**

Los ADRs, que se operan en los Estados Unidos, fueron introducidos en 1927 por JP Morgan para hacer posible que inversionistas norteamericanos invirtieran en la compañía inglesa Selfridge's. Son la forma más antigua de recibos de depósito. Los ADRs se desarrollaron para disminuir la preocupación del inversionista estadounidense que se interesaba por invertir en el extranjero, pero que se resistía a la compra de acciones en el mercado doméstico correspondiente, dado el riesgo implícito contenido en ellas.

---

<sup>6</sup> Las compañías que cotizan en el mercado OTC, tras el mostrador, generalmente no están registradas ante la Securities and Exchange Commission, y la información que publican está de acuerdo a sus regulaciones domésticas, que usualmente se realiza conforme a diferentes principios contables. Este mercado es mucho menos líquido que el resto, lo que le disminuye conveniencia.

## **Ventajas**

El gran número de compañías que han desarrollado programas de ADRs demuestra que han encontrado en ello muchas ventajas. Estos instrumentos permiten la diversificación de los portafolios ya que se pueden adquirir fácilmente, y además se comercializan en fiel concordancia con las regulaciones de los mercados, principios contables y leyes estadounidenses (en algunos casos). Además cuentan con la disponibilidad de precios e información que proporcionan los mercados norteamericanos que funcionan continuamente a través de Internet en sistemas en línea. A continuación se mencionan otras ventajas que contempla Citibank en su página electrónica. Citibank es uno de los principales bancos de inversión y experto en el manejo de ADRs.

### 1. Para los emisores:

- Les permite acceder a mercados de capital fuera de su mercado doméstico.
- Expande su base de accionistas.
- Puede incrementar el precio de sus acciones domésticas como resultado de la demanda global.
- Aumenta la liquidez potencial al hacer más grande el mercado de las acciones de la compañía.
- Refuerza la imagen de los productos, servicios o instrumentos financieros de la empresa en un mercado diferente al propio.
- Ofrece una manera de reunir capital, usualmente a precios competitivos.
- Facilita la compra y tenencia de acciones de empresas no americanas.
- Son listadas en dólares.

- Ajusta el precio de las acciones a través del *ratio*, que es la razón de equivalencia entre una acción doméstica y la cantidad de éstas que un ADR representa.

## 2. Para los inversionistas:

- Obtienen protección de las leyes estadounidenses y las regulaciones de las Bolsas de Valores.
- Acuerdos y transacciones denominadas en dólares estadounidenses.
- Evitan diferencias de horario así como regulaciones extranjeras o prácticas distintas a las usuales y el uso de otras monedas.
- Los dividendos se pagan en dólares
- Información y acciones en inglés que cumplen con estándares y prácticas regulatorias estadounidenses.
- Obtienen ventaja del crecimiento potencial en las economías extranjeras, particularmente en los países emergentes.

Adicionalmente, los ADRs son una fuente alternativa de financiamiento para fusiones, adquisiciones y expansión de subsidiarias.

### **Tipos de ADRs**

Existen en el mercado ADRs respaldados y no respaldados. Las empresas tienen cuatro alternativas para lanzar sus ADRs en Estados Unidos: un nivel sin respaldo (*unsponsored*) y tres niveles de ADRs respaldados (*sponsored*). Además pueden colocar GDRs, Global Depositary Receipts, los cuales pueden ser colocados en cualquier otro país además de los Estados Unidos. La diferencia entre los niveles radica además de en los objetivos de la empresa emisora, en el

nivel de requisitos que deben cumplir y la cantidad de información que tienen que revelar y adaptar a las regulaciones norteamericanas.

### **ADRs no respaldados**

Los ADRs sin respaldo son emitidos por instituciones financieras y lo pueden hacer con o sin el conocimiento de la empresa extranjera (en casos cuando el público pide ADRs de una empresa específica y ésta no cuenta con un programa de éstos). Son emitidos por uno o mas depositarios en respuesta a la demanda del mercado, aunque sin un acuerdo formal con la emisora. Este tipo de ADRs ya no es muy usado debido a la falta de control que existe sobre ellos y por los costos ocultos que generan. Se consideran obsoletos hoy en día.

Entre los aspectos que hacen inconvenientes este tipo de ADRs se encuentra el hecho de que no proporcionan a los inversionistas la misma calidad de información que los ADRs respaldados. Los estados financieros de las empresas con ADRs sin respaldo no tienen que ser traducidos al inglés, ni los principios contables deben adaptarse al sistema estadounidense. Además, la información contable que deben revelar es significativamente menos intensiva que la de aquellos instrumentos respaldados y registrados ante las autoridades regulatorias. La SEC solo pide a los ADRs de este nivel la misma información que esté disponible en el respectivo mercado doméstico donde la acción subyacente cotiza.

Por otra parte, otro desventaja para los inversionistas es que puede existir más de un programa de ADR no respaldado para una misma compañía. Los depositarios no siempre reconocerán los recibos de depósito emitidos por otro depositario, aún si se trata de acciones de las mismas compañías. Esto causa problemas a la hora de comprar o vender ciertos ADRs no respaldados. Por ello, es que muchos inversionistas de ADRs buscan operar con programas respaldados, los

cuales requieren de una participación más activa por parte de la compañía extranjera emisora, tanto en la creación como en el mantenimiento del programa.

Los niveles de bursatilidad de este tipo de ADRs no están disponibles dado el tipo de manejo que se les da (*Over the Counter*). Sin embargo, las estimaciones de los expertos afirman que para algunos de estos programas (los de empresas de mayor tamaño y visibilidad en el mercado) el volumen es alto.

### **ADRs respaldados**

Los ADRs con respaldo son emitidos por un depositario en conjunto con la empresa bajo un acuerdo de depósito o contrato de servicios. Ofrecen control sobre las acciones custodiadas, así como la flexibilidad y el prestigio de estar listado en un mercado estadounidense y la capacidad de reunir capital a través de la colocación o emisión de acciones.

Los emisores que buscan obtener los beneficios de las ADRs generalmente buscan programas respaldados de ADRs. Así, se benefician de la reputación que ganan en los mercados de capitales. Sólo los programas respaldados de ADRs pueden ser listados en los principales mercados estadounidenses, con lo que se eliminan las desventajas de los programas no respaldados. En la tabla 2.1 se muestran algunas características generales de los ADRs respaldados.

Tabla 2.1: Clasificación de ADRs respaldados

Tipo de estructura	Uso de acciones actuales para expandir la base de accionistas		Incremento de capital vía emisión de acciones		
	Nivel I	Nivel II	Oferta pública Nivel III	Regla 144 ADR	Oferta global GDR
Descripción	Programa no listado en los mercados de EU	Listada en un mercado estadounidense	Ofrecida y listada en un mercado de EU	Colocación privada en los EU a inversionistas seleccionados	Oferta global de acciones en dos o más mercados diferentes al del emisor
Listada en	Tras el mostrador (TEM), en las hojas rosas del National Daily Quotation Bureau	NYSE, AMEX, NASDAQ, o TEM	NYSE AMEX-NASDAQ TEM	En colocación privada, en PORTAL	PORTAL o en mercados de EU o de otro país

Elaborado con datos del Bank of New York.

### Niveles de American Depositary Receipts respaldados

Usualmente los emisores que buscan el beneficio de los ADRs prefieren los programas respaldados, pues solamente los programas de este tipo pueden ser listados en los mercados estadounidenses o a través del sistema NASDAQ. Además los analistas suelen seguir con mayor detalle a las empresas con ADRs respaldados, por lo que la disponibilidad de información es mayor para estos instrumentos. Los emisores pueden elegir 3 tipos diferentes de programas respaldados de ADRs, cada uno de los cuales presenta sus beneficios e inconveniencias, además de dos esquemas especiales de colocación, uno bajo la regla 144<sup>a</sup>, que permite hacer una emisión y colocación privada de acciones, y los Global Depositary Receipts. los programas respaldados



son iniciados por la firma misma en conjunto con un equipo consultor integrado por intermediarios financieros y banqueros de inversión.

Los programas respaldados requieren de un contrato exclusivo de acuerdo depositarios entre la compañía extranjera y el depositario. Algunas de las regulaciones y requerimientos legales y de mercado para cada uno son diferentes. Los niveles I, II, III, los ADRs de regla 144<sup>a</sup> y los GDRs se explican a continuación.

### Nivel I

Este nivel es la forma más básica y sencilla de un programa respaldado de ADRs. Generalmente se usa cuando el emisor no busca (primeramente) financiamiento en los Estados Unidos, o no desea o puede publicar sus ADRs en un mercado grande, como el NYSE o el NASDAQ. Este nivel ofrece una forma sencilla y relativamente poco costosa de hacer presencia en los mercados estadounidenses de capital.

Tabla 2.2: Características generales de los ADRs de niveles I y II.

	<b>NIVEL I</b>	<b>NIVEL II</b>
Descripción	Programa no listado en los E.U.	Listado en un mercado estadounidense
Se obtienen en:	Tras el mostrador	AMEX NASDAQ NYSE
Registro de la SEC	Forma F-6	Forma F-6
Requerimiento regulatorios	Exentos bajo la regla 12g3-2(b)	Forma 20-F, parcialmente de acuerdo a los principios contables de Estados Unidos.

Elaborado con información del Bank of New York

Los ADRs de este nivel se manejan en un esquema que se conoce como “tras el mostrador”. Esto quiere decir que no se listan en un mercado nacional, sino que se piden directamente a los corredores. Los precios de estos ADRs se publican en las *hojas rosas* que emite el National Daily Quotation Bureau, y también se pueden obtener en el Over The counter Bulletin Board, OTCBB, el cual es un sistema de transacciones.

Para establecer un programa de ADRs de este nivel se requiere obtener una forma de exención de la SEC, la Regla 12g3-2(b) y cumplir con sus indicaciones. Esta indica que los emisores deberán proporcionar a la SEC las traducciones<sup>7</sup> al inglés de toda la información que se envíe a los accionistas y se haga pública en el mercado doméstico originario. Además también se requiere la forma F6, que es la que permite que se establezca el programa de ADRs.

Un aspecto importante de este tipo de programas es que no tienen que cumplir con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, o GAAP, con los que cumplen las empresas norteamericanas y los ADRs de niveles superiores. Tampoco tienen que revelar completamente sus estados financieros a la SEC, sino sólo parcialmente. Un programa de nivel uno permite que las compañías tengan los beneficios de comercializar sus acciones públicamente sin tener que cambiar o adaptar sus procesos contables. Por otra parte, estos ADRs sólo se proporcionan para su compra y venta a corredores autorizados e instituciones financieras.

Los ADRs de nivel uno son el segmento que mayor crecimiento tiene en el sector y pueden ser adquiridos por cualquier tipo de inversionista a través de corredores autorizados con acceso a las hojas rosas que publica el National Daily Quotation Bureau, y que es donde se listan todos los precios de ADRs de este tipo.

---

<sup>7</sup> Es de notarse que el término traducciones se refiere solo a la transcripción al inglés de la información financiera disponible en el mercado doméstico. No se tienen que cumplir requisitos especiales de información financiera en este nivel.

Algunas empresas conocidas cuyos ADRs son de este nivel son: Cementos Mexicanos, Dresdner Bank, Nestle, Rolls Royce y Volkswagen.

## **Nivel II**

En un programa de nivel II, las ADRs sí son listadas en alguno de los grandes mercados estadounidenses, sea el NYSE, el NASDAQ o AMEX. De esta manera, la visibilidad ante el público inversionista estadounidense es mayor, lo que promueve un mayor número de transacciones con sus acciones y por tanto, mayor liquidez, adicionalmente a la información actualizada que llega a manos de los analistas e inversionistas que siguen de cerca el mercado.

Para que una empresa pueda emitir sus ADRs bajo este esquema debe cumplir con los requerimientos específicos de la bolsa de valores en la que pretenda listar sus acciones. Además debe cumplir con los procedimientos de registro y reportar su información según lo establece la ley Exchange Act<sup>8</sup> de 1934, que entre otras cosas requiere que emita sus reportes anuales bajo un esquema conocido como Forma 20-F, que revela los detalles financieros del emisor. Además debe cumplir con la Forma F-6, que es la que registra los ADRs que se emitirán. Por último, la regulación establece que periódicamente el emisor deberá entregar sus estados financieros a la SEC (Securities Exchange Commission, la institución reguladora del mercado estadounidense de valores), de acuerdo a las reglas de registro contables de los Estados Unidos.

