



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales

Grado en Relaciones Internacionales

Trabajo Fin de Grado

# **Oferta pública de venta de Alibaba en NYSE**

De su salida a bolsa y los agentes internacionales que  
intervinieron en el proceso

Estudiante: M<sup>a</sup> Soledad Sendagorta Fernández-Durán

Director: Karin Martín Bujack

Madrid, junio 2019

## **Resumen**

19 de septiembre de 2014, comienza la sesión en el parque de Nueva York. Simultáneamente, silbidos y aplausos se suceden tanto en Wall St. como en Hangzhou, China. Se acaba de producir la mayor salida a bolsa en la historia de NYSE y el gran protagonista es Alibaba, el gigante chino de comercio online. Un hecho sin precedentes, exponente perfecto de cómo los mercados financieros de capital llevan el término ‘internacional’ implícito en su naturaleza, hoy más que nunca.

Para llegar a este momento, han tenido que transcurrir más de dos semanas de reuniones con potenciales compradores institucionales, un proceso de *book-building* que ha dado la vuelta al mundo haciendo parada en los principales centros financieros. Se trata de un proceso en el que no han existido las fronteras, en el que bancos, corporaciones y reguladores de todo el mundo han intervenido. Sin embargo, ¿qué factores han motivado que haya consistido en la mayor oferta pública de valores hasta el momento? ¿Por qué se inclinó la balanza a favor de Nueva York en lugar de Hong Kong, o cualquier otro mercado chino de peso? ¿Qué instituciones reguladoras y financieras internacionales han intervenido? ¿Qué pasos se han seguido durante el proceso?

El objetivo del trabajo será responder a estas preguntas y reflejar las características que hacen de Alibaba un caso tan particular, así como plasmar la incidencia de las relaciones internacionales en los mercados bursátiles mundiales a través de este caso en concreto.

***Palabras clave:*** *Alibaba, mercado financiero internacional de capital, OPV.*

## **Abstract**

It is September 19, 2014, and New York Stock Exchange opens. Whistles and applause burst at the same time both in Wall St. and in Hangzhou, China. The biggest IPO in NYSE's history has just taken place and the protagonist is Alibaba, the Chinese e-commerce giant. This transaction has become the perfect example of how capital financial markets carry the term 'international' implicit in their nature, today more than ever.

In order for this to happen, more than two weeks of meetings with potential institutional buyers have taken place, during a book-building process that has travelled around the world stopping at the main financial centres. It is a process in which borders have not existed as banks, corporations and regulators from all over the world have intervened. However, what factors have led to the largest IPO to date? Why did the scales tip in favour of New York instead of Hong Kong, or any other major Chinese market? What international regulatory and financial institutions have intervened? What steps have been taken during the process?

The aim of this dissertation will be to answer these questions and reflect the characteristics that make Alibaba such a particular case, as well as to capture the impact of international relations on world stock markets through this particular example.

***Keywords:*** *Alibaba, capital markets, international financial markets, IPO.*

## Índice

<b>1. Introducción .....</b>	<b>3</b>
1.1    Objetivos del trabajo .....	3
1.2    Estado de la cuestión .....	3
1.3    Metodología .....	4
1.4    Partes principales del trabajo .....	5
<b>2. Breve exposición de los conceptos de mercados financieros internacionales de capital y la oferta pública de venta.....</b>	<b>7</b>
2.1    Mercados financieros internacionales de capital.....	7
2.2    Oferta pública de venta.....	10
<b>3. Presentación del caso de Alibaba Group Holding, Ltd. como exponente de corporación global en busca de financiación en los mercados internacionales.....</b>	<b>12</b>
<b>4. Principales mercados financieros internacionales contemplados en la oferta pública de valores de Alibaba.....</b>	<b>17</b>
4.1    Mercado doméstico: Hong Kong Stock Exchange.....	19
4.2    Mercado internacional: New York Stock Exchange vs. NASDAQ .....	20
4.3    Análisis de la decisión del grupo a favor de NYSE: factores que influyeron. ....	22
<b>5. Estudio del proceso previo a la OPV: de su carácter global y los agentes internacionales que participaron.....</b>	<b>25</b>
5.1    Prospección de la demanda e instituciones financieras involucradas.....	26
5.2    Sobre la relevancia del roadshow: Estados Unidos, Europa y Asia .....	28
<b>6. 19/09/2014: análisis del transcurso de la sesión de comienzo de la cotización de valores de la empresa en NYSE. Escenario post-OPV.....</b>	<b>30</b>
<b>7. Conclusión .....</b>	<b>35</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>38</b>

## **1. Introducción**

### **1.1 Objetivos del trabajo**

La finalidad de este trabajo consiste en reflejar el papel que las relaciones internacionales tienen sobre los mercados financieros de capital a través del análisis de sus participantes. Debido a la imposibilidad de abarcar el campo de estudio de los mercados financieros internacionales de capital en su totalidad, así como el del comportamiento de todos los actores involucrados, el presente trabajo se ha centrado en la ejemplificación de la interacción de los agentes internacionales en los mercados financieros a través del caso del holding chino Alibaba.

Así pues, el tema a tratar se enfoca en la salida a bolsa de esta corporación, que tuvo lugar en el mercado de valores de Nueva York, el New York Stock Exchange, en 2014. Hasta el día de hoy, esta operación ostenta el récord de mayor oferta pública de venta de la historia en el mundo entero. Semejante hecho, unido a sus características particulares, la convierten en el mejor exponente del marcado carácter internacional de los mercados.

Por tanto, las preguntas a responder a lo largo del trabajo girarán en torno a los factores que determinaron el éxito de esta transacción, incluyendo el transcurso del proceso y todas las entidades que estuvieron involucradas en el mismo. De esta forma, se analizará el rol que las empresas – incluyendo la propia Alibaba –, los reguladores, y las distintas entidades financieras desempeñaron en el lanzamiento de la OPV en cuestión.

### **1.2 Estado de la cuestión**

El caso particular de la salida a bolsa de Alibaba ha sido examinado desde diferentes puntos de vista debido al gran interés que generan sus excepcionales características. Principalmente, los aspectos analizados de forma más recurrente se centran en: (1) la particular estructura societaria de Alibaba Group Holding y (2) las circunstancias que rodean al enorme éxito que la empresa cosechó en su OPV en el mercado americano.

En cuanto al primer punto mencionado, las empresas chinas que buscan financiación fuera de su país son estudiadas concretamente debido a su condición de *rara avis*. Una salida a bolsa en EE.UU. supone un riesgo para ellas debido a las restricciones de las autoridades chinas, que regulan de manera estricta la propiedad de acciones de empresas nacionales – ya sean públicas o privadas – en manos de inversores extranjeros. El gobierno chino requiere obligatoriamente que aquellas compañías que tengan intención de realizar una OPV fuera de sus fronteras pidan un permiso especial, el cual es mucho más complicado de obtener para una empresa privada que para una estatal, y prácticamente imposible si el modelo de negocio se basa en aplicaciones de Internet (Burke et al., 2016).

Pese a esta dificultad añadida, las empresas chinas se benefician de un esquema societario que les permite buscar inversores en mercados internacionales. Utilizando de ejemplo a Alibaba, la compañía se constituye como holding en las islas Caimán, y es a través de una subsidiaria con sede en la República Popular China mediante la que obtiene todas las licencias para operar en el país (Schindelheim, 2012). De esta forma, a ojos de la ley china, los inversores extranjeros simplemente están comprando y vendiendo acciones de una empresa de fuera del país (Burke et al., 2016), tal y como se recoge en el registro de los valores emitidos por Alibaba ante la SEC (Alibaba Group Holding Limited, 2014). Todo ello se analiza en profundidad a lo largo del trabajo.

Por otra parte, y haciendo referencia al segundo punto indicado como más estudiado, no existe un consenso en cuanto a las razones detrás de los hitos conseguidos por Alibaba en su OPV. Por este motivo, en los siguientes capítulos se ofrecerá una relación de las consideradas como más importantes.

### **1.3 Metodología**

Para la redacción del presente trabajo de fin de grado se ha procedido en primer lugar a realizar una investigación exhaustiva siguiendo un método deductivo, partiendo desde un tema general para, posteriormente, alcanzar conclusiones concretas. Teniendo los mercados financieros internacionales como trasfondo, se ha llevado a cabo una revisión de la literatura

sobre el establecimiento y desarrollo de relaciones internacionales desde un punto de vista financiero y los distintos actores que participan en ellas, así como la configuración de los mercados a nivel mundial.

Con respecto a la concreción del tema, con el objetivo de reflejar fielmente la función de los mercados financieros de capital, se ha tomado el caso de la salida a bolsa de Alibaba Group como ejemplo. De esta forma, se ha podido plasmar mejor los conceptos principales, al aplicarlos en un contexto determinado. Para ello, se ha empleado una combinación de estudio de artículos académicos y periodísticos. Los artículos periodísticos han sido utilizados como apoyo para exponer los hechos más destacados en cuanto a la OPV de Alibaba y su cronología. En este sentido, las fuentes consultadas se han limitado a medios de comunicación y diarios especializados en finanzas, considerados como referentes mundiales de la información periodística. Los artículos académicos han servido, principalmente, para explicar los aspectos más técnicos de la operación. Sobre todo, los correspondientes a estructuras legales y societarias y características de las bolsas de valores analizadas.

#### **1.4 Partes principales del trabajo**

Este trabajo se estructura en dos partes principales: la primera – correspondiente al segundo capítulo –, proporciona una visión general sobre los conceptos de mercado financiero internacional de capital y oferta pública de venta; mientras que la segunda parte aplica estos conceptos a través del desarrollo del caso de Alibaba y el proceso de su salida a bolsa.