Como empresa no norteamericana, la contabilidad y estados financieros que presenten a las autoridades reguladoras tanto del mercado como de la Bolsa en cuestión, debe estar parcialmente en concordancia con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, GAAP por sus siglas en inglés, de los Estados Unidos. Esto es necesario dado que pueden existir diferencias en

---

<sup>8</sup> Esta Ley, promulgada en 1934 establece la regulación de los mercados, servicios, intermediarios e instrumentos que operan en Estados Unidos.

los métodos y sistemas de registro contables del país del cual es originaria la empresa y el sistema estadounidense.

Los mercados en los que se pueden listar los ADRs de nivel II son el NYSE y el AMEX. Ambos son mercados de capitales basados en un sistema de subastas. Proporcionan el punto de contacto para las transacciones relacionadas con los ADRs. También pueden listarse bajo el sistema NASDAQ, el cual es un mercado electrónico que reúne y transmite las cotizaciones de los precios de las acciones listadas en tiempo real a través de agencias de información financieras, tales como Reuters o Bloomberg.

Conforme aumenta el nivel de los ADRs, mayor es la visibilidad de la empresa, tanto ante el mercado como de todos sus antecedentes financieros. Cuando aumenta la disponibilidad de información de la empresa, y la situación es favorable, aumenta también la atraktividad del ADR en cuestión.

Las regulaciones del mercado estadounidense no permiten que empresas con programas de ADRs de los niveles I y II emitan acciones. Para poder hacer una oferta de acciones es necesario hacerlo bajo el nivel III.

### **Nivel III**

En un programa de ADRs de nivel III, el emisor puede hacer una oferta pública de acciones al mercado inversionista, con lo que puede obtener capital a través del mercado estadounidense.

Los requisitos para un programa de este nivel son esencialmente los mismos que los del nivel II, y adicionalmente la empresa emisora deberá:

- Emitir la Forma F-1 de la SEC
- Registrar las acciones de la emisión

- Conciliar totalmente sus estados financieros con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados del sistema estadounidense y proporcionarlos periódicamente a las autoridades y a todo sus inversionistas.

Para todo el proceso de emisión, la empresa deberá trabajar en conjunto con un banco de inversión, usualmente el Banco de Nueva York, Citibank o JP Morgan, que lo asesore en las cuestiones operativas del lanzamiento y mantenimiento de las acciones. Una vez que el proceso de lanzamiento termina, el programa se mantiene como uno de nivel II.

Existen otros dos instrumentos financieros que están muy relacionados con los ADRs: los RADRs que se colocan de manera privada ante inversionistas calificados, y los Global DRs.

#### **Colocación de ADRs bajo la Regla 144A (RADRs) en ofertas privadas**

Los RADRs son recibos de depósito que se colocan de manera privada en los Estados Unidos bajo el esquema de regulación de la Regla 144 A, la cual establece ciertas características acerca de la colocación. La colocación de los RADRs se da entre los inversionistas institucionales calificados o selectos, conocidos como QUIBs, por las siglas de *Qualified Institutional Buyers*. Los QUIBs son inversionistas institucionales que pueden y están dispuestos a hacer sus propios análisis de mercado e investigación del mismo. La SEC les permite vender sin tener que pagar impuestos por ello, además de que tiene algunas ventajas acerca de la información que deben dar a conocer y la periodicidad de ésta.

La Regla 144 A permite que las empresas que desean emitir capital en los Estados Unidos puedan alcanzar más fácilmente los mercados institucionales, ya que:

- Los instrumentos disponibles bajo esta regla no tienen que estar registrados bajo la Securities Act, además de que las empresas emisoras no tienen que cumplir con la

entrega periódica de reportes que se les solicita a los ADRs. Solo tienen que cumplir con lo que requiere la regla 12g3-2(b), que no es de requerimientos exhaustivos.

- El bajo nivel de requerimientos y necesidades de reportes hacen que los emisores de RADRs vean en éstos una forma de obtener capital a un costo similar al de hacerlo en los Euromercados.
- El tiempo requerido para lanzar RADRs es más reducido, en comparación con los ADRs.
- Puede emitir cualquier tipo de acciones que no se encuentren listadas en algún mercado estadounidense o en las hojas rosas de los ADRs de nivel I. No pueden ser emitidos por compañías clasificadas como “de inversión”.

La comercialización de las RADRs se hace a través del sistema conocido como PORTAL<sup>9</sup>, el cual es el sistema de listado de la National Association of Securities Dealers, NASD, para los instrumentos de este tipo.

Los RADRs tienen la característica especial de que pueden ser la manera inicial de contacto de los emisores con los inversionistas privados antes de lanzar sus acciones a todo el público inversionista en la forma de ADRs.

### **Global Depository Receipts, GDRs**

Son idénticos a los ADRs desde el punto de vista legal, operacional, técnico y administrativo. La diferencia radica en el lugar donde se ponen a disposición del público. Los recibos de depósito globales permiten a los emisores obtener capital en dos o más mercados simultáneamente a través de una oferta global de sus acciones. Se ofrecen en los Estados Unidos y Europa y los sistemas a través de los cuales se realizan las operaciones son el Euroclear y el Cedel.

---

<sup>9</sup> Private Offerings Resales and Trading Through Automated Linkages.

Usualmente los GDRs se cotizan en el mercado de Londres y en el de Luxemburgo, además de que el sistema automatizado SEAQ mantiene sus cotizaciones disponibles en tiempo real.

Los GDRs pueden ser colocados de manera pública o privada, similar a los RADRs. Este tipo de programas suele ser complejo y se diseña a la medida de las necesidades del emisor, así como de la comunidad de inversionistas que desea alcanzar con sus acciones. Los GDRs no necesitan cumplir los requerimientos regulatorios estadounidenses a menos que deseen listarse en alguno de sus mercados.

Una mínima parte de los componentes de la muestra de este estudio son GDRs.

Los ADRs cotizan en los principales mercados estadounidenses. Dado que la muestra definida en este estudio se enfoca solamente a los ADRs listados en el New York Stock Exchange, es necesario conocer acerca de la importancia de este mercado para los instrumentos de inversión extranjera. A continuación se hace una exposición de las características de dicho mercado estadounidense.

### **Historia del New York Stock Exchange**

Los inicios del mercado de valores de Nueva York se remontan a 1792, cuando fue acordada su fundación. En 1934 el NYSE fue registrado como mercado nacional de valores ante la U. S. Securities and Exchange Commission. En 1971 el NYSE se constituyó como una institución sin fines lucro y actualmente es regido por un CEO<sup>10</sup> y un cuerpo directivo integrado por 24 personas, entre las cuales se cuentan 12 representantes de la iniciativa privada y el público inversionista, y 12 representantes de la industria de valores. Las operaciones y regulaciones están controladas por

---

<sup>10</sup> CEO, o Chief Executive Officer, principal puesto directivo de una empresa.

un nutrido cuerpo de consejeros que refuerza y controla el seguimiento de todas las operaciones y actividades del NYSE.

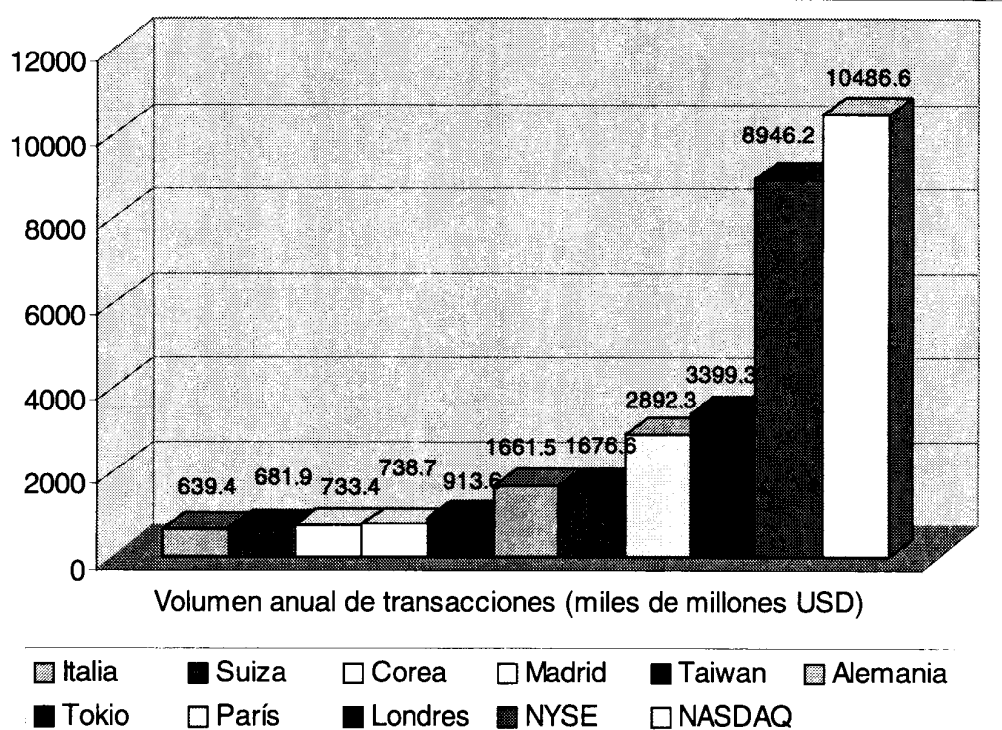
### **Importancia**

Para finales de 1999, fecha del último reporte anual disponible del New York Stock Exchange, el número total de empresas listadas en él ascendió a 3,025. La capitalización a nivel global de todas estas firmas fue del orden de los USD 16.8 billones, según un informe presentado por Citibank a inversionistas alemanes. En comparación con las respectivas cifras de otros mercados, el NYSE presenta cifras mayores, pues el valor global de mercado de las compañías norteamericanas listadas en el NYSE era de USD 11.4 billones, en contraste con los USD 5.2, 4.4 y 2.9 billones del índice NASDAQ, la bolsa de valores de Tokio, y el mercado de valores de Londres, respectivamente. En las gráficas 2.3 y 2.4 se muestra una comparación de los niveles de operación de algunos de los principales mercados mundiales.

En cuanto a la capitalización de mercado de los ADRs listados en el NYSE a esa misma fecha, fue de USD 5.6 billones, y el valor de mercado de las acciones y ADRs de empresas extranjeras listadas y disponibles para compra fue de USD .8 billones. 28 nuevas compañías introdujeron sus ADRs en el mercado en 1999, con lo que ascendió a 294 el número total de programas de este tipo; de éstas, 10 fueron ofertas públicas iniciales, y recaudaron un total de USD 3.6 mil millones. El total de capital obtenido por todas las IPOs realizadas (incluidos acciones domésticas y ADRs) fue de USD 65.9 mil millones.



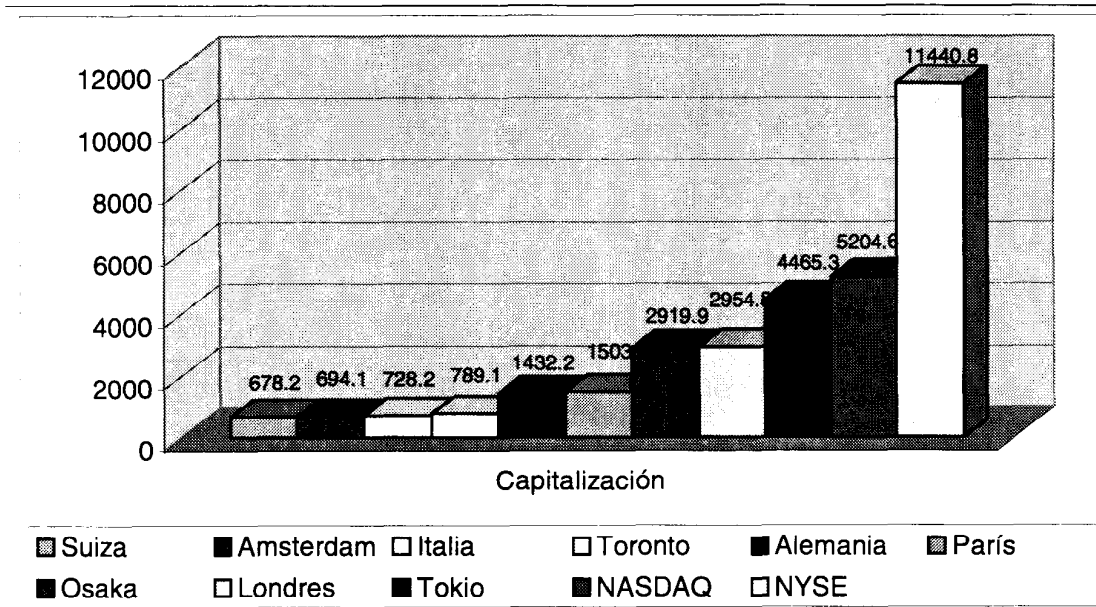
Gráfica 2.3: Volúmenes de transacciones de las principales bolsas de valores del mundo.



Cifras en miles de millones de dólares al 31 de diciembre de 1999. Fuente: International Federation of Stock Exchanges. Las figuras pueden no ser totalmente comparables debido a los métodos de cálculo y reglas de registro. Los países se muestran en la gráfica en el orden de la lista, de izquierda a derecha.

La gráfica 2.3 muestra el volumen de transacciones que manejan las distintas bolsas de valores del mundo. Fácilmente se puede advertir que los mercados estadounidenses NASDAQ y NYSE tienen la mayor cifra de transacciones. En cuanto a la capitalización de mercado, la gráfica 2.4 muestra la capitalización de las principales bolsas del mundo:

Gráfica 2.4: Capitalización de mercado de las principales bolsas de valores del mundo



Cifras en miles de millones de dólares. Al 31 de diciembre de 1999. fuente: International Federation of Stock Exchanges. Los países se muestran en la gráfica en el orden de la lista, de izquierda a derecha.

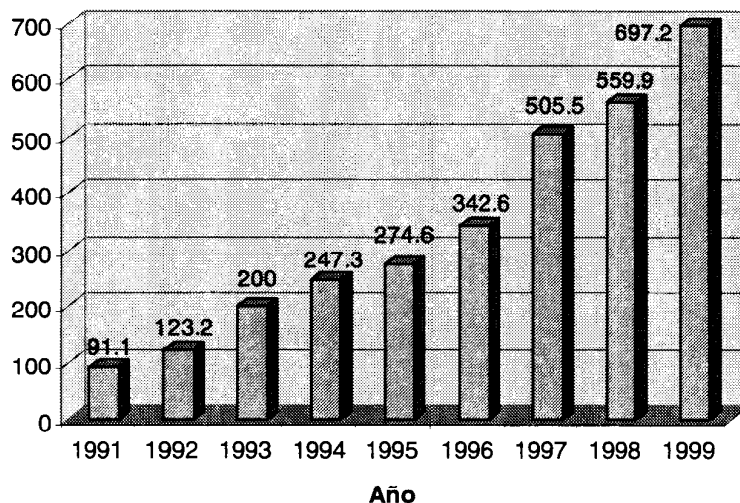
Las gráficas y cifras mostradas anteriormente proporcionan una idea del alcance que tienen los mercados de valores estadounidenses en comparación con el resto de los mercados en las principales ciudades desarrolladas del mundo. La gran cantidad de recursos y ventajas que proporcionan, hacen que estos mercados sean considerados los más importantes del mundo, por lo que atraen a un gran número de empresas en busca de nuevos horizontes de financiamiento.

En cuanto al crecimiento en dólares del intercambio de acciones extranjeras en los mercados estadounidenses, la gráfica 2.5 muestra el desarrollo de estos instrumentos a lo largo de la década pasada.

Sin embargo, a pesar de lo atractivo del mercado, las empresas que desean participar en él, tienen que cumplir una serie de requisitos y cualidades que son evaluadas por las instituciones

reguladoras de los Estados Unidos. Dado que es un mercado altamente vigilado y regulado, los sistemas de control son estrictos.

Gráfica 2.5: Valor anual de intercambio de ADRs y GDRs en las bolsas estadounidenses



Miles de millones de dólares. Fuente: NYSE, AMEX y NASDAQ. Cifras al 31 de diciembre de 1999. Incluye ADRs y GDRs

### Características de las empresas listadas

Para que una empresa, sea norteamericana o no, pueda ver sus acciones listadas en el mercado de Nueva York, debe cumplir con una serie de requisitos que establecen tanto la Securities Exchange Commission como los propios comités regulatorios del NYSE. Estos requisitos se refieren tanto a aspectos cualitativos como cuantitativos, entre los que se encuentra, por ejemplo, un mínimo de USD 6.5 millones en ganancias antes de impuestos en los últimos tres años, compuestos de tal manera que los tres años hayan sido rentables. Esto para empresas estadounidenses

En el caso de empresas extranjeras los requisitos son un poco diferentes a los de las domésticas. Las empresas extranjeras deben tener un mínimo de 5,000 accionistas a nivel mundial que tengan

al menos 100 acciones cada uno, así como un mínimo de 2,500,000 acciones con un valor de mercado de al menos USD 100 millones.

Evidentemente los criterios anteriores son sólo un pequeño ejemplo de los exhaustivos requerimientos que deben cumplir todas las firmas extranjeras que deseen listarse en los EU (ver sección Niveles de ADRS). Adicionalmente, los ejecutivos del NYSE y la SEC hacen una minuciosa evaluación cualitativa de la empresa y finalmente deciden si se le permite colocar sus acciones o no.

Los ADRs que componen la muestra objeto de este estudio están listados en el NYSE y se describen en la sección Metodología y Datos, en un capítulo posterior.

### **Entorno regulatorio**

Todas las transacciones que se realizan en el New York Stock Exchange están bajo continua y minuciosa vigilancia y supervisión. Este mercado se apoya de un sistema computacional llamado Stock Watch, que le permite detectar de inmediato patrones inusuales de comportamiento en las transacciones que pudieran conducir al descubrimiento de abusos o prácticas no permitidas.

Adicionalmente, los comités de supervisión del mercado se encargan de asegurarse del cumplimiento de las reglas por parte de los intermediarios, las empresas listadas y el público inversionista. El NYSE cuenta con más de 20 comités especializados de supervisión de operaciones.

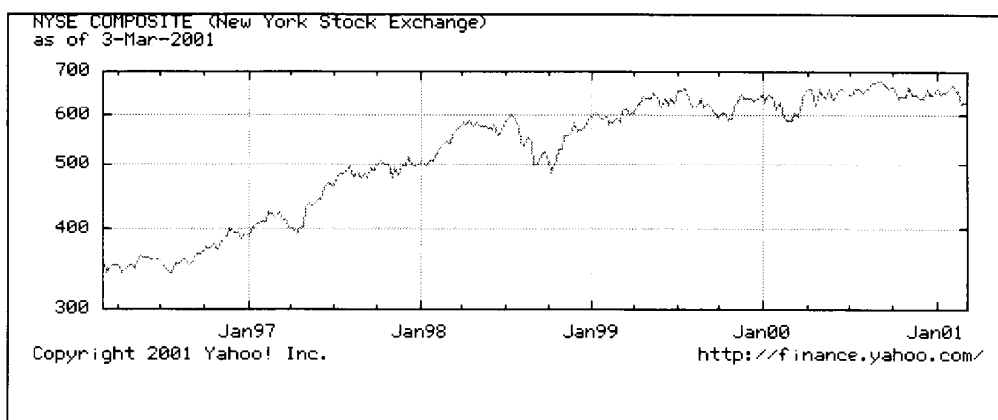
Los sistemas regulatorios ayudan a asegurar la integridad de las operaciones del mercado, así como a las instituciones participantes y más que todo al público inversionista. El NYSE es el mercado más autorregulado del sector.

## Índices del NYSE

Un índice es un grupo de acciones que representan un segmento particular de un mercado, y en ocasiones al mercado entero. Los componentes de un índice pueden cambiar a través del tiempo, dado que nuevas acciones se pueden integrar y acciones antiguas se pueden quitar de él. Hay índices que están compuestos incluso de acciones de diferentes mercados, como los de MSCI (Morgan Stanley Capital International) que agrupan mercados desarrollados y emergentes en los índices MSCI EAFE (Europe, Australia, and Far East Index) y el MSCI EMF (Emerging Markets Index Fund). La importancia de los índices radica en que son el indicador del desempeño general de un mercado, de tal manera que cada acción individual o portafolio de las mismas, puede compararse contra dichos índices y así concluir si se ganó o perdió en la inversión, o si simplemente conservó su valor original.

En 1966 se estableció el NYSE Composite Index. Este indicador de la bolsa de Nueva York proporciona una medida comprensiva de las tendencias del mercado, para beneficio de los inversionistas que siguen el desempeño de los instrumentos financieros de dicho mercado. Este índice consta de todas las acciones listadas en el NYSE y de cuatro subíndices, del área industrial, del transporte, servicios (*utilities*) y financiera. Estos índices proporcionan una medida de los cambios en el valor agregado de mercado de las acciones comunes, previamente ajustadas para eliminar los efectos de cambios en la capitalización de las mismas así como nuevas acciones y acciones que dejaron de cotizar. El valor inicial de este índice (el cual será referido como NYA en adelante) fue de 50 puntos en diciembre 31 de 1965; a esa fecha era razonablemente cerca del precio promedio de las acciones que existían en esa fecha. El desempeño de este índice ha sido creciente en su historia. En la gráfica 2.6 se presenta el comportamiento de los últimos cinco años del índice.

Gráfica 2.6: Evolución del NYSE Composite Index



Fuente: elaborado con el sistema del portal financiero de Yahoo!. <http://www.yahoo.com/s/q>

Al 8 de marzo de 2001, el índice NYSE Composite se ubicó en los 639.25 puntos, con un total de 1,116,694,000 acciones en volumen de transacciones realizadas. Este estudio se basa en el NYA como referencia para el cálculo de los rendimientos de las ADRs de la muestra.

### ¿Cómo se genera y comercializa un ADR?

Los nuevos recibos de depósito son creados cuando las acciones subyacentes son depositadas en el lugar de custodia elegido por el depositario en el mercado originario. Una vez realizado esto, el depositario emite los recibos de depósito, los cuales representan las acciones para el inversionista.

En el caso de una empresa que desea emitir ADRs, el proceso sería como sigue (proceso suponiendo la preparación de un programa de nivel III):

1. La compañía establece el equipo de lanzamiento, que incluye el banco depositario, un asesor estadounidense, un banco de inversión y el equipo contable. Inician el plan de relaciones con inversionistas.

2. Se emiten las formas F-1 y 20-F para su aprobación por parte de la SEC.
3. Se solicita y obtiene a la bolsa en la que se desee listar las acciones el permiso para hacerlo.
4. Se negocia y entrega el Acuerdo de Depósito. Se entrega la Forma F-6.
5. Se completan todos los requerimientos para el lanzamiento del programa. Se preparan los certificados, se obtiene el número de clasificación de la industria. Se obtiene retroalimentación de la SEC y se hacen las correcciones necesarias al programa.
6. Se obtiene la aprobación de la SEC.
7. Se formaliza el acuerdo de depósito y se acuerda el día de cierre. El suscriptor entrega el efectivo al emisor. El depositario recibe las acciones subyacente. El depositario emite los ADRs al sindicato. SE inicia la oferta pública de ADRs.

De manera aproximada, todo el proceso toma alrededor de 15 semanas.<sup>11</sup>

En el caso de un inversionista norteamericano que desee comprar ADRs, el proceso es más sencillo dado que las ADRs ya están establecidos en el mercado. Sería de la siguiente manera:

1. El inversionista pide a su corredor de bolsa que compre ADRs.
2. El corredor puede a) comprar ADRs ya existentes o pedir a un depositario que emita nuevos ADRs
3. Para emitir nuevos ADRs, el corredor contacta a un corredor no americano que compre las acciones ordinarias en el mercado doméstico.
4. Las acciones compradas son depositadas en custodia.

---

<sup>11</sup> El ejemplo fue tomado siguiendo los pasos que propone el area de Citibank que se encarga de la asesoría para el lanzamiento de los ADRs. Junto con el Banco de Nueva York y JP Morgan, son los asesores de lanzamiento de ADRs más usados en el mercado.