En la segunda sección se expone la situación de la compañía previamente a la OPV, que le lleva a buscar financiación con el fin de seguir expandiendo su negocio. Asimismo, se indican los inversores con los que ya contaba y los mecanismos a los que tuvo que recurrir para ampliar su base accionarial incluyendo a inversores extranjeros.

Posteriormente, el trabajo examina los distintos mercados que desde Alibaba se consideraron como las opciones más adecuadas para llevar a cabo su salida a bolsa, tanto en

China como fuera de sus fronteras. Además, se analizan las razones que motivaron la elección de NYSE frente al resto de alternativas contempladas.

Por último, se estudia el momento en el que tuvo lugar la operación de salida a bolsa y los resultados obtenidos con ella. Después se proporciona un retrato del panorama de la empresa tras la OPV, incluyendo su estrategia de crecimiento posterior y la evolución del comportamiento de su acción en bolsa, junto con nuevas oportunidades de financiación que han surgido para el grupo en los últimos años. El trabajo finaliza con las conclusiones extraídas de la investigación y que aparecen resumidas en el capítulo 7.

## **2. Breve exposición de los conceptos de mercados financieros internacionales de capital y la oferta pública de venta.**

En este capítulo se tratará de acotar una definición lo más adecuada posible de los mercados financieros internacionales de capital. Asimismo, se expondrán los aspectos básicos de una oferta pública de venta (en adelante, OPV) como mecanismo característico de estos mismos mercados de capital. Dichas definiciones resultan imprescindibles para poder explicar el sujeto central del presente trabajo: la salida a bolsa de la compañía china Alibaba en Nueva York.

### **2.1 Mercados financieros internacionales de capital**

En primer lugar, se proporcionará a continuación una definición en base al desglose de cada uno de los términos que componen la expresión ‘mercados financieros internacionales de capital’:

- Mercado financiero: un mercado es un lugar – no necesariamente físico – en el que se realizan intercambios entre compradores y vendedores. En los mercados financieros se intercambian instrumentos o productos de esta misma naturaleza, definidos como un “contrato que da lugar a un activo financiero<sup>1</sup> en una empresa y, simultáneamente, a un pasivo financiero<sup>2</sup> o a un instrumento de patrimonio<sup>3</sup> en otra empresa” (NIIF, 2006). Estos intercambios son operaciones que implican una transmisión de valor monetario cuantificable.
- Internacional: criterio geográfico por el que se distingue que las transacciones realizadas en el mercado superan el marco de los Estados, ya que se producen entre agentes de dentro y fuera de sus fronteras. Debido a ello, conllevan una serie de riesgos particulares e inherentes que diferencian los mercados internacionales de los domésticos. Las principales contingencias a tener en cuenta – desde el

---

<sup>1</sup> Implica un derecho a percibir un ingreso determinado para el comprador por parte del vendedor.

<sup>2</sup> Un pasivo financiero supone una obligación de pago.

<sup>3</sup> De acuerdo con el Plan General Contable 2007, un instrumento de patrimonio es “un negocio jurídico que evidencia o refleja una participación residual en los activos de la entidad que lo emite una vez deducidos todos sus pasivos”.

punto vista puramente financiero – surgen del cambio de divisa requerido por la gran mayoría de las operaciones que se completan a nivel global (Paúl Gutiérrez, 2018). El carácter internacional de los mercados da lugar a un aumento de la interdependencia entre ellos, entendida esta como los efectos beneficiosos o perjudiciales que las acciones de un país tienen sobre otro (Streeten, 2001).

- De capital: en los mercados de capital, los flujos de ahorro e inversión son canalizados desde sus propietarios hacia aquellas entidades que buscan financiación con el objetivo principal de aumentar sus recursos, y obtener mayores niveles de liquidez (Furió, 2018). Se distingue entre inversores – propietarios del capital – y empresas, gobiernos e individuos con necesidades financieras (Kenton, 2019). El mercado puede ser primario – una entidad emite valores que vende a inversores para financiarse –, o secundario – los inversores intercambian valores entre ellos –.

Los mercados financieros de capital crean el ambiente más adecuado para que aquellos que acuden en busca de recursos o de oportunidades de inversión encuentren la oferta más cercana a sus intereses (English, 2017). Para conseguir la mejor oferta, entre las infinitas posibles, influyen en gran medida los conocimientos que sobre el mercado en cuestión se hayan adquirido previamente a la operación que se desea realizar. Por eso, se pueden identificar en este tipo de operaciones una serie de elementos, que en la medida en la que mejor se conozcan, mayor será la probabilidad de acertar con la transacción elegida (Groz, 2009). Llegados a este punto es necesario subrayar que esta observación no está dirigida exclusivamente a inversores, sino que se aplica de igual manera a aquellos que acuden al mercado buscando financiación. Entre los mencionados elementos identificadas por Groz (2009), los más importantes son: productos, agentes, procedimientos, reglas, reguladores y riesgo.

Es precisamente en estos elementos donde se puede observar el carácter internacional de un mercado. Al analizar el origen de cada uno de ellos en una misma operación, se pone de manifiesto la gran diversidad de nacionalidades involucradas. Por ejemplo, en una operación de compraventa de acciones, puede suceder que un comprador italiano adquiera

acciones de una empresa española, cotizada en EE.UU., a través de un banco suizo. En este ejemplo, el producto son las acciones, los agentes se corresponden con el comprador, el banco y la empresa; el procedimiento incluye tanto la operación de compra como la cotización, y las reglas y reguladores se enmarcan en el contexto de la bolsa americana.

Lo que se pretende conseguir con la anterior relación de elementos y sus lugares de origen es subrayar que en el mercado financiero internacional convergen multitud de organismos diferentes con funcionamientos, requisitos y propósitos distintos. Es precisamente esta diversidad la que refleja el papel de las relaciones internacionales en este ámbito, ya que son los propios actores los que construyen el marco en el que se producen todas las interacciones tienen lugar entre ellos. Los vínculos que surgen a raíz de cada transacción que se efectúa contribuyen a la consolidación y a la integración del sistema financiero y económico internacional hasta el punto en el que las barreras fronterizas quedan muy difuminadas.

Sin embargo, estas nunca llegan a desaparecer, lo que provoca que las empresas se vean obligadas a enfrentarse a legislaciones dispares en sus procesos de internacionalización. Es precisamente en el marco institucional y regulatorio concerniente a los mercados de capital donde las relaciones internacionales tienen un papel de vital importancia, que es desarrollado a través de organismos como el Fondo Monetario Internacional, la Autoridad Bancaria Europea, o la Organización Internacional de Comisiones de Valores, además de muchos otros cuya misión está enfocada en fines concretos.

En línea con el anterior párrafo, se observa sistemáticamente cómo la posición adoptada por los estados en cuanto a política económica y monetaria se refleja de forma inmediata en los mercados financieros internacionales. A diario se suceden ejemplos que demuestran esta afirmación, desde la última guerra comercial entre EE.UU. y China, pasando por la salida del Reino Unido de la Unión Europea, e incluyendo las decisiones de cada uno de los miembros de la OPEP; todos estos acontecimientos tienen su respuesta inmediata por parte de todas las bolsas del mundo. Por otra parte, el grado de apertura de las economías de

cada país afecta de manera directa, no ya a la inversión extranjera, sino a la estrategia de crecimiento de las propias empresas de su territorio.

## **2.2 Oferta pública de venta**

Una oferta pública de venta de valores u OPV hace referencia a la operación por la cual una empresa vende parte de su capital social al público general (Mateu Gordon, 2019). Previamente a la OPV, el capital está dividido en acciones repartidas entre un grupo cerrado de inversores identificados. En una salida a bolsa – sinónimo de OPV – un porcentaje de estas acciones se pondrá a disposición de inversores de todo el mundo para su compra.

La empresa que realiza la OPV es la entidad emisora de las acciones. La emisión de los títulos tiene lugar en el mercado primario, en un momento puntual, y es la empresa emisora quien recibe una contraprestación por sus acciones. De este modo, la compañía obtiene recursos financieros y el inversor que las adquiere pasa a ser propietario de la parte proporcional del capital que representan estas acciones. Esta propiedad le otorga al inversor una serie de derechos, entre los cuales los más relevantes son la percepción de dividendos y el de voto. Una vez emitidos, los títulos pueden transferirse en el mercado secundario, es decir, entre accionistas y terceros.

La oferta pública de venta no constituye en ningún caso la única manera que tienen las empresas de salir al mercado para financiarse, pero según los objetivos que pretenda conseguir en su estrategia surge en muchas ocasiones como la opción más favorable para la consecución de los mismos.

En términos generales, la finalidad principal que se pretende conseguir con una OPV es el acceso al mercado de capital como forma de obtener financiación necesaria para el desarrollo del negocio (Furió, 2018). Esta función obedece a la definición más básica de la teoría y la razón de ser de los mercados de capital. Aún así, este no es el único fin que una compañía puede perseguir a la hora de realizar un OPV, sino que hay otros alicientes que

pueden estar detrás de esta motivación, entre los cuales destacan también (Mateu Gordon, 2019):

- La diversificación del accionariado de la compañía y la reducción del riesgo crediticio, puesto que tras la OPV la empresa presentará un menor ratio de endeudamiento.
- Lograr mayor visibilidad en los mercados internacionales, ya que la constante exposición y escrutinio de las bolsas en los medios dan publicidad a las empresas cotizadas y contribuyen a crear una imagen de transparencia y respetabilidad, lo que incide positivamente en la reputación de la compañía. Como consecuencia del escrutinio al que se ven sometidas, las compañías cotizadas obtienen además una valoración constantemente actualizada.
- Penetrar nuevos mercados, allanando el camino de internacionalización de la empresa.
- Facilitar futuras fusiones y adquisiciones con otras entidades, cuyo pago se pueda realizar total o parcialmente en acciones. Asimismo, una transacción de estas características tendrá lugar atendiendo a su valor de mercado, previamente mencionado.