5. El custodio pide al depositario (Citibank, JP Morgan, Bank of New York) que emita los recibos de depósito que representan las acciones ordinarias recibidas.
6. El depositario emite el ADR y lo entrega al corredor que inició la operación, quien a su vez lo entrega al cliente.

Los participantes en el proceso de emisión y sus roles son:

1. El emisor
  - a. Determina los objetivos financieros y elige al depositario, al banco de inversión, y la firma de relaciones públicas que lo representará.
  - b. Desarrolla el plan de relaciones con inversionistas y proporciona la información financiera necesaria.
2. El depositario
  - a. Da consultoría para determinar la estructura, contacta con el depositario y cumplen los requisitos para la autorización y registro.
  - b. Coordina el equipo de abogados, financieros y banqueros para la implementación del programa.
  - c. Prepara y emite los certificados, contacta a los hacedores de mercado y da a conocer al público la preparación del programa.
3. Corredores
  - a. Se preparan para ser hacedores de mercado en el ADR.
  - b. Ponen el ADR a disposición de los inversionistas.
  - c. Ejecutan las operaciones de compra venta.
4. Custodio
  - a. Recibe, resguarda y confirma el depósito de las acciones subyacentes en el mercado doméstico.



- b. Canaliza el pago de dividendos.
- 5. Firma de relaciones financieras con inversionistas.
  - a. Desarrollan el programa de atención a inversionistas.
- 6. Abogados
  - a. Llevan a cabo los acuerdos legales y de estructura de programa.
  - b. Llevan a cabo el registro ante las autoridades.
- 7. Banca de inversión
  - a. Obtienen el número único de identificación de la acción.
  - b. Eligen el sistema de información que utilizarán para dar a conocer sus cifras.
  - c. Llevan a cabo las presentaciones del programa ante los inversionistas.
  - d. Fijan el precio y lanzan la acción.
- 8. Contadores
  - a. Preparan los estados financieros en concordancia con los US GAAP o según los requerimientos propios del nivel de ADR que estén preparando.

### **Evidencia empírica de ADRs**

A pesar de que el crecimiento y expansión de los programas ADRs ha sido muy grande en los últimos años la literatura que existe al respecto no es muy extensa. Respecto al tema de este proyecto, sólo el estudio de Callaghan, Kleiman y Sahu (1999) es el que trata acerca de las ofertas públicas iniciales y secundarias de ADRs. En el se afirma que las ofertas públicas iniciales y las emisiones secundarias de American Depositary Receipts tienen rendimientos ajustados positivos significativos tanto durante el corto plazo como en el largo plazo, lo cual contradice la evidencia que existe del desempeño a largo plazo de estas emisiones. En esa misma investigación, por otro lado, se llega a la conclusión de que las ADRs provenientes de mercados emergentes superan en

desempeño aquellas originarias de países desarrollados. Más aun, las listadas en NYSE probaron que generan mayores rendimientos que los del mercado, comparadas con las que se cotizan en el AMEX o el NASDAQ.

Por otra parte, sí se han hecho estudios que prueban que los ADRs son una excelente manera de lograr la diversificación de los portafolios, como lo comenta Solnick (1974), Ibbotson et al. (1982) entre otros. Con relación a los precios de ADRs con los precios de su acción doméstica subyacente, Officer y Hoffmeister (1987) comentan que sólo hay un pequeño nivel de covarianza entre los precios de ambos, según el estudio que realizaron con una muestra de 45 acciones en el periodo de 1973 a 1983. En sus conclusiones mencionan que la combinación de acciones domésticas y ADRs produce portafolios bien diversificados.

En cuanto al volumen, Callaghan, Kleiman y Sahu (1996) han probado que el volumen de acciones en movimiento ha crecido por encima del índice de Standard & Poors, en el periodo comprendido entre 1983 y 1992.

En la sección de ADRs en el capítulo introductorio se expone brevemente una bibliografía reducida acerca de otros aspectos de los ADRs que no se mencionaron en este apartado.

### **IPOs, Ofertas Públicas Iniciales**

Una oferta pública inicial, conocida como IPO por las siglas de Initial Public Offering, es la primera colocación de acciones que hace una empresa en un mercado de capitales. Citando a Arana (1999: 27), la oferta pública “permite que el público inversionista suscriba un ofrecimiento que se realiza sobre títulos de crédito en el mercado de valores, y se lleva a cabo a través de un medio masivo de comunicación o va dirigida a personas indeterminadas para participar”. Son una fuente de recursos para las empresas que se hacen públicas.

Además de las ofertas públicas iniciales, hay otros tipos de ofertas públicas, como las ofertas públicas secundarias, conocidas en inglés como *seasoned equity offerings* o SEOs o las ofertas públicas mixtas, que son aquellas en que las acciones en oferta son combinación de emisiones primarias (iniciales) y secundarias. Adicionalmente, existen las ofertas públicas de recompra (en las que la misma empresa emisora compra acciones de ella misma) y las ofertas públicas recíprocas. Las ofertas públicas globales son aquellas ofertas iniciales que se colocan de manera simultánea en dos o más mercados<sup>12</sup>.

Casi todas las compañías que salen al público lo hacen motivadas por sus necesidades de dinero, aunque puede haber otras razones, pero de menor importancia. Una firma estadounidense típica recauda alrededor de USD 20-40 millones con su IPO, aunque no son raras las emisiones por más de USD 100 millones según la página electrónica de Jay Ritter, un experto en IPOs, o incluso en el caso de las empresas de alta tecnología alcanzan valores superiores a los USD 600 millones, como ha sucedido con muchas compañías de Internet. Por otro lado, una vez que las empresas han recaudado capital del público inversionista, lo pueden volver a hacer a través de emisiones secundarias. De acuerdo a la evidencia, casi un tercio de los emisores de IPOs vuelven a lanzar acciones al cabo de 5 años de la IPO, con una SEO; suelen recaudar con ello más de lo que lo hicieron con la oferta inicial. Otras razones o ventajas por las que una empresa emite acciones incluyen la realización de fusiones y adquisiciones, así como el deseo de mejorar la imagen pública de la corporación. Por último puede ser una estrategia para hacer planes de compensaciones para los empleados.

Las desventajas de las emisiones públicas de acciones pueden ser:

- Reparto de utilidades entre un mayor número de accionistas
- Pérdida de confidencialidad en la información de la empresa

---

<sup>12</sup> Ver. GDRs, *Global Depository Receipts*

- Obligación continua de revelar información que puede ayudar a los competidores
- Pérdida del control de la empresa
- Costo de las emisiones

Existen otras fuentes alternativas de capital, entre las que se encuentran el financiamiento a través de capital de riesgo, la colocación privada de acciones, préstamos bancarios, préstamos gubernamentales y ofertas públicas a nivel regional.

### **Determinación del precio de la acción**

Mientras que el precio de las ofertas públicas de los instrumentos de deuda es definido con procesos fijos, la determinación del rango de precios de acciones comerciales se puede fijar de diferentes maneras. Depende en parte del intermediario colocador que esté llevando a cabo la operación, así como de otros factores. Requiere de una comparación entre los múltiplos y razones financieras de la empresa y los correspondientes al sector industrial de la misma, por ejemplo:

- El múltiplo precio – utilidad, que es el resultado de dividir el valor de mercado entre la utilidad neta
- El múltiplo precio – valor en libros, que se calcula dividiendo el capital contable entre el número de acciones de la compañía.
- El margen EBITDA (ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, por sus siglas en inglés), que resulta de dividir el precio de mercado entre el EBITDA.

Una vez que se obtiene el valor teórico de la acción, se tiene la pauta para fijar el rango de precio de mercado de la acción (Arana 1999). Pero además se tienen que considerar otros puntos, como la antigüedad de la empresa emisora y las condiciones generales del mercado y de la industria.

## **Evidencia empírica de IPOs**

Cada año se efectúan cientos de nuevos lanzamientos de acciones en los mercados de todo el mundo, y el patrón de comportamiento que muestran es una de las grandes interrogantes del ambiente financiero. La situación comienza con la fijación del precio:

Si el precio es demasiado alto, probablemente caerá después de que las acciones inicien sus operaciones normales, lo que ocasiona que los compradores iniciales pierdan dinero y confianza en el trabajo del intermediario colocador de la acción. Dado que los inversionistas principales son grandes instituciones que manejan grandes sumas de dinero, el perder ganancias no les es grato, y dejan de adquirir acciones colocadas por ese determinado colocador.

Por otro lado, si el precio es demasiado bajo, pronto se elevará, lo que complacerá a los compradores iniciales, mas no a la compañía emisora pues habría obtenido más dinero si el colocador hubiera fijado un precio mayor.

Para satisfacer a ambas partes, emisores e inversionistas, el intermediario colocador busca fijar un precio de colocación lo suficientemente alto como para que la compañía emisora no sienta sus acciones devaluadas, y que a la vez sea lo suficientemente bajo como para permitir que los compradores puedan tener ganancias. A este proceso se conoce como "*leaving something on the table*"<sup>139</sup>. Y es causa de situaciones anómalas en los rendimientos posteriores de las acciones.

El fenómeno de las IPOs existe en todos los mercados de capitales, aunque las dimensiones del rendimiento anormal varían de país a país. En la gráfica 2.7 se muestra un resumen de los rendimientos iniciales promedio de 32 países, según los estudios realizados por los distintos autores.

Tabla 2.7: El fenómeno del *underpricing* en diferentes países

<b>País</b>	<b>Autores</b>	<b>Tamaño de la muestra</b>	<b>Periodo de estudio</b>	<b>Rendimiento inicial promedio</b>
Australia	Lee, Taylor y Walter	266	1976-89	11.9%
Austria	Aussenegg	61	1984-95	6.5
Bélgica	Rogiers, Manigart y Ooghe	28	1984-90	10.1
Brasil	Aggarwal, Leal y Hernández	62	1979-90	78.5
Canadá	Jog y Riding; Jog y Srivastava	258	1971-92	5.4
Chile	Aggarwal, Leal y Hernández	19	1982-90	16.3
China	Datar y Mao	226	1990-96	388.0
Dinamarca	Bisgard	29	1989-97	8.0
Finlandia	Keloharju	85	1984-92	9.6
Francia	Husson y Jacquillat; Leleux y Muzyka; Paliard y Belletante	187	1983-92	4.2
Alemania	Ljungqvist	170	1978-92	10.9
Grecia	Kazantzis y Levis	79	1987-91	48.5
Hong Kong	McGuinness; Zhao y Wu	334	1980-96	15.9
India	Krishnamurti y Kumar	98	1992-93	35.3
Israel	Kandel, Sarig y Wohl	28	1993-94	4.5
Italia	Cherubini y Ratti	75	1985-91	27.1
Japón	Fukuda; Dawson e Hiraki; Hebner e Hiraki	975	1970-96	24.0
Korea	Dhatt, Kim y Lim	347	1980-90	78.1
Malasia	Isa	132	1980-91	80.3
México	Aggarwal, Leal y Hernández	37	1987-90	33.0
Holanda	Wessels; Eijgenhuijsen y B.	72	1982-91	7.2
Nueva Zelanda	Vos y Cheung	149	1979-91	28.8
Portugal	Alpalhao	62	1986-87	54.4
Singapur	Lee, Taylor y Walter	128	1973-92	31.4
España	Rahnema, Fernández y Mtz.	71	1985-90	35.0
Suecia	Rydqvist	251	1980-94	34.1
Suiza	Kunz y Aggarwal	42	1983-89	35.8
Taiwán	Chen	168	1971-90	45.0
Tailandia	Wethyavivorn y Koo-Smith	32	1988-89	58.1
Turquía	Kiyamaz	138	1990-96	13.6
Reino Unido	Dimson; Levis	2133	1959-90	12.0
Estados Unidos	Ibbotson, Sindelar y Ritter	13308	1960-96	15.8%

Fuente: tomado de Corporate Finance.

<sup>13</sup> "Dejar algo sobre la mesa."