### **3. Presentación del caso de Alibaba Group Holding, Ltd. como exponente de corporación global en busca de financiación en los mercados internacionales.**

Una vez se ha realizado en el anterior capítulo una breve síntesis sobre la configuración de los mercados financieros internacionales de capital y la naturaleza de una OPV, la cuestión se centra en por qué Alibaba Group decide salir a buscar financiación. Además, se expondrá cómo lleva a cabo esta tarea en un país como China, cuyo gobierno impone restricciones casi imposibles a la inversión extranjera en los sectores con mayor valor estratégico, entre los que se encuentra Internet.

En primer lugar, se comenzará a exponer sobre las razones que impulsaron a la compañía a buscar inversores en los mercados de capital. En la práctica, la casi totalidad de las operaciones y activos de Alibaba se encuentran en territorio chino, de donde procede también la mayor parte de sus ingresos. La compañía identifica que un 71% de sus ingresos totales tiene origen en su actividad comercial al por menor en China (Alibaba Group Holding Limited, 2018). El enorme crecimiento económico de esta potencia unido a la estabilidad política, y una clase media con niveles cada vez más altos de poder adquisitivo junto con el proteccionismo económico que caracteriza a este Estado, han impulsado a su vez el crecimiento de la propia empresa (Burke et al., 2016). En 2013, Alibaba procesaba una media de 152 millones de paquetes al día, solo en China continental. En 2018, el número se había incrementado hasta los 812 millones de paquetes en un día (Wu, 2018). En el mismo año, las cifras le otorgaban un aumento del 58% de su facturación con respecto al año anterior, lo que la sitúa muy por encima de sus competidoras tecnológicas (Wu, 2018):

- En China, Tencent, otro estandarte nacional proveedor de servicios en Internet que presenta un crecimiento de la cifra de negocios del 54%; o Baidu, buscador similar a Google, con un 20%.
- Las estadounidenses Facebook (47%), Amazon, su principal competidora (36%), Netflix (34%), y Google (24%).

Además, en su estrategia de expansión internacional previa a su salida a bolsa, Alibaba había comenzado a desarrollar Aliexpress en 2010 para penetrar el mercado norteamericano y europeo (Alibaba Group Holding Limited, 2019). En consecuencia, los

gastos se multiplicaban a la par que la empresa crecía, sobre todo al haber adoptado una estrategia intensiva en innovación que incluía el desarrollo de nuevos productos y mejora de la eficiencia de procesos internos, y que aún hoy se mantiene.

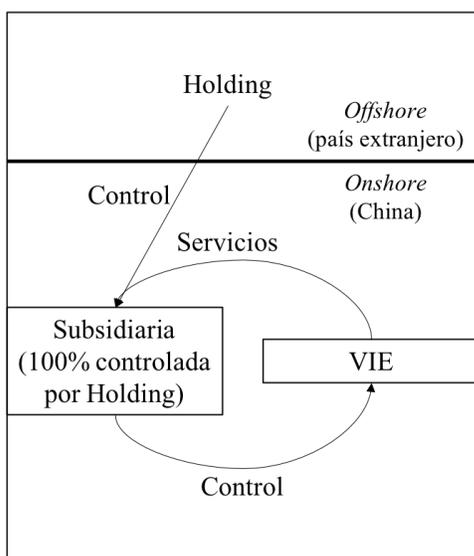
Tales cifras son la razón principal tras las necesidades de financiación de Alibaba, que le impulsaron a buscar inversores para poder continuar teniendo un crecimiento similar en los años siguientes. En esta línea, la compañía tenía una estrategia de desarrollo de negocio y globalización muy ambiciosa en la que se contemplaba también la compra de negocios ya establecidos. Entre ellos se encontraba Lazada, la mayor compañía de comercio online del sudeste asiático, que terminó adquiriendo en 2016 por mil millones de dólares (Russell, 2018). Precisamente, la cantidad que se estimó inicialmente desde Alibaba – previamente a su OPV – como el capital requerido para lograr sus objetivos fue de \$1.000 millones (Jia He Ca, 2014). En consecuencia, se planificó su salida a bolsa con vistas a alcanzar esta financiación adicional.

Hasta entonces, Alibaba ya contaba con potentes inversores internacionales, dos en particular: Softbank y Yahoo!. Softbank es una compañía de telecomunicaciones japonesa – y propietaria de Vision Fund, el mayor fondo del mundo destinado a inversiones tecnológicas (McBride et al., 2018) – que invirtió en el capital de Alibaba hasta alcanzar una participación del 34% antes de su OPV (Prieto, 2017). Yahoo! por su parte llegó a ser dueña de hasta un 46% de la compañía en torno al año 2005. Este alto porcentaje de control fue consecuencia de la estrategia adoptada por Alibaba para competir con su filial Taobao.com ante la subsidiaria de Ebay en China para lo cual una alianza con Yahoo! le resultaba enormemente provechosa. A pesar de ello y una vez cumplida su función, como resultado de las desavenencias entre ambas compañías, Yahoo! acabó reduciendo su tanto a más de la mitad tras un acuerdo de recompra con la junta directiva de Alibaba (Burke et al., 2016).

Llegados a este punto es legítimo preguntarse por qué siendo tan restrictivas las leyes chinas en materia de inversión extranjera en sectores estratégicos, estas dos empresas pudieron burlar a las autoridades y alcanzar incluso posiciones de influencia significativa sobre el holding. Para lograr este propósito, existen unas estructuras societarias creadas únicamente para este fin por las propias compañías chinas que, como Alibaba, tienen

intereses que pasan por asociarse con empresas de fuera. Estas estructuras especiales se conocen como Entidades de Interés Variable (en adelante, VIEs) (Borst, 2014). La estructura legal de una VIE permite obtener el control de una compañía a través de una relación contractual, y no mediante una participación directa en su capital (Schindelheim, 2012).

En esencia, una empresa extranjera (holding) puede ser dueña de una subsidiaria constituida en China – de la cual tiene el control absoluto – siempre que la actividad de dicha subsidiaria no esté restringida a la inversión extranjera por las autoridades chinas. Esta subsidiaria, por su parte, puede obtener los servicios de una VIE en exclusiva a través de un contrato que le otorga el control. La VIE tiene licencia del gobierno chino para llevar a cabo su actividad en uno de los sectores estratégicos y, por ello, restringido a la inversión extranjera. De esta forma, el holding pasará a controlar la VIE y todos sus negocios sin tener participación en su capital. Por eso, este tipo de sociedad es comúnmente utilizada por empresas chinas que requieren capital adicional de inversores de otras nacionalidades. A continuación, se muestra un esquema ilustrativo de las relaciones entre las distintas sociedades:



Fuente: elaboración propia a partir de Schindelheim, 2012

En el caso de Alibaba, la compañía cotizada en NYSE – y por tanto, con participación mayoritariamente extranjera en el capital – no es realmente una sociedad constituida en China, sino en las islas Caimán bajo el nombre de Alibaba Group Holding Limited (Alibaba Group Holding Limited, 2014). Al estar constituida fuera de China, se explica también la participación de Softbank y Yahoo!. Dicho holding es a su vez propietario del consorcio chino Alibaba Group, que se corresponde en el anterior esquema con la subsidiaria controlada al 100%. Esta, por su parte, tiene el control de las VIEs constituidas en China a través de una serie de acuerdos, y no de un porcentaje de su capital. De esta forma, una empresa china como Alibaba puede desarrollar sus negocios en Internet y recibir financiación de fuera del país.

Las VIEs son estructuras societarias muy complejas y ambiguas, y numerosos expertos consideran que la incertidumbre que las rodea forma parte de una política deliberada del gobierno chino para conseguir financiación en sectores de gran valor y a la vez limitar la participación extranjera en el capital de sus empresas (Schindelheim, 2012). Las empresas chinas que operan en estos sectores se encuentran en grandes dificultades para ser competitivas sin recursos financieros provenientes del exterior, dejando el mercado doméstico en manos de monopolios formados por empresas estatales (Gillis et al. 2014). Por consiguiente, está entre los propios intereses del gobierno chino el dejar una puerta abierta a la recepción de inversiones extranjeras, y especialmente en sectores estratégicos para así permitir su avance.

Al mismo tiempo, este tipo de vehículo de inversión conlleva riesgos considerables para los inversores extranjeros, que se presentan en los siguientes puntos:

- Dejando a un lado la teoría de que las VIEs sean un instrumento del gobierno chino para obtener capital sin comprometerlo en sectores restringidos, se trata de un tipo de estructura que desafía estas mismas restricciones. Las autoridades chinas son conscientes de la utilización de las VIEs como herramienta para captar inversión externa sorteando las prohibiciones vigentes. Por este motivo, y como ya sucedió en 2009 con la industria de los videojuegos en línea, el gobierno podría

decidir bloquear este tipo de sociedad, dejando a los inversores extranjeros faltos de toda garantía de recuperar su inversión (Gillis et al., 2014).