La decisión deliberada de fijar el precio por debajo del valor de mercado supuesto de la acción es una de las razones por las cuales el desempeño de las IPOs es bastante satisfactorio durante sus primeros meses de existencia. Sin embargo, el desempeño de la inversión en el periodo posterior no es tan satisfactorio sino que, por el contrario, es menor al que pudiera esperarse de acuerdo a los índices de referencia. Ese aspecto las ha hecho objetos de investigaciones por mucho tiempo. Hay una gran cantidad de estudios extensivos que han documentado con evidencia empírica que existen anomalías de mercado en el largo plazo (definido de diferente manera por cada autor, en un rango que va desde los tres meses hasta un año). Cueva y Carrillo (2000) citan en su estudio a Aggarwal y Rivoli (1990) quienes encontraron rendimientos acumulados ajustados de  $-13.73\%$  de acuerdo al índice NASDAQ para una muestra a lo largo de 250 días hábiles (aproximadamente un año) en el periodo de 1977 a 1987.

Ritter (1991) elaboró un estudio en el que tomó en cuenta 1526 IPOs que se listaban tanto en el NYSE como en el NASDAQ y encontró que había un rendimiento negativo de  $-29.3\%$  en un periodo de 3 años.

Específicamente para mercados latinoamericanos, el estudio de Aggarwal, Leal y Hernández (1993) revisó el desempeño de una muestra de acciones mexicanas, chilenas y brasileñas en un periodo de tres años. Los rendimientos que encontraron fueron de  $-19.6\%$ ,  $-23.7\%$  y  $-47\%$ , respectivamente. De igual manera señalan que los rendimientos iniciales para el primer día fueron de  $2.8\%$ ,  $16.7\%$  y  $78.5\%$ , respectivamente. Sin embargo, existe el inconveniente de que sus resultados deben ser interpretados con prudencia, dado que el tamaño de la muestra con que se realizó el estudio es muy reducido.

Los rendimientos anormales que presenta el desempeño de las IPOs en el largo plazo, han sido explicadas de acuerdo con diversas teorías desarrolladas por académicos, entre las que destaca la aseveración de que el comportamiento de los inversionistas en los mercados financieros es en

gran parte determinante del bajo rendimiento de las IPOs. Entre sus líneas de investigación específicas se encuentran las siguientes:

Loughran y Ritter (1995) atribuyen las anomalías a un excesivo optimismo de los inversionistas en sus acciones, mientras que Aggarwal y Rivoli (1990) afirman que las IPOs sufren de sobrevaluación en el precio de sus acciones al momento en que son colocadas en el mercado por primera vez, de tal manera que una vez que los precios se estabilizan en el largo plazo, los rendimientos llegan a ser por debajo de los observados en el índice comparativo de referencia o en un portafolio de empresas similar.

Por otra parte, el fenómeno conocido como “burbuja especulativa” es citado por Arana (1999), y explica que los inversionistas que no pueden tener acceso a suficientes acciones en el mercado primario, las buscan en el mercado secundario y especulan con estas, con lo que fuerzan el precio original a subir por encima de su valor real, lo que genera rendimientos positivos en el corto plazo, más no en el largo, pues los precios se estabilizan.

Otra explicación que vincula el prestigio de la empresa colocadora<sup>14</sup> con la magnitud de los rendimientos es la de Carter, Dark y Singh (1998) que encontraron que mientras mayor es el prestigio de la compañía colocadora, menores son los rendimientos ajustados en el largo plazo. La reputación de la compañía emisora también puede ser un factor explicativo pues puede suceder que subvalúen de manera intencional su IPO para que ocurra una sobresuscripción de la misma, obteniendo así más prestigio (Kunz y Aggarwal, 1994. Citado por Arana 1999).

Por último, Ivo Welch (2000), un investigador de finanzas dice en su página electrónica acerca de las IPOs<sup>15</sup>, que las explicaciones más prominentes del bajo desempeño en el largo plazo se refieren a la habilidad de las empresas, que son más inteligentes que el mercado y por lo tanto

---

<sup>14</sup> Agente colocador es la Institución encargada de la venta primaria del activo a emitirse.

<sup>15</sup> The Initial Public Offering (IPO) Resource Page. <http://www.iporesources.org/ipopage.html>



saben cuando lanzar sus acciones, es decir, cuando las condiciones del mercado son favorables, aun cuando no necesiten el dinero. Además menciona que los gerentes de las empresas manipulan legalmente las utilidades de la firma de tal manera que luzcan de la mejor manera al momento de la colocación, aunque más tarde los inversionistas se decepcionen pero ya es tarde, y las acciones ya han sido compradas. En la tabla 2.8 se hace un resumen de las diferentes explicaciones a los rendimientos de las IPOs.

Tabla 2.8: Explicaciones a los rendimientos de las Ofertas Públicas Iniciales

<b>Causa</b>	<b>Autor</b>
El grado de optimismo de los inversionistas	Rajan y Searves, 1997
Modas	Aggarwal y Pietra, 1990 Ritter, 1991
Prestigio del intermediario colocador	Carter y Manaster, 1990 Carter, Dark y Singh, 1998
Reputación de la compañía emisora	Kunz y Aggarwal, 1994
Aversión al riesgo	Ritter, 1984
Monopolio	Logue, 1973 Reilly, 1977
Información asimétrica	Baron, 1982
Retraso institucional	Ritter, 1984
La maldición de los ganadores	Rock, 1986
Evitar responsabilidades legales	Ibbotson, 1975 Tinic, 1988
Costo de adquisición de la información	Benveniste y Spindt, 1989
Acceso limitado de las IPOs en los mercados primario y secundario, el tipo de industria	Mauer y Senbet
Deficiencias del mercado	Aggarwal y Pietra, 1990
Cascadas de información	Welch, 1991
Burbuja especulativa	Kunz y Aggarwal, 1994

Tomado de "Análisis del Rendimiento de las IPOs listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, SA de CV (1987-1997), Germán E. Arana Rico.

La demanda de los ADRs por parte de los inversionistas está creciendo a tasas del 30% anual según estadísticas del Banco de Nueva York, y está fuertemente relacionada con el deseo de los inversionistas tanto individuales como institucionales de diversificar los portafolios a nivel internacional, dada la imposibilidad o la falta de deseo de invertir directamente en el extranjero.

Aún con la posibilidad de hacerlo, los inversionistas prefieren invertir en ADRs dada su liquidez y conveniencia. Esto los perfila como instrumentos de alto rendimiento y atraktividad, lo que explica el éxito que han tenido en todo el mundo como instrumento de inversión con ventajas de diversificación internacional.

Las Ofertas Públicas Iniciales son la primera colocación que una empresa hace de sus acciones en un mercado accionario. Las IPOs tienen características de desempeño que las hacen objeto de numerosos estudios. Las grandes empresas de las economías emergentes han descubierto en la colocación de acciones en forma de ADRs en los mercados estadounidenses una forma excelente y altamente rentable de darse a conocer en el extranjero y financiarse.

## **CAPÍTULO III: METODOLOGÍA Y DATOS**

En esta sección se expone lo referente a la parte central de esta investigación: que es lo que se quiere comprobar y cómo se hará. Se muestran las hipótesis, los fórmulas que se utilizaron para los cálculos y la información referente a la muestra.

### **Preguntas de investigación**

1. ¿Cómo se comportan los rendimientos de ADRs de empresas latinoamericanas (de acuerdo a la muestra obtenida) que cotizan en el NYSE?
2. ¿Cómo se comportan los rendimientos de las ofertas públicas iniciales de ADRs de empresas latinoamericanas (según muestra) listadas en el NYSE en el periodo 1990-1999?

### **Definición de Hipótesis**

Hipótesis nula: Los rendimientos de los IPOs de ADRs latinoamericanas del New York Stock Exchange no son anormales.

$$H_0 : \mu = 0$$

$$H_a : \mu \neq 0$$

### **Cálculo de rendimientos anormales**

La metodología que se utilizó para el cálculo y la obtención de rendimientos anormales en este proyecto ha sido ampliamente utilizada. El estudio de eventos lo utilizó Ritter (1991) y muchos

otros autores<sup>16</sup>. En esencia, esta metodología se basa en la comparación ajustada promedio de los rendimientos de una acción con su índice de comparación.

Las fórmulas utilizadas se describen a continuación.

El rendimiento ajustado (arit) para ajustado para la acción  $i$  en el periodo  $t$  se obtiene de:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

En donde  $r_{it}$  es el rendimiento de la acción  $i$  en el periodo de tiempo  $t$ , y  $r_{mt}$  es el rendimiento del índice de mercado en el mismo periodo  $t$ .

El índice que se utilizó para hacer la comparación es el NYSE Composite.

El rendimiento anormal promedio (AR) se obtuvo de la siguiente manera:

$$AR_t = 1/n \sum_{i=1}^n r_{it}$$

Los rendimientos anormales acumulados promedio (CAR, por sus siglas en inglés) se calculan sumando los diferentes rendimientos anormales promedio en los intervalos del año posterior a la colocación, T1 a T2, de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$CAR = \sum_{T1}^{T2} AR_T$$

Por último, se calcularon los valores relativos de la riqueza de la muestra, los cuales indican si los rendimientos de las muestras superan a los del mercado, según si el valor está por encima o debajo de la unidad. La fórmula de los Wealth Relatives es la siguiente:

$$WR = \sum (\text{Rendimientos del ADR} + 1) / \sum (\text{Rendimientos del mercado} + 1)$$

---

<sup>16</sup> El estudio de eventos ha sido utilizado por muchos autores, como Aggarwall (1993), Loughran y Ritter (1995).

### **Significancia estadística de los datos**

La significancia estadística de los rendimientos anormales se determinó usando el estadístico t, el cual se calculó para cada periodo usando la fórmula siguiente:

$$T (AR) = AR_t / SE (AR_t)$$

En el cual SE (AR<sub>t</sub>) es el error estándar de los rendimientos anormales promedio y se obtuvo de:

$$SE (AR_t) = \sigma / \sqrt{n}$$

Adicionalmente, y en concordancia con la metodología seguida por Callaghan et al. (1999) se realizó una prueba no paramétrica, de signos. El procedimiento se realiza a través de la comparación de las diferencias entre los rendimientos de la muestra y aquel del índice de comparación, en este caso el NYSE Index Composite, y analizar si el número de diferencias positivas es estadísticamente significativo. La significancia estadística para la prueba de signos se realiza con el estadístico z, y se calcula:

$$Z = (m - np) / [(np(1-p))^{1/2}]$$

En donde p es la probabilidad, bajo la hipótesis nula, de obtener una diferencia positiva (0.5). m es el número de diferencias positivas observadas y n es el tamaño de la muestra correspondiente. Para muestras de número superior a veinte esta prueba está distribuida normalmente y para muestras menores no se puede utilizar.

### **Definición de la muestra**

Para hacer esta investigación se definió como muestra a todos los ADRs de empresas ubicadas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela que tuvieran operaciones en el New York Stock Exchange. Las fechas de lanzamiento de las IPOs deberían estar comprendidas dentro del periodo de enero de 1990 hasta diciembre de 1999.

Para obtener un listado de todas las ADRs que cumplieran esas características se acudió a la página de American Depositary Receipts que publica el Banco de Nueva York y enlista a todos los programas de ADRs vigentes, así como datos relevantes como su fecha de listado, el mercado en el que cotiza, la industria en que realiza sus operaciones y la clave de la acción.

Como primera segmentación se le pidió al programa que realizara una separación de acuerdo a los países de origen. Posteriormente se clasificaron de acuerdo al mercado en el que cotiza y se hizo una sub clasificación atendiendo a la fecha de cotización inicial. Por último, se recurrió a la informe anual de 1999 del NYSE, para consultar las empresas en función de si su lanzamiento de ADRs fue con IPO o no.

### **Periodo de estudio**

De acuerdo a Ritter (1991) y citado en Callaghan et al. (1999), para la realización de los cálculos se definieron dos períodos de estudio: el periodo inicial, que se considera desde el precio inicial hasta el del primer cierre; el periodo posterior, o *after-market*, se consideró como un año después de la oferta inicial. Para los precios mensuales se tomaron los de los 12 meses posteriores a la oferta inicial, y se define como mes a 21 días consecutivos de operación del ADRs. De esta manera, el mes uno se considera desde el día número 1 hasta el 22, y el mes 2 de los días 23 al 43 y así subsecuentemente. El número de los días tomados en cuenta se muestra en la tabla 3.1.