- Se presenta un conflicto de agencia, ya que el dueño chino de la VIE podría simplemente apropiarse de todos sus activos ignorando los contratos establecidos (Gillis et al., 2014). Es necesario subrayar que la VIE es la propietaria de las licencias y los productos sensibles a la inversión extranjera. Además, las protecciones legales para inversores de fuera del país son ciertamente débiles en China, por lo que estos quedarían desamparados. Gillis (2014) explica que la ley china establece que un contrato es nulo si se basa en intenciones ilegales. Se han dado casos en los que los contratos establecidos con una VIE han sido declarados no válidos puesto que se realizan con una intención ilegal: la participación extranjera.
- Otros riesgos tienen relación con el cambio de divisa, ya que el gobierno chino controla las operaciones de cambio haciendo que sea difícil transferir fondos a o desde la VIE. También existen dificultades fiscales, ya que estas transferencias estarán sujetas a impuestos (Gillis et al., 2014).

La gran desventaja que esta composición societaria suponía para Alibaba estaba relacionada precisamente con su salida a bolsa, ya fuera en la China continental, Hong Kong o Nueva York; puesto que cada uno de estos mercados mostraba un tipo de reserva distinto a la hora de aceptar esta estructura atípica. Lejos de amedrentarse, Alibaba se encontraba en 2014 una posición en la que, para seguir creciendo a un ritmo óptimo, necesitaba aumentar sus recursos de acuerdo con sus planes de crecimiento. Por ello, comenzó a preparar su asalto a los mercados financieros internacionales, aunque para lograrlo tuviera que sortear multitud de obstáculos. De hecho, Alibaba modificó sus acuerdos entre sus subsidiarias y VIEs para facilitar su salida a bolsa y mitigar el temor de los inversores. Actualmente, el porcentaje de negocios consolidado concentrado en VIEs de Alibaba se reduce a un 17% (Gillis et al., 2014).

#### **4. Principales mercados financieros internacionales contemplados en la oferta pública de valores de Alibaba**

A continuación, una vez se ha identificado el crecimiento del negocio como el principal motivo que llevó a Alibaba Group Holding a salir al mercado en busca de financiación, así como la compleja estructura que se diseñó para ello; se explicará qué causas provocaron que la junta directiva se decantase por el mercado de valores de NYSE frente al resto de opciones que se consideraron.

La decisión tanto de realizar una OPV como en qué mercado lanzarla están estrechamente ligadas a los objetivos finales que se pretendan conseguir con la entrada de la compañía al mercado de capital. Por consiguiente, se ofrece en las siguientes secciones una relación de los aspectos más importantes a tener en cuenta para Alibaba en los mercados que se estudiaron como candidatos, haciendo hincapié en Hong Kong Stock Exchange (en adelante, HKEx), New York Stock Exchange (NYSE), y NASDAQ.

Una vez la compañía (1) identifica sus necesidades de financiación y (2) la manera óptima de cubrirlas, comienza un proceso cuya fase inicial consiste en determinar cuál es la mejor opción para lanzar su OPV. En esta decisión inciden multitud de factores entre los que se encuentra la propia estrategia de la compañía, sobre todo desde el punto de vista de optar por la globalización o por la consolidación de su mercado más importante, el doméstico. Esta última es la alternativa más intuitiva y natural para la mayoría de las compañías que buscan cotizar en bolsa, pero no lo fue para Alibaba. Entre los motivos por los que se descartó una OPV en China continental está el estancamiento de los mercados de renta variable desde 2007 como consecuencia de una burbuja especulativa, junto con limitaciones por parte de los reguladores. En concreto, el golpe definitivo que cerró esta opción fue precisamente el requisito por parte de las autoridades chinas de dismantelar las VIEs para salir a bolsa, unido a la escasa capacidad que ofrecía el mercado chino para absorber la oferta de Alibaba (Borst, 2014). Siguiendo los pasos de otras compañías que se habían enfrentado a los mismos problemas, Alibaba enfocó su atención en Hong Kong, donde el dismantelamiento de las

VIEs no era requisito formal, aunque esta vez fue Hong Kong Stock Exchange la que vetó a la empresa de *e-commerce*, como se explica más adelante.

El resultado de estos descartes llevó a Alibaba a elegir Nueva York para realizar su OPV. Dicha elección no fue propiciada únicamente por el descarte de las bolsas chinas, sino que también había otros muchos factores que inclinaban la balanza a favor del mercado americano. Una salida a bolsa en EE.UU. encajaba en la estrategia corporativa puesto que obedecía a los objetivos de globalización propuestos, permitía a la compañía seguir a sus consumidores domésticos fuera de sus fronteras – es importante mencionar que un 25% de emigrantes chinos se dirigen a EE.UU., donde representan hasta un 1,2% de la población total (Expansión, 2017) –, y además la acercaba a aquellos mercados en los que Alibaba es a su vez inversora (Jia et al., 2017).

Entre las características propias de la bolsa americana que incrementaban su atractivo, destacaba una mayor flexibilidad frente a los mercados previamente evaluados como alternativas factibles. En EE.UU., la existencia de distintas clases de acciones permitía a Jack Ma (fundador y presidente de Alibaba) y al resto de directivos de la compañía mantener el control que ya ejercían a través de su participación, aunque en términos relativos fuese pequeña. Esto supone, por tanto, la posibilidad de incrementar el capital de la empresa sin ceder poder a los accionistas entrantes (Beattie, 2014). Por añadidura, la cotización de un valor en el mercado americano significa que ha obtenido la aprobación de la *Securities and Exchange Commission*<sup>4</sup> (en adelante, SEC), lo que para los inversores supone una garantía de seguridad y transparencia ya que a la vez conlleva la publicación periódica de sus resultados consolidados.

En el caso concreto de Alibaba, además, esta operación era de gran interés ante su competidora directa occidental Amazon, ya que los inversores podrían comparar ambos valores con mayor facilidad. Se trata, en consecuencia, de una decisión con grandes retornos solamente en materia de posicionamiento y respetabilidad –sobre todo en América y Europa,

---

<sup>4</sup> La Securities and Exchange Commission es un organismo que fue creado por el gobierno de EE.UU. con la misión de velar por los mercados financieros del país, manteniendo el orden, la justicia y la transparencia para proteger a los inversores y facilitar el flujo de información.

que representan en sí mismas enormes posibilidades de crecimiento para el grupo. Estas posibilidades de crecimiento no solo hacen referencia a la cuota de mercado de la compañía, sino a una estrategia de fusiones y adquisiciones en cierto modo agresiva. En este sentido, el holding tendría acceso a un ecosistema floreciente de negocios tecnológicos en los que invertir (Jia et al., 2017), y el hecho de contar con acciones cotizadas en dólares americanos facilitaría la compra de empresas estadounidenses (Beattie, 2014).

#### **4.1 Mercado doméstico: Hong Kong Stock Exchange**

Como ya se ha mencionado previamente, Hong Kong Stock Exchange (por sus siglas, HKEx) fue inicialmente incluido dentro de las posibles candidatas a albergar las acciones de Alibaba, principalmente por su cercanía al mercado doméstico y para poder beneficiarse de las sinergias que allí se generan; aunque contrariamente a los intereses de la compañía, HKEx rechazó su registro. El propio Jack Ma así lo admitió en 2015, al revelar que su primera prioridad era Hong Kong, pero tuvo que ceder ante Nueva York como resultado de la negativa de HKEx (Hughes, 2015). Este rechazo se explica por la estructura de gobierno del grupo, que otorga el control prácticamente absoluto a un selecto grupo formado por Ma y otros pocos cofundadores y consejeros pese a poseer únicamente alrededor del 13% del capital. Para que una empresa pueda cotizar en HKEx, ha de cumplir el principio conocido como ‘una acción – un voto’, que Alibaba incumple si mantiene su estructura de gobierno corporativo. Sin embargo, tal y como los miembros de la junta han reiterado en sucesivas ocasiones, nunca modificarán esta estructura, ni siquiera para cumplir los requisitos de HKEx (Carsten et al., 2014). Pese a esta negativa y a que no hay indicios de que vaya a haber cambios – aunque el caso sí suscita debate entre los inversores de Hong Kong –, entre los documentos de registro de Alibaba ante la SEC destaca la formulación del deseo de ofrecer acciones en el mercado chino tan pronto como se autorice en la República Popular China (Alibaba Group Holding Limited, 2014).

## **4.2 Mercado internacional: New York Stock Exchange vs. NASDAQ**

El mercado de valores de Nueva York (New York Stock Exchange o NYSE) constituye por volumen de operaciones y capitalización bursátil el mayor del mundo con gran diferencia, seguido inmediatamente por el NASDAQ<sup>5</sup>. En los últimos 20 años ambos se han convertido en los principales mercados de capital para compañías privadas chinas, que han valorado especialmente la liquidez que estos proporcionan, la dilatada experiencia de los inversores americanos en tecnológicas y la posibilidad de emitir acciones de distintas clases para asegurarse el control (Gillis et al., 2014). De ahí que ambas fuesen consideradas como las opciones plausibles para ofrecer acciones de Alibaba fuera de China frente a otros mercados en otros países.

No obstante, estos dos mercados ofrecen cada uno un valor añadido diferente que será preferible por la compañía que sea candidata a cotizar según los objetivos que pretenda conseguir. Por este motivo, se ofrecerá en adelante una relación de los principales aspectos que caracterizan las bolsas de NYSE y NASDAQ, los cuales llevaron a Alibaba a decantarse por la primera.

Empezando por NYSE, aquellas empresas que quieran registrar sus valores en este mercado han de cumplir previamente una serie de requisitos tanto cuantitativos como cualitativos muy estrictos. Además, hay condiciones diferentes para compañías estadounidenses y firmas extranjeras, aunque estas últimas pueden optar por los estándares domésticos si así se les permite.

Las candidatas a entrar en NYSE han de tener un capital flotante<sup>6</sup> de 1,1 millones de acciones cuyo valor de mercado ha de ser igual o superior a \$40 millones (NYSE, 2016). Indudablemente, estas empresas también estarán obligadas a presentar resultados

---

<sup>5</sup> NASDAQ – por sus siglas, *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* – constituye la primera bolsa de valores electrónica y automatizada del mundo. En ella se intercambian acciones cotizadas y se realizan operaciones *Over-The-Counter* (OTC), en las que se establecen las condiciones de forma bilateral entre las partes.

<sup>6</sup> El capital flotante hace referencia a la proporción de acciones disponibles en el mercado secundario para inversores minoristas, es decir, no estratégicos.

consolidados trimestrales y registrar ante la SEC los documentos pertinentes (SEC, 2019). Esto sirve para asegurar la máxima transparencia de cara a los inversores. Dichas estipulaciones no son las únicas, pero sí las más relevantes. A pesar de ello, no se garantiza a la firma en cuestión que vaya a ser aprobada para lanzar su OPV en NYSE por el simple hecho de cumplir con todos los requisitos solicitados. Aparte se consideran factores cualitativos como el posicionamiento de la compañía y su consolidación en el sector al que pertenece, la composición de su junta directiva, sus mecanismos de auditoría, o los derechos de votos asociados a las acciones (Corwin et al., 2001).

Además de tener que cumplir con estas condiciones – y no solo para ser admitidas, sino durante todo el tiempo que la firma desee cotizar en este mercado –, las compañías deben hacer frente a una serie de gastos sustanciales relacionados exclusivamente con su cotización. Las empresas han de pagar una serie de tasas a NYSE a cambio de los servicios prestados, y durante todo el tiempo que deseen mantener su cotización (NYSE, 2016). Las tasas a abonar por la compañía a NYSE serán proporcionales al número de acciones registradas; por lo tanto, a mayor número de acciones, la empresa en cuestión se enfrentará a una tarifa más alta. Por otro lado, la cotización de las acciones se realiza en dólares, lo que para una compañía extranjera supone un coste implícito de cambio de divisa. Adicionalmente, en el hipotético caso de que una compañía quisiera retirarse de NYSE, también habría costes asociados, incluso cuando la firma no tiene otra opción puesto que hubiese dejado de cumplir con los requisitos necesarios.

Sin embargo, una de las garantías más importantes que ofrece NYSE de cara a los inversores consiste en que los bancos suscriptores de la OPV también adquieren responsabilidad – aparte de la compañía en cuestión – ante el regulador con respecto a las acciones que se registran para su posterior cotización. Es decir, los bancos que suscriban las acciones de una empresa en NYSE adoptarán un papel similar al de un aval para certificar que la compañía cumple con todos los estándares.

Al igual que NYSE, NASDAQ también impone determinadas condiciones de entrada a las empresas que quieran entrar a formar parte, aunque pueden ser menos exigentes que las

del anterior. Sin embargo, para una compañía como Alibaba los requerimientos en cuanto a capital flotante y valor de mercado de las acciones cotizadas son de 1,25 millones y \$45 millones, respectivamente (NASDAQ, 2019). Esto se debe a que entraría a cotizar en el ‘primer nivel’ de este mercado. En los otros dos niveles inferiores, las cantidades necesarias para que una compañía sea admitida son mucho menores. Es precisamente debido a la existencia de unos estándares menos rigurosos y a la configuración de sus características por lo que suele ser elegido por compañías jóvenes, tecnológicas y con mayor exposición al riesgo. Entre las características propias de este mercado también destacan unas tasas iniciales y anuales progresivas según el número de acciones, pero más baratas que en NYSE.

No obstante, uno de los aspectos más llamativos hace referencia al compromiso adquirido por parte de los creadores de mercado<sup>7</sup> del NASDAQ. Dicho compromiso consiste en que los creadores de mercado toman posiciones significativas en acciones de las compañías cotizadas en el NASDAQ, y aseguran transacciones negociando con sus contactos institucionales y sus propias redes de inversores minoristas (Corwin et al., 2001). Con esto se alude a que las acciones intercambiadas a través del NASDAQ, mediante este respaldo del mercado, obtienen una gran exposición y visibilidad que son muy valoradas por firmas jóvenes que necesitan darse a conocer para recibir más fondos.

#### **4.3 Análisis de la decisión del grupo a favor de NYSE: factores que influyeron.**

Una vez descartada la opción de HKEx, los directivos de Alibaba se decantaron por el mercado de NYSE frente a NASDAQ. Este hecho causó algo de desconcierto entre los profesionales del sector porque históricamente las empresas – tanto estadounidenses como extranjeras – con un alto componente tecnológico tienen tendencia a decantarse por el NASDAQ.

Esta decisión pudo tener su origen en multitud de factores, pero al estudiar las particularidades de cada mercado se observan ciertos puntos que pudieron favorecer a NYSE.

---

<sup>7</sup> El concepto creador de mercado hace referencia a entidades financieras inversoras designadas específicamente por un mercado de valores para garantizar la liquidez del sistema en todos los instrumentos que en él se intercambien.

También es cierto que cada empresa actúa movida por unos intereses, entre los cuales destaca por encima del resto la satisfacción de sus propios accionistas. Por ello, cuando una empresa sale a buscar financiación, lo hará en el mercado que maximice el retorno para sus accionistas (Corwin et al., 2001).

De la misma forma por la cual las empresas suelen concentrarse en el mercado en el que más representación tenga su sector, también se podría considerar que las empresas tienden a localizarse en mercados en donde haya otras similares en estructura y tamaño aunque sean de diferente sector (Corwin et al., 2001). De media, las compañías cuya OPV tiene lugar en NYSE tienen un total de activos y valoraciones de mercado significativamente mayores a las del NASDAQ. Siguiendo con esta línea, las OPVs realizadas en NYSE son también mayores que las de NASDAQ, con una recaudación de \$170 millones y 9,3 millones de acciones de media por OPV; frente a los \$76 millones y 4,9 millones de acciones ofrecidas en NASDAQ. En NYSE, estas operaciones conllevan por lo general un menor riesgo, con una desviación típica de la cotización en torno al 5,8% comparada con un 6,9% en NASDAQ. A la par, los bancos suscriptores de las OPVs que tienen lugar en NYSE suelen ser de mayor renombre y prestigio (Corwin et al., 2001).

Con referencia a los costes, si bien es cierto que en NYSE las tasas son más altas lo que inicialmente otorgaría un punto a favor del NASDAQ, no ha de ser algo necesariamente negativo para las firmas. Aunque los costes directos de una OPV en NYSE sean más altos, hay estudios que demuestran que los costes totales a la hora de realizar una operación de estas características no difieren esencialmente de un mercado bursátil a otro. Por lo tanto, los costes asociados a las OPVs no tendrían tanta relevancia a la hora de elegir entre ellos (Corwin et al., 2001).

Además de lo anteriormente mencionado, la oferta de acciones a través de NYSE aumenta la exposición de la empresa a un mercado más líquido, es decir, con más predisposición por parte de los inversores para intercambiar valores. Concretamente, un 19% de la liquidez mundial se ejecuta en NYSE, frente a un 15% en NASDAQ, 9% en la Bolsa

de Londres, 2% en Euronext<sup>8</sup> y 55% en las 60 bolsas de valores restantes que componen la Federación Mundial de Intercambios (NYSE, 2016).

En consecuencia, la empresa obtiene una notable atención por parte del mundo financiero a nivel global, que con el respaldo de NYSE tiende a generar información positiva sobre ella misma (Corwin et al., 2001).

Es necesario aclarar que no se ha pretendido argumentar a favor de NYSE frente a NASDAQ ya que ninguno es globalmente mejor, sino que sus diferentes características pueden tener impactos distintos sobre la empresa. Sin duda, el grupo Alibaba tuvo todas estas consideraciones en cuenta, y concluyó que la opción que más se ajustaba a su estrategia era NYSE.

---

<sup>8</sup> Euronext es una bolsa de valores constituida por la agrupación de diversos mercados de capital europeos, entre los que se encuentran París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y Dublín.

## **5. Estudio del proceso previo a la OPV: de su carácter global y los agentes internacionales que participaron**

Para realizar una salida a bolsa, resulta indispensable para las compañías contar con los servicios y la experiencia de un banco de inversión – o varios – que la acompañe durante el proceso, ya que será crucial para el futuro de la empresa. Alibaba Group contrató los servicios de seis bancos para llevar a cabo todo el proceso de su OPV. Este bloque se componía de JP Morgan, Citi, Goldman Sachs y Morgan Stanley – los mayores bancos estadounidenses –; junto con Deutsche Bank y Credit Suisse – con sede europea –. Además, la empresa contó con el apoyo de Rothschild como asesor global independiente del proceso.

Cada uno de estos bancos tenía una función específica para preparar la OPV de Alibaba, y ninguno de ellos fue considerado como director del proyecto, contrariamente a la práctica habitual. Estas funciones consistían en (de la Merced, 2014):

- Preparación de la declaración de registro ante la SEC y organización del roadshow, encargada a Credit Suisse y Morgan Stanley;
- Determinación de la oferta y comunicación con inversores, de las cuales JP Morgan, Goldman Sachs y Citi fueron mayoritariamente responsables; y
- Diligencia debida<sup>9</sup>, realizada por Deutsche Bank.

En su momento, destacaron las ausencias en esta lista de Bank of America, Barclays o UBS. Esto se debía a que los tres participaban en la preparación de la OPV de JD.com, competidora directa de Alibaba. Barclays, además, fue rechazada por actuar contra los intereses de Softbank en la compra del operador de telefonía Sprint por parte de la compañía japonesa (de la Merced, 2014). Es necesario recordar que Softbank representa el mayor porcentaje en el accionariado de Alibaba como inversor estratégico, como se explica en el capítulo tercero.