Tabla 3.1: Períodos de estudio

PERIODO: INICIAL	Día 1	Inicial
	Día 1	Cierre
PERIODO AFTER- MARKET	Mes 1	Día 22
	Mes 2	Día 43
	Mes 3	Día 64
	Mes 4	Día 85
	Mes 5	Día 106
	Mes 6	Día 127
	Mes 7	Día 148
	Mes 8	Día 169
	Mes 9	Día 190
	Mes 10	Día 211
	Mes 11	Día 232
	Mes 12	Día 253

Fuente: elaborado por el autor.

### **Selección de países participantes en la muestra**

La investigación de Callaghan et al (1999), base de este proyecto, considera una muestra seleccionada tanto de países desarrollados como de países con economías emergentes. Dado que en sus resultados hay una conclusión diferente para cada grupo, en este proyecto se consideró estudiar solamente los correspondiente a países latinoamericanos clasificados como emergentes.

El criterio que se usó para considerar un país como de economía emergente fue el índice Morgan Stanley Capital International. Esta institución elabora estudios que cubren 28 naciones que califican como emergentes de acuerdo a factores como el Producto Interno Bruto per capita, la existencia de leyes que limitan u obstruyen la inversión extranjera, las regulaciones a las industrias, el riesgo existente y por último la percepción del público inversionista que considera que una nación debe ser clasificada como emergente.

Este índice es usado ampliamente por los poseedores de portafolios globales, quienes lo usan como referencia dados los criterios de clasificación extensivos que sigue.

El EMF o *Emerging Markets Fund Index* es el índice del MSCI que clasifica a los países emergentes. Los países latinoamericanos incluidos en él son Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Solo los ADRs del NYSE que provienen de alguno de estos países están comprendidos en la muestra.

### Tamaño de la muestra

Siguiendo el procedimiento de clasificación mencionado arriba, se obtuvo la base de datos de American Depositary Receipts en el New York Stock Exchange que habían lanzado su IPO en las fechas definidas como periodo de estudio. La clasificación de acuerdo al país de proveniencias se muestra en la tabla 3.2. En cada país se muestra el número de programas vigentes de ADRs con los que cuenta, y en la columna de la derecha se señala el número de programas que fueron lanzados a través de una IPO.

Tabla 3.2: Número de programas de ADRs e IPOs por país

PAIS	NUMERO DE ADRS	NUMERO DE IPOs
Argentina	10	7
Brasil	22	5
Colombia	2	1
Chile	23	19
México	27	18
Perú	3	3
Venezuela	3	1
Total	90	54



Para efectos del estudio no se hizo división alguna entre los sectores industriales a los que pertenecía cada empresa. En los cálculos tampoco se hizo división entre los países.

De cada una de las ADRs de las empresas incluidas en la muestra se obtuvieron los precios correspondientes a los días definidos como periodo de largo plazo después de la oferta pública inicial<sup>17</sup> y se pusieron en una base de datos en una hoja de cálculo.

### Listado de empresas que componen la muestra

Las empresas que componen la muestra y los datos de la misma se muestran en la tabla 3.3. En la columna del extremo izquierdo se muestra el *ticker* o clave de cotización de la acción en el mercado. A su derecha aparece el nombre de la empresa, el número de clasificación CUSIP<sup>18</sup> correspondiente, si su colocación fue IPO o no, y la fecha de admisión en el mercado así como el precio inicial del ADR.

Tabla 3.3: Listado de empresas que componen la muestra.

CLAVE	NOMBRE	CUSIP	IPO	FECHA DE ADMISIÓN	PRECIO USD
<b>Argentina</b>					
BFR	Banco Frances Del Rio De La Plata Common	059591107	IPO	Nov-93	30.625
BRS	Banco Rio De La Plata S.A.	059644104	IPO	Oct-97	16.125
IRS	Irsa Common Shares	450047204	IPO	May-94	27.5
MGS	Metrogas S.A.	591673207	IPO	Nov-94	13
NTL	Nortel Inversora Series "B" Shares	656567401	IPO	Jun-97	28.5

<sup>17</sup> Algunos ADRs a pesar de estar activos en el NYSE no se incluyeron en la muestra final debido a que por su bajo nivel de bursatilidad no se contaba con datos suficientes para calcular sus rendimientos.

<sup>18</sup> Committee on Uniform Securities Identification Procedures, comité que asigna un número de identificación de nueve dígitos único a cada instrumento financiero autorizado para operar en los Estados Unidos con el fin de facilitar las operaciones.

LQU	Quilmes Industrial (Quinsa), S.A.	74838Y108	IPO	Abr-96	10.875
TEO	Telecom Argentina Stet-France Telecom Sa	879273209		Dic-94	53.75
TAR	Telefonica De Argentina S.A.	879378206		Mar-94	82.5
TGS	Transportadora De Gas Del Sur, S.A.	893870204		Nov-94	10.875
YPF	Ypf Sociedad Anonima "D" Shares	984245100	IPO	Jun-93	21.25
<b>Brasil</b>					
ARA	Aracruz Celulose	038496105	IPO	Mar-97	13.375
BRP	Brasil Telecom Participacoes S.A.	105530109		Nov-98	46
ELP	Comp. Paranaense De Energia-Copel Pref	20441B407	IPO	Ago-96	10.5
CBD	Companhia Brasileira De Dist.-Cbd	20440T201	IPO	Feb-96	21
SID	Companhia Siderurgica Nacional-Csn	20440W105		Nov-97	25.75
PNE	Copene Petroquimica Do Nordeste - Pref	217252105		Dic-98	4.5
EMT	Embratel Participacoes S.A.	29081N100		Nov-98	16.5
GGB	Gerdau S.A.	373737105		Mar-99	8.75
TSU	Tele Celular Sul Participacoes S.A.	879238103		Nov-98	12.75
TRO	Tele Centro Oeste Celular Part S.A.	87923P105		Nov-98	2.5
TBE	Tele Leste Celular Participacoes S.A.	87943B102		Nov-98	22.5
TND	Tele Nordeste Celular Participacoes S.A.	87924W109		Nov-98	12.25
TCN	Tele Norte Celular Participacoes	87924Y105		Nov-98	13.125
TNE	Tele Norte Leste Participacoes S.A.	879246106		Nov-98	14
TSD	Tele Sudeste Celular Participacoes S.A.	879252104		Nov-98	22
RTB	Telebras Basket Adr (Rctb40)	87928R106		Nov-98	73
TBH	Telebras Holding Company	879287308		Jul-98	118.5
TSP	Telecomunicacoes De Sao Paulo - Telesp	87929A102		Nov-98	27.75
TMB	Telemig Celular Participacoes S.A.	87944E105		Nov-98	23.25
TCP	Telesp Celular Participacoes S.A.	87952L108		Nov-98	21.375
UGP	Ultrapar Participacoes S/A Pref	90400P101	IPO	Oct-99	13.5

UBB	Unibanco-Uniao De Bancos Brasileiros Sa	90458E107	IPO	May-97	34.125
<b>Chile</b>					
PVD	Afp Provida Common Shares	00709P108	IPO	Feb-96	19
AED	Banco De A. Edwards	059504100	IPO	Nov-95	17.25
BSB	Banco Santander Chile	05965F108	IPO	Ago-99	13.5
SAN	Banco Santiago	05965L105		May-94	24.125
BB	Bbv Banco Bhif	073297103	IPO	Jun-96	19.875
CU	Compania Cervecerias Unidas S.A.	204429104		Sep-92	16
CTC	Compania De Telecom. De Chile "A" Shares	204449300		Ene-97	16.5
CGW	Cristalerias De Chile, S.A.	226714103	IPO	Ene-94	30
DYS	Distribucion Y Servicio D & S S.A.	254753106	IPO	Oct-97	18.25
AKOA	Embotelladora Andina, S.A. "A" Shares	29081P204	IPO	Abr-97	18
AKOB	Embotelladora Andina, S.A. "B" Shares	29081P303		Abr-97	19.125
TL	Empresas Telex-Chile S.A. Common Shares	87957Q102	IPO	Oct-94	19.875
EOC	Endesa-Empresa Nacional De Electricidad	29244T101	IPO	Ago-94	22.25
ENI	Enersis S.A.	29274F104	IPO	Oct-93	20.5
LBC	Laboratorio Chile S.A.	50540H104	IPO	Ene-00	14.5
LFL	Lan Chile S.A.	501723100	IPO	Nov-97	13.75
MAD	Madeco Common Shares	556304103	IPO	Jun-93	15.25
MYS	Masisa S.A.	574799102	IPO	Jun-93	15.75
LQ	Quinenco S.A.	748718103	IPO	Jun-97	19
ISA	Santa Isabel S.A.	802233106	IPO	Abr-00	18.875
SQM	Sociedad Quimica Y Minera De Chile "B"	833635105	IPO	Sep-93	26.5
UNR	Supermercados Unimarc Common Shares	868453101	IPO	May-97	18
VCO	Vina Concha Y Toro Common Sh.	927191106	IPO	Oct-94	18.875
<b>Colombia</b>					
BGA	Banco Ganadero Common Shares	059594408		Nov-94	25.5

CIB	Bancolombia S.A. Preferred	05968L102	IPO	Jul-95	14.5
<b>México</b>					
CX	Cemex Sa De Cv	151290889		Sep-99	22.75
KOF	Coca-Cola Femsa "L" Shares	191241108	IPO	Sep-93	22.5
DINL	Consortio G Grupo Dina "L"	210306205		Ago-94	12
DIN	Consortio G Grupo Dina Sa De Cv	210306106	IPO	Mar-93	16.125
MCM	Controladora Commercial Mexicana S.A.	21238A206	IPO	Oct-96	18.75
DES	Desc, S.A. De C.V. Series C	250309101	IPO	Jul-94	24
ICA	Empresas Ica "A" Cpo	292448107	IPO	Abr-92	20.5
FMX	Fomento Economico Mexico S.A. De C.V.	344418106		May-98	36.1875
GMK	Gruma S.A. De C.V. "B" Shares	400131306		Nov-98	9.625
SAB	Grupo Casa Saba, S.A. De C.V.	40048P104	IPO	Dic-93	21
EKT	Grupo Elektra Cpo	40050A102		Dic-94	9.5
IMY	Grupo Imsa Units	40048T106	IPO	Dic-96	19.125
GID	Grupo Industrial Durango "A" Cpo	40048E109	IPO	Jul-94	18
MSK	Grupo Industrial Maseca S.A. De C.V.	400488409		May-94	24.625
CEL	Grupo Iusacell, S.A. De C.V.	40050B100		Ago-99	11.625
RC	Grupo Radio Centro, S.A. De C.V.	40049C102	IPO	Jul-93	14.75
TV	Grupo Televisa, S.A.	40049J206	IPO	Dic-93	64
GTR	Grupo Tribasa Common Shares	40049F204	IPO	Sep-93	15.5
IBA	Industrias Bachoco Units	456463108	IPO	Sep-97	17
ICM	Internacional De Ceramica "D" Zares	458847506	IPO	Dic-94	21.625
GEM	Pepsi-Gemex S.A. De C.V.	713435105	IPO	Sep-98	30
VAI	SAVIA, S.A. De C.V.	805175106	IPO	Feb-94	35
TMX	Telefonos De Mexico S.A. De C.V. Ser L	879403780		May-91	27.25
TMMA	Transportacion Maritima Mexicana "A"	893868307		Jun-92	8.875
TMM	Transportacion Maritima Mexicana "L"	893868208	IPO	Jun-92	8.75

TZA	Tv Azteca, S.A. De C.V.	901145102	IPO	Ago-97	19.5
VTO	Vitro, S.A. De C.V.	928502301	IPO	Nov-91	25
<b>Perú</b>					
BWP	Banco Wiese Limitado	059651109	IPO	Sep-94	23
BVN	Compania Minas Buenaventura B	204448104	IPO	May-96	17.5
TDP	Telefonica Del Peru S.A.	879384105	IPO	Jul-96	22.25
<b>Venezuela</b>					
VNT	Cantv-Nacional Telefonos De Venezuela	204421101	IPO	Nov-96	26
CRM	Corimon C.A. S.A.C.A.	218728707		Nov-91	10.4375
MAV	Mavesa "B" Shares	577717101		May-93	7
Total de ADRs			90		
Total de IPOs			54		

Fuente: elaborado con datos del Informe Anual 1999, NYSE y Global Geographical Directory.