---

<sup>9</sup> Diligencia debida, o *due diligence* en inglés, es la “evaluación necesaria para la verificación de una información financiera o empresarial. (...) El objetivo es fijar el valor real del negocio para su compra o venta, de manera que el adquirente tenga claro qué compra y cuál es la situación económica y financiera real del negocio” (Expansión, 2019).

De forma general – si bien existen una serie de excepciones –, el primer paso que han de realizar las compañías que han decidido lanzar una OPV en EE.UU. consiste en presentar una declaración de registro<sup>10</sup> ante la SEC. Esta declaración ha de recopilar la información más relevante de la compañía de cara a los inversores, concretamente: descripción de la compañía y de los valores a ofrecer en la OPV, información sobre el consejo directivo, y cuentas anuales auditadas externamente (SEC, 2011). La empresa no podrá realizar su OPV hasta que la SEC otorgue el estado de “efectiva” a la declaración en cuestión. Una vez registrada, esta se hace pública con el objetivo de que toda la información pertinente esté disponible para los inversores. Alibaba Group presentó su declaración de registro ante la SEC el 6 de mayo de 2014, apenas cuatro meses antes de llevar a cabo la OPV.

Una vez realizado el correspondiente registro, el cual no deja de ser un trámite burocrático, comienza el verdadero proceso de preparación para la OPV. Este proceso se compone principalmente de dos elementos: la prospección de la demanda – más conocido como book-building – y las presentaciones a los inversores o roadshow. Ambos tienen lugar al mismo tiempo, ya que es durante el roadshow cuando se realiza la prospección de la demanda. Sin embargo, debido a las peculiaridades de cada concepto, en las siguientes secciones se describirán sus características de forma separada, y atendiendo al caso concreto de Alibaba.

### **5.1 Prospección de la demanda e instituciones financieras involucradas**

La prospección de la demanda o book-building es realizada por los bancos de inversión contratados por la compañía que vaya a salir a bolsa, los conocidos como suscriptores. A pesar de que no resulta muy común contar con tantos bancos como suscriptores, esto supone para Alibaba una gran ventaja, que radica en el acceso a una red de inversores institucionales tan extensa como es la combinación de todos los contactos de estas entidades.

---

<sup>10</sup> Este documento se conoce como *Registration Statement Form S-1*, para compañías constituidas en EE.UU.; y *Form F-1* para compañías extranjeras, como es el caso de Alibaba.

En concreto, la prospección consiste en la creación de un libro en el que los bancos suscriptores recogen a lo largo del roadshow todas las ofertas que los inversores hacen durante el tiempo que se prolonguen las presentaciones. Las ofertas hacen referencia tanto a la cantidad de acciones que el inversor desea recibir como al precio que está dispuesto inicialmente a pagar por ellas. En consecuencia, este método permite a los bancos y a la compañía estimar el valor total que puede alcanzar su OPV (Chen et al., 2019).

Pese a que el book-buiding no es el único método para realizar una OPV, presenta determinadas características que resultan convenientes para la compañía que opte por él. Por un lado, en el supuesto de que la empresa en cuestión no cubra toda su oferta – es decir, que no encuentre suficientes inversores –, los bancos suscriptores que haya contratado estarán obligados a comprar ellos mismos las acciones que falten por vender. Esto supone un conflicto de interés para el suscriptor, ya que siempre debería fijar el precio más alto posible para su cliente: la compañía emisora de valores; pero ante un déficit de demanda que le obligue a comprar las acciones que no se hayan vendido, el banco lógicamente prefiere que su precio sea bajo (Lamy, 2015).

Por otra parte, el book-building otorga a la compañía un poder prácticamente absoluto en el momento de elegir a qué inversores asigna qué número de acciones (Sherman, 2001). Esto significa que una vez cubierta la demanda, la empresa estudia las ofertas realizadas por los inversores de forma casi independiente y analiza cuáles son las mejores. Después, toma una decisión en cuanto a los inversores que prefiere tener en su accionariado y en qué porcentaje. Para los inversores esto implica que puede haber diferencias entre la oferta que hayan realizado y las acciones y el precio que reciben. Es importante mencionar que cuando un inversor hace una oferta y esta se incluye en el libro de los bancos suscriptores, se convierte en una orden de compra vinculante. Ello supone que el inversor obligatoriamente tendrá que comprar las acciones que la compañía le asigne, aunque sean en menor cantidad u a otro precio al que ofreció al principio.

En el caso de Alibaba, los bancos suscriptores tomaron la decisión de cerrar sus libros antes de lo previsto como consecuencia de la gran demanda de los inversores, que sobrepasó

en exceso la oferta inicial. De los diez días previstos para el roadshow, bastaron dos para llegar a esta situación (Mazo, 2014). Tras este hito, el conjunto de bancos suscriptores de la oferta estimaban que esta tenía un valor superior a los \$21.000 millones (de la Merced, 2014). Al estudiar los potenciales inversores, Alibaba expresaba su preferencia de contar con fondos de inversión consolidados como BlackRock, T.Rowe Price o Fidelity entre su accionariado de mayor peso, debido a que estos mantienen posiciones a largo plazo lo que contribuiría a dar estabilidad a la cotización de la compañía (de la Merced, Alibaba Raises \$21.8 Billion in Initial Public Offering, 2014). Esto suponía que otros inversores con tendencia a la especulación como los fondos de gestión alternativa obtendrían menos acciones de las que habrían ofrecido.

## **5.2 Sobre la relevancia del roadshow: Estados Unidos, Europa y Asia**

Tal como se ha mencionado previamente, un roadshow es una ronda de presentaciones ante inversores, en este caso concreto, de todo el mundo. El objetivo de las presentaciones es mostrar la compañía que va a lanzar su OPV ante potenciales compradores como oportunidad de inversión y generar el mayor interés posible (Chen et al., 2019).

El roadshow es llevado a cabo por directivos de la empresa junto con los bancos suscriptores, ante todo tipo de profesionales interesados: analistas, inversores institucionales, y gestores de fondos de inversión y cobertura. Por este motivo, se convierte en el escenario perfecto para que puedan conocer más de cerca a la junta directiva y su visión sobre la compañía. Para el de Alibaba, de acuerdo con el Wall Street Journal el comité ejecutivo se dividió en dos equipos: naranja, liderado por el vicepresidente Joe Tsai y el consejero delegado Jonathan Lu; y el rojo, encabezado por la directora financiera Maggie Wu y el director de operaciones Daniel Zhang (Baram, 2014). La ronda de presentaciones de Alibaba comenzó en Hong Kong para después trasladarse a Nueva York, Boston, Chicago, San Francisco, y Denver en Estados Unidos; y terminó en Singapur y Londres (Rapoza, 2014). Jack Ma, como fundador y presidente global, participó en las presentaciones más importantes.

Sin duda, el éxito del roadshow tiene una relación directa con el de la propia salida a bolsa, en primer lugar, porque – como se ha indicado – de su transcurso depende el proceso de prospección de la demanda y su cobertura. Asimismo, dependerá también de dicho éxito la determinación del precio de la acción. En este sentido, la notoriedad alcanzada en la ronda de presentaciones de Alibaba fue tal, que el rango de precios que la junta manejaba se incrementó de los \$60-66 a los \$66-68 (Chen et al., 2019).

En consecuencia, los bancos suscriptores, de acuerdo con la junta directiva, establecieron el precio de salida final de la acción en el máximo de \$68 (de la Merced, 2014) tras el cierre de los libros y el final del roadshow. Ello fue posible debido a la recepción de un exceso de solicitudes suficiente como para cubrir la demanda con un amplio margen, incluso al precio más alto contemplado.

## **6. 19/09/2014: análisis del transcurso de la sesión de comienzo de la cotización de valores de la empresa en NYSE. Escenario post-OPV**

El viernes 19 de septiembre de 2014 se corresponde con la fecha de inicio de la cotización de Alibaba en Wall Street, en el parqué de NYSE. A las 9:30 a.m. de Nueva York, abría el mercado y el mundo miraba con gran expectación sus primeros movimientos. Especialmente, desde las oficinas centrales de Alibaba en Hangzhou, China, donde los empleados seguían la jornada en directo a pesar de las doce horas de diferencia. Por fin, justo antes del mediodía, Jack Ma hizo sonar la campana de NYSE marcando el inicio de la cotización de su compañía. En los segundos que siguieron a este instante, se informaba que la acción abría con un precio de \$92,70, un 38% superior al mercado por el comité (Alden, 2014). En general, los bancos de inversión consideran que una salida a bolsa constituye un triunfo si el precio sobrepasa un 15% al inicialmente establecido (Pisani, 2014). La cantidad recaudada se situaba en los \$21.800 millones haciendo de Alibaba la mayor OPV en la historia del mercado norteamericano de Wall Street. La cotización llegó a rozar los \$100 por acción, aunque al final de la sesión volvió a asentarse algo más próxima a su precio de salida, en los \$93,80.

El lunes siguiente, la compañía anunció que los bancos suscriptores habían ejercido su opción de compra adicional de acciones – conocida popularmente como *greenshoe option* –, al precio de emisión de las mismas, \$68. De esta forma, los bancos pueden hacer que aumente la oferta de estas mismas acciones para estabilizar la cotización y reducir su volatilidad en un escenario de muy alta demanda. Esta operación hizo que la recaudación aumentase hasta los \$25.000 millones, lo que situaba a Alibaba como la mayor OPV en la historia del mundo, por encima de Agricultural Bank of China con \$22.100 millones y que tuvo lugar en el parqué de Hong Kong (Chen et al., 2014).

Comparada con otras compañías cotizadas, su capitalización se situaba por encima de “la de Amazon, Facebook, JP Morgan, P&G, Verizon, Pfizer, IBM, Coca-Cola, Oracle, AT&T o Tencent; y en el sector tecnológico solo quedaba por detrás de Apple, Google y Microsoft” (Mazo, 2014). Hoy en día, Alibaba se mantiene entre las 10 empresas de mayor

capitalización bursátil del mundo (Mazo, 2018). No obstante, Alibaba no puede ser incluida en índices bursátiles de referencia como el S&P500, al no ser una empresa estadounidense.

El éxito sin precedentes conseguido por Alibaba en su salida a bolsa supuso importantes beneficios para los principales actores involucrados en ella. Por un lado, los mayores propietarios de acciones de la firma – Softbank, Yahoo!, Jack Ma y el resto de fundadores y altos cargos – vieron sus posiciones revalorizadas a medida que subía la cotización de las acciones. En el caso de Yahoo!, dueño del 22% de la compañía, la ganancia se estimó en \$8.300 millones (de la Merced, 2014). Por otra parte, los bancos de inversión suscriptores de la OPV cobraron comisiones en torno a \$250 millones (Weidner, 2014). A pesar de lo lucrativo de sus contratos, el principal beneficio que obtenían estas entidades al convertirse en suscriptoras de la OPV de Alibaba no eran tanto estas comisiones como el extraordinario prestigio que para ellos supuso la operación (de la Merced, 2014).

Estas cifras astronómicas llevan inmediatamente a preguntarse por qué Alibaba consiguió semejante hito histórico o, dicho de otro modo, cuáles fueron los factores que impulsaron este éxito. Si bien no hay un motivo exacto que responda a esta cuestión, en la salida a bolsa de Alibaba se dio una combinación de elementos que fue determinante para tal logro. Entre ellos, se puede considerar como fundamentales:

- Una propuesta de creación de valor única, basada en la misión de la compañía consistente en “facilitar hacer negocio en cualquier lugar” (Zhang, 2018). El núcleo del negocio gira en torno a la provisión de servicios para las pequeñas empresas en cada uno de los elementos que componen sus cuentas de resultados: generación de ingresos, gestión de costes de distribución, inventario, marketing, y financieros, y demás procesos operativos. Es decir, Alibaba propone soluciones integrales y democráticas que le permiten penetrar el mercado en todos sus segmentos. Se trata de un modelo de negocio de integración vertical escalable a cualquier parte del mundo.
- Una planificación de la OPV milimétricamente ajustada a la estrategia de la compañía, en términos tanto de cantidad y precio de la acción como de elección del mercado de cotización y el momento idóneo para llevarla a cabo.

- Un crecimiento y estados financieros sólidos, que en los momentos previos a la salida a bolsa estaban apoyados por un margen de beneficio del 24% y una capacidad de generación de transacciones muy superior a las de Ebay y Amazon (Luckerson, 2014).
- Una junta Directiva profundamente comprometida con la empresa y representada por su presidente ejecutivo Jack Ma. Según informaba la propia compañía en su registro en la SEC, consideran su cultura corporativa como “fundamental para el éxito” (Alibaba Group Holding Limited, 2014). Así se reflejó en la actuación de la junta durante el roadshow, que resultó determinante para el triunfo conseguido con la OPV. Por añadidura, el carisma de Ma unido a sus numerosos logros empresariales llevó a muchos inversores no ya a invertir en su proyecto, sino en su persona (Schaefer, 2014).

Pese a tan enorme éxito, una salida a bolsa no constituye en sí un fin sino un medio para conseguir recursos necesarios para el futuro de la empresa. Por ello, el escenario post-OPV marcaba una nueva etapa en la historia de Alibaba en la que surgirían nuevos desafíos y oportunidades. Por este motivo, se expone a continuación una breve síntesis de los acontecimientos más importantes que han tenido lugar en el periodo posterior a la OPV, principalmente en relación con las finanzas de la empresa y en materia de estrategia global.

Como se ha explicado anteriormente, la búsqueda de inversores por parte del consorcio chino se realizó con vistas a mantener un crecimiento sostenido y continuar con su estrategia intensiva en innovación y desarrollo del negocio. No obstante, Alibaba también se enfrentaba a obligaciones de pago derivadas de sus costes operativos. Por esta razón, la compañía emitía bonos en el mercado de deuda por primera vez apenas un mes después de su salida a bolsa en NYSE. Según informaba Reuters, Alibaba colocó \$8.000 millones en bonos, si bien la demanda por parte de inversores de todo el mundo superó los \$50.000 millones (Gambale et al., 2014). Aunque esta operación tuvo una cobertura mínima en los medios comparada con la OPV, fue una de las mayores operaciones en el mercado de deuda en ese año precisamente gracias a la expectación que esta había generado.

En este momento, Alibaba surgía como una corporación global con altas perspectivas de crecimiento, recursos suficientes disponibles para conseguirlo, y sus créditos refinanciados en condiciones favorables. Esto le ha permitido posicionarse como un referente entre las empresas tecnológicas de todo el mundo. Desde entonces y de cara al futuro, su estrategia de negocio pasa por la configuración de un ecosistema enteramente basado en una economía digital. La clave de todo ello está en la creación de redes que conectan compradores y vendedores en distintas plataformas que también interactúan entre ellas, lo que a su vez atrae a más compradores y vendedores (Cassidy, 2014). Para expandir estas redes, Alibaba desarrolla e incorpora nuevos productos y categorías de consumo integrando siempre unos con otros.

Además, tiene la intención de digitalizar todas las fases de sus procesos de entrega y construir un sistema híbrido de logística que sirva a toda la red. También va a seguir investigando todas las posibilidades que ofrecen las tecnologías de almacenamiento en la nube, análisis de datos e Internet de las cosas, las cuales se convertirán en pilares de su negocio en los próximos años. La visión a largo plazo de la compañía – según sus objetivos para 2036 – incluye hacer crecer su base de consumidores global de 642 millones de personas a los 2.000 millones, y contribuir a crear 100 millones de empleos de forma indirecta en los países en los que esté presente (Zhang, 2018).

Con respecto al rendimiento de los valores cotizados en NYSE de Alibaba, el precio de la acción a fecha de 29 de abril de 2019 se situaba en los \$186,15 lo que supone una rentabilidad desde el inicio de su cotización superior al 100%. Tal cifra es aún mayor si se compara con lo 68\$ que se establecieron inicialmente en su OPV. En el gráfico de la página siguiente se puede observar el comportamiento de la acción desde la salida a bolsa hasta la actualidad<sup>11</sup>. Se ve cómo la acción empieza a cotizar justo por debajo de los \$100 – en \$92,70 – y, pasando por una ligera bajada en el año 2015, el precio ha subido de forma gradual año tras año.

---

<sup>11</sup> En el gráfico se muestran también los eventos significativos – a través de las figuras triangulares – que han incidido de forma directa sobre la cotización de la acción.



Fuente: MarketWatch

Por último, tal como expresaba en su declaración de registro ante la SEC, Alibaba Group podría estar contemplando una salida a bolsa en el mercado de valores de Hong Kong en un futuro próximo. A pesar de la negativa inicial de HKEx de acoger las acciones de Alibaba – como se expuso con anterioridad, consecuencia de su estructura de gobierno contraria al principio ‘una acción-un voto’ –, el éxito obtenido por la empresa en su OPV americana reavivó el debate en el mercado chino sobre la autorización de este tipo de estructuras de control. Finalmente, en diciembre de 2017 HKEx aprobó el cambio en su regulación que permitía cotizar a empresas con distintas clases de acciones concebidas para mantener el control por parte de los directivos, como el caso de Alibaba. Poco tiempo después, Jack Ma declaraba en un acto público que considerarían seriamente la posibilidad de cotizar en HKEx (Breen, 2018).

Se espera que este cambio regulatorio atraiga a numerosas empresas de la región asiática para llevar a cabo sus OPVs en Hong Kong. Al mismo tiempo, ello perjudica a las bolsas norteamericanas, que perderían el posicionamiento alcanzado en las últimas décadas como la alternativa preferida por las compañías chinas.

## **7. Conclusión**

Este trabajo permite concluir que, tal y como se puede observar a través del ejemplo de la salida a bolsa de Alibaba, la integración del sistema económico y financiero mundial continúa intensificándose. Esta intensificación es una consecuencia directa de la globalización, proceso por el cual las relaciones internacionales aumentan de forma exponencial a la par que los intercambios económicos, políticos y sociales, haciendo que haya una interdependencia entre países cada vez mayor (Kolb, 2018).

Mediante la exposición de un caso como el de Alibaba, se pone de relieve la importancia de las grandes corporaciones a la hora de incidir de forma directa en los elementos clave de la economía mundial: empleo e inversión. Concretamente, en este trabajo se ha analizado el carácter internacional de las entidades inversoras involucradas. Ello permite ilustrar todos los nexos que se crean a partir del momento en el que una empresa comienza su internacionalización. En el contexto de los mercados financieros internacionales de capital surgen relaciones entre la compañía e inversores de todo el mundo, otras empresas, reguladores, y consumidores; y a la vez entre todos ellos. Cada decisión y cada acción individual da lugar a un efecto que impacta sobre los demás. Por tanto, queda patente que las relaciones internacionales no solo se limitan al marco de los Estados, sino que lo superan para extenderse a todos los actores internacionales.