### Obtención de los precios

Con la lista obtenida, se procedió a la búsqueda de los precios de los días definidos para la realización de los cálculos (ver periodo de estudio). La base de datos que se utilizó fue el portal del Yahoo! Financiero,<sup>19</sup> el cual en la sección de Precios Históricos proporciona todos los precios diarios en un rango dado de fechas para acciones o ADRs listadas en mercados estadounidenses.

Para efectos de consistencia, sólo se tomaron en cuenta los precios de los ADRs cuyos precios sí aparecieron en el sistema de búsqueda del portal mencionado. En los listados aparecían los

<sup>19</sup> El portal financiero de Yahoo! (<http://www.yahoo.com/s/q/>) contiene datos históricos de los precios de todas las acciones que cotizan en las bolsas estadounidenses.

precios ajustados y sin ajustar, así como los de apertura, cierre, máximos y mínimos de los días en cuestión. Para los cálculos se tomaron en cuenta los precios de cierre ajustados de cierre<sup>20</sup>.

El índice que se utilizará como referencia es el NYSE Composite Index. Este es un índice ponderado de mercado, de los cuales Barber y Lyon (1997, citado en Callaghan et al, 1999) dicen que puede desviar los resultados, debido a los cambios que experimentan los componentes del índice ponderado, como el listado nuevas acciones y los cambios en capitalización.

Se define como muestra las ADRs de países emergentes latinoamericanos que cotizan en el NYSE. La selección de países emergentes se hizo de acuerdo al índice EMF del Morgan Stanley Capital International. Para la obtención de los precios se recurrió al portal financiero Yahoo!, el cual arrojó los datos diarios para cada acción en el periodo definido como de estudio.

En el siguiente capítulo se hace una revisión de los resultados que se obtuvieron al aplicar la metodología descrita en este capítulo.

### **Cálculo de las Betas**

Para la obtención de las betas se realizaron regresiones simples, comparando los rendimientos diarios del primer año de operación de los ADRs, comparados con los rendimientos propios del mercado, el NYSE Composite Index. La fórmula que se aplicó fue:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \epsilon_{j,t}$$

En donde  $R_{jt}$  es el rendimiento del ADR  $j$  en el día  $t$ ,  $\alpha_j$  es el intercepto de la regresión,  $\beta_j$  representa el riesgo sistemático del ADR  $j$ .  $R_{m,t}$  es el rendimiento del NYSE Composite Index en el día  $t$  y  $\epsilon_{j,t}$  es el término del error aleatorio.

---

<sup>20</sup> Los precios ajustados reflejan todos los eventos sucedidos a la empresa que afectan a la acción como splits y pago dividendos, entre otros.

## CAPÍTULO IV: RESULTADOS

En esta sección se describen los resultados obtenidos en los cálculos de la hoja electrónica con la información de precios de los ADRs, las fórmulas indicadas en la sección de Metodología-Datos y el índice correspondiente, el NYSE Composite.

Como se describió en la sección anterior, el cálculo de los rendimientos anormales ajustados se hizo usando el estudio de eventos estándar, que es el mismo que utilizan Callaghan, Kleiman y Sahu en su investigación de rendimientos IPOs de ADRs (1999). Las pruebas de significancia estadística incluyeron la prueba t estadística y una prueba de signos con el estadístico z.

La estructura de los resultados expone como sigue: primero se comentan los rendimientos anormales para el caso de la muestra total, es decir las ADRs de Latinoamérica listadas en el NYSE y que cumplían los requisitos para entrar en este estudio. Posteriormente se exponen los resultados obtenidos en el cálculo de los rendimientos de las ADRs que se colocaron a través de IPOs<sup>21</sup>. Brevemente se muestran los resultados obtenidos para el caso de las IPOs de las ADRs mexicanas del NYSE, y por último se muestran las betas correspondientes a cada ADR.

### **Resultados para la muestra general**

En el supuesto de que un inversionista compra el ADR al inicio de su lanzamiento y la conserva hasta transcurridos 253 días, que es el equivalente a un año según la definición en la metodología, los rendimientos anormales ajustados promedio del periodo inicial y al cabo de cada mes se resumen en la tabla 4.1. La muestra tiene un tamaño de 90.

---

<sup>21</sup> Ver tabla en la sección Muestra del capítulo anterior

Tabla 4.1: Resultados para la muestra general

ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA - PRECIOS AJUSTADOS								
MUESTRA GENERAL DE ADRs								
t	ARit	n	ARt	Desv Est.	T-Student	m	z	CARs
DIA 1	33.86036	90	0.376226	2.573689	1.386801	8	-7.800285	
MES 1	29.39734	90	0.326637	2.270789	1.364615	17	-5.902918	0.326637
MES 2	29.37324	90	0.326369	2.336458	1.325173	22	-4.848826	0.653007
MES 3	35.11993	90	0.390221	2.752278	1.345055	23	-4.638007	1.043228
MES 4	32.33014	90	0.359224	2.728708	1.248905	26	-4.005552	1.402452
MES 5	34.19003	90	0.379889	2.895155	1.24482	23	-4.638007	1.782341
MES 6	24.34684	90	0.27052	2.392826	1.072532	30	-3.162278	2.052861
MES 7	14.88462	90	0.165385	1.940609	0.808497	27	-3.794733	2.218246
MES 8	19.51599	90	0.216844	2.410562	0.853397	22	-4.848826	2.43509
MES 9	19.31596	90	0.214622	2.48439	0.81955	23	-4.638007	2.649712
MES 10	17.99205	90	0.199912	2.281241	0.831358	28	-3.583915	2.849624
MES 11	17.11917	90	0.190213	2.553744	0.706617	29	-3.373096	3.039837
MES 12	16.77387	90	0.186376	2.642699	0.669059	28	-3.583915	3.226213

En la segunda columna de la tabla anterior se aprecian los rendimientos anormales ajustados promedio de la muestra. Se advierte que los rendimientos fueron positivos para todos los casos, tanto en el periodo inicial como en los 12 meses subsecuentes. Para el primer día de operaciones de la acción, el rendimiento fue de 37.6% mientras que el rendimiento anormal promedio acumulado al cabo del primer año de operación fue de 322.6%. A pesar de que todos los resultados del primer año de la IPO fueron positivos, ninguno fue estadísticamente significativo.

Por otra parte, la prueba de signos arrojó como resultados que ninguno de los rendimientos obtenidos, tanto en el periodo inicial como en los doce meses posteriores fuera positivo ni significativo.



## Resultados de la muestra de IPOs

Para el caso de las 54 ADRs de la muestra que son una emisión inicial de acciones, siguiendo el mismo procedimiento se obtuvieron los resultados que se muestran a continuación en la tabla 4.2.

Tabla 4.2: Resultados para la muestra de IPOs

ESTADISTICA DESCRIPTIVA - PRECIOS AJUSTADOS								
MUESTRA SOLO IPOs								
t	ARit	n	ARt	Desv Est.	T-Student	m	z	CARs
DIA 1	13.95938	54	0.258507	1.787087	1.062976	4	-6.259807	
MES 1	13.86224	54	0.256708	1.938645	0.973057	9	-4.898979	0.256708
MES 2	16.02872	54	0.296828	2.175167	1.002789	13	-3.810317	0.553536
MES 3	19.83914	54	0.367392	2.812413	0.959946	14	-3.538152	0.920928
MES 4	20.77246	54	0.384675	3.063439	0.922745	14	-3.538152	1.305603
MES 5	24.63401	54	0.456185	3.441376	0.974106	12	-4.082483	1.761788
MES 6	18.26248	54	0.338194	2.947527	0.84315	13	-3.810317	2.099982
MES 7	12.7524	54	0.236156	2.307552	0.752045	13	-3.810317	2.336138
MES 8	18.2078	54	0.337181	2.950752	0.839707	11	-4.354648	2.67332
MES 9	19.35413	54	0.35841	3.096269	0.850625	11	-4.354648	3.031729
MES 10	15.4626	54	0.286344	2.817548	0.746817	12	-4.082483	3.318074
MES 11	16.80362	54	0.311178	3.230939	0.707745	14	-3.538152	3.629252
MES 12	16.16188	54	0.299294	3.350693	0.656388	12	-4.082483	3.928546

De igual manera que en el caso anterior, el comportamiento de la muestra de IPOs de ADRs muestra el patrón de rendimientos anormales positivos tanto en el periodo inicial como en el de los 12 meses siguientes a la emisión.

El rendimiento anormal promedio acumulado CAR para esta parte de la muestra de 392.85%, mientras que el rendimiento del primer día de la IPO en la muestra fue de 25.85%. Sin embargo, estos tampoco son estadísticamente significativos al 5% con la prueba T de estudiante, como se aprecia en la tabla. Lo mismo sucedió con la prueba de signos.

### Resultados para las IPOs de ADRs mexicanas

Para el análisis del caso específico de los ADRs de empresas mexicanas se apartó del total de la muestra las 18 acciones que correspondían a programas de ADRs mexicanos en el NYSE y que habían colocado Ofertas Públicas Iniciales. Se realizaron los mismos cálculos que en el caso de la muestra total, a excepción de la prueba de signos. Los resultados que se obtuvieron son los siguientes, en la tabla 4.3.

Tabla 4.3: Resultados de la muestra de IPOs Mexicanas

ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA - PRECIOS AJUSTADOS MUESTRA SOLO IPOs MEXICANAS						
t	ARit	n	ARI	Desv Est.	T-Student	CARs
DIA 1	15.4155	18	0.856416	2.839916	1.279428	
MES 1	17.51899	18	0.973277	3.161705	1.306024	0.973277
MES 2	20.17056	18	1.120587	3.586871	1.325458	2.093864
MES 3	24.78317	18	1.376843	4.678614	1.248543	3.470707
MES 4	26.34526	18	1.463626	5.120921	1.212602	4.934332
MES 5	31.00617	18	1.722565	5.740498	1.273099	6.656898
MES 6	25.94033	18	1.441129	4.908073	1.245742	8.098027
MES 7	19.36357	18	1.075754	3.825981	1.192906	9.173781
MES 8	25.21932	18	1.401073	4.89438	1.214505	10.57485
MES 9	26.44246	18	1.469025	5.14724	1.210852	12.04388
MES 10	22.74923	18	1.263846	4.686466	1.144155	13.30773
MES 11	24.41268	18	1.35626	5.410219	1.063566	14.66399
MES 12	24.80183	18	1.37788	5.617565	1.040637	16.04187

Los rendimientos anormales ajustados promedio son positivos para todos los casos. Sin embargo en ningún caso son estadísticamente significativos estos datos.

La prueba de signos no se aplicó a esta porción de la muestra pues no es para poblaciones menores a 20 observaciones.

Es cuestión de importancia notar que el reducido tamaño de esta porción de la muestra influye para que ninguno de los resultados sea estadísticamente significativo.

### Resultados de los valores relativos de riqueza

El cálculo de los valores relativos de riqueza dio como resultado que todos los valores fueran superiores a la unidad, tanto para la muestra general como para las submuestras. El resumen de los resultados se muestra en la tabla 4.4

Tabla 4.4 Resultados de los valores relativos de riqueza

VALORES RELATIVOS DE RIQUEZA			
T	GENERAL	IPOS	IPOS MEXICANAS
DIA 1	1.3764	1.2590	1.8587
MES 1	1.3232	1.2543	1.9614
MES 2	1.3170	1.2907	2.0952
MES 3	1.3783	1.3581	2.3446
MES 4	1.3423	1.3708	2.4245
MES 5	1.3581	1.4352	2.6699
MES 6	1.2492	1.3164	2.3677
MES 7	1.1506	1.2176	2.0100
MES 8	1.1936	1.3059	2.3003
MES 9	1.1906	1.3203	2.3424
MES 10	1.1775	1.2553	2.1579
MES 11	1.1684	1.2742	2.2281
MES 12	1.1610	1.2619	2.2505

Sin embargo, en estos resultados debe tomarse en cuenta que el cálculo de estos indicadores esta basado en los rendimientos de la muestra, y que no han salido estadísticamente significativos.

### Análisis de betas de las ADRs

Adicionalmente a los cálculos realizados, se obtuvieron las betas de cada una de las acciones participantes en la muestra. Las beta es un coeficiente que representa el cambio esperado en el

rendimiento de una acción cuando cambia el rendimiento del mercado, es decir, muestra el riesgo no diversificable.

El procedimiento para el cálculo se hizo a través de regresiones de los rendimientos diarios durante el primer año de la acción correspondiente, comparada con los valores respectivos del NYSE Composite Index para esas mismas fechas.

Los cálculos indican que las betas obtenidas tanto para la muestra general como para las IPOs y resto de las ADRs no presentan diferencia. Para el total de la muestra la beta promedio fue de 1.26; la beta promedio de las IPOs fue de 1.25, mientras que la beta de las restantes (capital común) fue de 1.27. La tabla 4.5 muestra las betas para las ADRs de la muestra.

Tabla 4.5: Descripción de Betas por país y empresa

BETAS DE ADRs POR PAIS							
Argentina		Brasil		Chile		México	
Clave	Beta	Clave	Beta	Clave	Beta	Clave	Beta
BFR	1.77	ARA	0.4507	AED	0.07693	KOF	2.35
BRS	2.02	BRP	1.4658	AKOA	0.92	DIN	3.04
IRS	0.7794	CBD	1.24	AKOB	0.3958	MCM	0.812
LQU	0.4179	ELP	2.15	BB	0.25	DES	2.2
MGS	0.7746	EMT	1.91	BSB	1.9	ICA	0.97
NTL	0.5875	GGB	0.2188	CGW	0.621	SAB	0.97
TAR	2.1489	PNE	0.076	CTC	0.682	IMY	0.671
TEO	2.25	RTB	1.3271	CU	0.45	GID	1.209
TGS	2.3	SID	0.65	DYS	0.83	RC	1.04
YPF	1.49	TBE	1.35	ENI	1.42	TV	1.54
		TBH	2.25	EOC	0.5491	GTR	10.32
<b>Promedio</b>	<b>1.45383</b>	TCN	1.42	ISA	0.563	IBA	0.89
		TCP	1.5	LBC	1.508	ICM	1.09
		TMB	1.37	LFL	1.162	GEM	1.46
		TND	1.09	LQ	0.107	VAI	0.417
		TNE	2.06	MAD	1.07	TMM	1.52
		TRO	1.12	MYS	0.6	TZA	1.5
		TSD	2.02	PVD	0.51	VTO	1.6695
		TSP	1.81	SAN	0.5047	CX	1.035
		TSU	1.39	SQM	0.811	DINL	3.98
		UBB	2.02	TL	2.86	FMX	1.81
		UGP	0.34	UNR	-0.00831	GMK	0.371
				VCO	0.6797	EKT	1.14
						MSK	1.07
						CEL	0.992
						TMX	1.79
						TMMA	1.09
<b>Promedio</b>	<b>0.5898</b>	<b>Promedio</b>	<b>1.3286</b>	<b>Promedio</b>	<b>0.8027</b>	<b>Promedio</b>	<b>1.7388</b>

## CONCLUSIONES

La inversión en American Depositary Receipts constituye un excelente vehículo para la diversificación de los portafolios internacionales. Así lo demuestra la tasa de crecimiento que han experimentado durante la última década, en la que el número de programas tuvo un gran crecimiento. Las ventajas que representan a los inversionistas sobre la inversión extranjera directa hacen que los ADRs sean preferidos sobre la última.

En esta investigación se analizó el comportamiento de los rendimientos en el corto y largo plazo de los American Depositary Receipts provenientes de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela que se listan en el New York Stock Exchange. La selección de países obedece a la clasificación de economías emergentes que hace el Morgan Stanley Capital International en su índice para economías emergentes.

El periodo de estudio se definió de enero de 1990 a diciembre de 1999, con lo que se obtuvo una muestra de 90 ADRs, 54 de ellas colocadas a través de ofertas públicas iniciales.

En los cálculos se pudo observar que no hay evidencia estadística suficiente para afirmar que existen rendimientos anormales en los ADRs de la muestra. En el análisis de las muestras y su descomposición en submuestras para IPOs, capital común y IPOs de ADRs mexicanas, no se encontraron datos estadísticamente significativos para poder concluir que existen diferencias en el comportamiento de los rendimientos de las acciones listadas en los mercados domésticos, y las acciones listadas en el mercado estadounidense NYSE a través de ADRs.

La extensa evidencia empírica acerca del comportamiento de los rendimientos de las IPOs afirma que existen rendimientos anormales negativos en el largo plazo, y positivos en el corto. La mayoría de estos estudios han sido realizados con muestras más grandes pero en periodos de

tiempo anteriores al de este proyecto, en los que la situación de cada mercado era diferente a la actual, y la comunicación y disponibilidad de información no era tan vasta como ahora.

Los resultados de este proyecto pueden ser explicados en parte a través de la hipótesis de la eficiencia del mercado (Fama, 1970). Esta hipótesis afirma que un mercado es eficiente si los precios de las acciones reflejan totalmente la información disponible. Esto quiere decir que el conocimiento de la información disponible no permitiría el logro de algún beneficio dado que los precios ya incluirían dicha información. Esto, aplicado a la inversión en ADRs lleva a pensar que el mercado de los ADRs es eficiente, pues no permite el logro de rendimientos anormales que no se pudieran lograr a través de la inversión en la acción doméstica subyacente objeto del ADR.

Por otra parte, la metodología seguida en este estudio, el estudio de eventos, implícita o explícitamente asume que los mercados son eficientes y explícitamente prueba la eficiencia de la información de los mismos. (Brown y Warner, 1980) Lo anterior tiene sentido si se observa a la luz de la creciente integración de los mercados internacionales, la globalización y el avance tecnológico, que son situaciones que permiten que la interacción de los mercados y la información fluya sin restricciones fronterizas, lo que presenta tanto ventajas como desventajas, como lo han sido los “efectos dominó” que han desencadenado la caída de diversas bolsas y ha afectado en secuencia al resto de los mercados.

## LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y RECOMENDACIONES PARA FUTURAS INVESTIGACIONES

El alcance de este estudio se limitó a acciones latinoamericanas de países considerados como emergentes de acuerdo a un índice específico, el EMF que publica el Morgan Stanley Capital International. Sin embargo, un gran número de países cuentan con programas de ADRs vigentes en los mercados estadounidenses. Una extensión a este estudio podría incluir muestras de un mayor número de países, sean o no emergentes, que permitan confirmar o contradecir la evidencia existente a través de comparaciones entre ellos. De igual manera, el ampliar el periodo de estudio puede contribuir a reforzar la evidencia.

Respecto a los índices de comparación, en esta investigación se utilizó el NYSE Composite por ser el más representativo del mercado de Nueva York. Sin embargo, existen índices especializados en ADRs, como los que publica el Bank of New York, JP Morgan, Morgan Stanley Capital International, entre otros, y que representan mejor el desempeño particular de estos instrumentos. Para futuras investigaciones, la utilización de índices especializados ampliaría el alcance de los resultados.

Por otra parte, la división sectorial de las empresas componentes de la muestra puede también ser de ayuda en futuras investigaciones. Efectuar comparaciones entre sectores puede enriquecer la evidencia existente. Con el surgimiento de nuevas industrias e integraciones de empresas, los resultados tanto de las acciones como del mercado y las industrias pueden presentar cambios que se reflejen en los rendimientos de los inversionistas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aggarwal, R., R. Leal, y L. Hernández, (1993). "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America", *Financial Management*, Spring, 42-43
- Aggarwal, R., Rivoli, P., (1990). "Fads in the initial public offering market?" *Financial Management* 19, 45-57
- Arana, Germán, 1999. "Análisis del rendimiento de las ofertas públicas iniciales listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (1987-1997)" EGADE, ITESM, Campus Monterrey.
- Brown, S., Warner, J., (1980). "Measuring security price performance". *Journal of Financial Economics* 8, p. 205
- Callaghan J. H., Kleiman R. T. y Sahu, A. P., (1996). "The investment characteristics of American Depositary Receipts". *Multinational Business Review*, Spring, 29-39
- Callaghan J. H., Kleiman R. T. Y Sahu, A. P., (1999). "The market adjusted investment performance of ADR IPOs and SEOs ". *Global Finance Journal* 10, 123-145
- Carrillo, A. y Cueva, A. 2000. "Comportamiento de los rendimientos a largo plazo de ofertas públicas iniciales: diferencias entre compañías financiadas o no con capital de riesgo en el Reino Unido, 1995-1999". EGADE, ITESM, campus Monterrey.
- Carter, R. F., F. Dark y A. Singh, (1998). "Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks", *Journal of Finance* 53, 285-311
- Chalk A. y Peavy J., (1987). "Initial public offerings: daily returns, offering types, and the price effect". *Financial Analyst Journal* (Sep-Oct), 65-69



- Domowitz, I., Glen, J., Madhavan, A. (1998). "International cross-listing and order flow migration: evidence from an emerging market" *Journal of Finance* 53, 2001-2027
- Errunza, V., Miller, D., (1998). "Market segmentation and the cost of capital in international equity markets". Working paper, McGill University
- Fama, E., (1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance* 25, 383-417
- Ibbotson, R., Carr, R., y Robinson, A., (1982). "International equity and bond returns". *Financial Analysts Journal* 38, 61-84
- Jayaraman, N., Kuldeep, S. y Kishore, T., (1993). "The impact of international cross listings on risk and return; the evidence of American depository receipts". *Journal of Banking and Finance* 14, 91-103
- Karolyi, G.A. (1998) "Why do companies list abroad? A survey of the evidence and its managerial implications, financial markets". *Institutions and Instruments* 7, 1-60
- Kunz, R. M., Aggarwal R., (1994). "Why initial public offerings are underpriced: evidence from Switzerland" *Journal of Banking and Finance* 18, 705-723
- Loughran, T., Ritter, J., (1995). " The new issues puzzle". *Journal of Finance* Vol. 50, 23-51
- Martell, T., Rodriguez, L., Webb G., (1999). "The impact of listing Latin American ADRs on the risks and returns of the underlying shares". *Global Finance Journal* 10, pp. 147-160
- Miller, D. P., (1999). "The market reaction to international cross listings: evidence form depository receipts". *Journal of Financial Economics* 51, 103-123.
- Officer, D., and Hoffsteimer, R.,(1987). "ADRs: a substitute for the real thing?" *Journal of Portfolio Management* 13, 61-65

- Patro, Dilip K., (2000). "Return behavior and pricing of American Depositary Receipts". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 9, 43-67
- Ritter, J. R. (1991). "The long-run performance of initial public offerings". *Journal of Finance* 46, 3-48
- Ross, S., Randolph, W. y Jeffrey J. Corporate Finance. Editorial Mc Graw Hill, 5ta. edición, Estados Unidos, Julio de 1998.
- Securities and Exchange Comisión, (2001). "International investing: get the facts". Division of Corporate Finance of the Securities and Exchange Commission.
- Solnik, B., (1974). "Why not diversify internationally rather than domestically?". *Financial Analysts Journal* 30, p. 48
- Switzer, L.N., (1997). "Common stock returns and international interlisting: new tests of the mild segmentation hypothesis", Working paper. Concordia University.
- The Bank of New York, 2001. "Depositary Receipts: 2000 Year end market in review". Global Investor and Issuer Services of The Bank of New York.
- The Bank of New York. "The ADR market in 2000: a year in review". The ADR Investor, febrero de 2001.

### **Paginas de Internet y Bases de Datos**

Citibank & Salomón Smith Barney, 2000, <http://www.citissb.com>

Citibank, 2000, <http://www.citibank.com>

IPO Resource Page, 2000, <http://www.iporsources.org>

Morgan Stanley Capital International, 2000, <http://www.msci.com>

Morgan Stanley Dean Witter, 2000, <http://www.msdc.com>

New York Stock Exchange, 2001, <http://www.nyse.com>

Portal Financiero Yahoo!, 2000, <http://www.yahoo.com>

Securities and Exchange Commission, 2001, <http://www.sec.gov>

The ADRs Page from JP Morgan, 2000, <http://www.adr.com>

The Bank of New York, 2000, <http://www.bankofny.com>

W.T.31

© Franco Cuauhtémoc Becerril Chapa

Mayo de 2001

Todos los derechos reservados