Concretamente, en el proceso de OPV de Alibaba se vieron involucrados los intereses de todos los agentes mencionados. Al alzarse la compañía con el récord de mayor OPV de la historia, todos ellos se vieron afectados en mayor o menor medida. En sí, Alibaba cubrió su objetivo de financiación por mucho más de lo que se había propuesto inicialmente. Mientras, se abría a nuevos mercados aumentando exponencialmente su base de potenciales clientes y lograba unos niveles de visibilidad internacional que de ninguna otra forma hubiese logrado. Esto era favorable también para otras empresas cuyos negocios fueran complementarios a los de Alibaba, así como para los consumidores, puesto que la expansión internacional de los negocios conlleva un aumento de la competencia. A su vez, los inversores obtenían nuevas

fuentes de ingresos, pero se exponían también a nuevos riesgos, que representaban un desafío para los reguladores.

Adicionalmente, con respecto a los factores que impulsaron el éxito de la salida a bolsa de Alibaba en NYSE, cabría destacar principalmente el transcurso del roadshow – en el cual ejercieron el papel más importante tanto la junta directiva de la propia compañía como el equipo internacional de bancos suscriptores –, junto con la propuesta de valor única propuesta por el holding chino. El roadshow fue un proceso que no conoció fronteras ya que involucró a los más importantes bancos de inversión de EE.UU. y Europa, una de las más grandes compañías chinas, e inversores de todo el mundo; y pasó por los principales centros financieros del globo. De este modo, se podría considerar a este proceso como una materialización de las relaciones internacionales que surgen en el trasfondo de una salida a bolsa de semejantes características.

Se resalta, por tanto, la gran complejidad que caracteriza a los mercados financieros de capital, y a la cual se enfrentan las empresas a la hora de internacionalizarse y expandir sus modelos de negocio a otras regiones del mundo. Desde la perspectiva de las relaciones internacionales, como disciplina que estudia las interacciones entre actores más allá de los límites del Estado-nación, el análisis del papel de las corporaciones y su influencia en el resto de participantes del marco global resulta fundamental para poder dar una imagen precisa y ajustada de la realidad de hoy en día e incluso hacer proyecciones para el futuro.

Como se ha mencionado anteriormente, el caso de Alibaba sirve de ejemplo para entender que en cuanto una empresa traspasa las fronteras de su país de origen por el motivo que sea, ya incide directamente en los acontecimientos que se desarrollen a partir de entonces entre su país y aquel o aquellos adonde se dirija. Entre ellos, la creación de puestos de trabajo, cambios en los hábitos de consumo, o transferencia de conocimientos. Aquí se insertan de la misma manera las negociaciones entre la compañía y las distintas administraciones a las que tiene que hacer frente.

Por consiguiente, se observa que las relaciones internacionales abarcan más allá de los vínculos entre Estados, para comprender todos los nexos que surgen entre empresas, instituciones, movimientos sociales, organizaciones internacionales y un largo etcétera; tal como los impactos que generan y que les afectan mutuamente. Esto es lo que Alibaba representa y a lo que se hace referencia al mencionarla como exponente de corporación global.

Por último, se ha de señalar que este calificativo puede aplicarse en varios sentidos, ya que se hace referencia a una globalidad que se refleja en la integración de todo tipo de productos y servicios en las distintas líneas de negocio de la empresa. Pero también se refiere a una globalidad en cuanto a mercados, base accionarial, y nacionalidad de proveedores y clientes. En palabras de Maggie Wu, directora financiera de la empresa: “Alibaba no es una compañía china, es una compañía de Internet que simplemente tiene base en China” (2014).

## **Bibliografía**

- Alden, W. (Septiembre de 2014). *Alibaba's Shares Close Up 38% on First Day of Trading*. Obtenido de The New York Times - Dealbook: <https://dealbook.nytimes.com/2014/09/19/live-blog-tracking-the-giant-alibaba-i-p-o/>
- Alibaba Group Holding Limited. (6 de Mayo de 2014). Form F-1 Registration Statement Under The Securities Act of 1933. Washington.
- Alibaba Group Holding Limited. (Mayo de 2018). *Alibaba Group Announces March Quarter 2018 Results and Full Fiscal Year 2018 Results*. Recuperado el Febrero de 2019, de Alibaba Group: [https://www.alibabagroup.com/en/news/press\\_pdf/p180504.pdf](https://www.alibabagroup.com/en/news/press_pdf/p180504.pdf)
- Alibaba Group Holding Limited. (2019). *History and Milestones*. Obtenido de Alibaba Group Offerings: <https://www.alibabagroup.com/en/about/history?year=2010>
- Baram, M. (Septiembre de 2014). *Alibaba IPO Roadshow: Everything You Need To Know*. Obtenido de International Business Times: <https://www.ibtimes.com/alibaba-ipo-roadshow-everything-you-need-know-1681412>
- Beattie, A. (Noviembre de 2014). *Alibaba IPO: Why List in the U.S.?* Recuperado el Diciembre de 2018, de Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/investing/112614/alibaba-ipo-why-list-us.asp>
- Borst, N. (Mayo de 2014). *Why Can't Alibaba List in China?* Recuperado el Noviembre de 2018, de Peterson Institute for International Economics: <https://piie.com/blogs/china-economic-watch/why-cant-alibaba-list-china>
- Breen, J. (Enero de 2018). Alibaba makes up with HKEX after dual-class shares get OK. *GlobalCapital*.
- Burke, Q. L., & Eaton, T. V. (Noviembre de 2016). Alibaba Group Initial Public Offering: A Case Study of Financial Reporting Issues. *Issues in Accounting Education*, 31, 449-460.
- Cassidy, J. (Septiembre de 2014). *After Alibaba's I.P.O.: The Big Picture*. Obtenido de The New Yorker: <https://www.newyorker.com/news/john-cassidy/alibabas-ipo-big-picture>
- Chen, J., & Murphy, C. B. (Abril de 2019). *Understanding a Roadshow*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/r/roadshow.asp>

Chen, L., Mac, R., & Solomon, B. (Septiembre de 2014). *Alibaba Claims Title For Largest Global IPO Ever With Extra Share Sales*. Obtenido de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/ryanmac/2014/09/22/alibaba-claims-title-for-largest-global-ipo-ever-with-extra-share-sales/#559874e68dcc>

Corwin, S. A., & Harris, J. H. (2001). *The Initial Listing Decisions of Firms That Go Public. Financial Management*.

de la Merced, M. J. (Septiembre de 2014). *Alibaba Raises \$21.8 Billion in Initial Public Offering*. Obtenido de The New York Times - Dealbook: <https://dealbook.nytimes.com/2014/09/18/alibaba-raises-21-8-billion-in-initial-public-offering/>

de la Merced, M. J. (Mayo de 2014). *The Six Banks Leading Alibaba's Giant I.P.O.* Obtenido de The New York Times - Dealbook: <https://dealbook.nytimes.com/2014/05/06/the-six-banks-who-are-leading-alibabas-giant-i-p-o/>

English, M. (2017). *Financial Markets and Institutions*. Salem Press Encyclopedia.

Expansión. (Diciembre de 2017). *China - emigrantes totales*. Recuperado el Enero de 2019, de [Datosmacro.com: https://datosmacro.expansion.com/demografia/migracion/emigracion/china](https://datosmacro.expansion.com/demografia/migracion/emigracion/china)

Expansión. (2019). *Diccionario Económico*. Obtenido de Expansión: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/duo-diligence.html>

Furió, E. (2018). *Salidas a Bolsa: una estrategia de crecimiento para las empresas*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es/salidas-bolsa-estrategia-crecimiento-empresas/>

Gambale, M., & Robinson, D. (Noviembre de 2014). *Alibaba coloca con éxito bonos por 8.000 mln dlr*. Obtenido de Reuters: <https://lta.reuters.com/articulo/internet-mercados-alibaba-group-bono-idLTAKCN0J500720141121>

Gillis, P., & Lowry, M. R. (2014). *Son of Enron: Investors Weigh the Risk of Chinese Variable Interest Entities. Journal of Applied Corporate Finance*, 61-66.

Groz, M. M. (2009). *Forbes Guide to the Markets: Becoming a Savvy Investor*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Hughes, J. (Junio de 2015). *Hong Kong opens door to Alibaba shares*. Recuperado el Enero de 2019, de Financial Times: <https://www.ft.com/content/cb5af2da-166e-11e5-b07f-00144feabdc0>

- Jia He Ca, J. (2014). Alibaba's secret. *Acuity*, 50-52.
- Kenton, W. (Abril de 2019). *Capital Markets*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalmarkets.asp>
- Kolb, M. (Octubre de 2018). *What is Globalization and How Has the Global Economy Shaped the United States?* Obtenido de Peterson Institute for International Economics: <https://piie.com/microsites/globalization/what-is-globalization.html>
- Lamy, B. (Mayo de 2015). *Dura competencia por las acciones de Alibaba en su OPV*. Obtenido de Cotizalia - El Confidencial: [https://blogs.elconfidencial.com/mercados/finanzas-para-no-iniciados/2015-05-30/dura-competencia-por-las-acciones-de-alibaba-en-su-opv\\_863201/](https://blogs.elconfidencial.com/mercados/finanzas-para-no-iniciados/2015-05-30/dura-competencia-por-las-acciones-de-alibaba-en-su-opv_863201/)
- Luckerson, V. (Septiembre de 2014). *Everything You Need to Know About Alibaba and its Mega-IPO*. Obtenido de Time: <http://time.com/3398957/alibaba-ipo-china/>
- Mateu Gordon, J. L. (2019). *Diccionario Económico*. Obtenido de Expansión: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/oferta-publica-de-venta.html>
- Mazo, E. S. (Septiembre de 2014). *10 claves de la OPV de Alibaba, la mayor de la historia*. Obtenido de Expansión: <http://www.expansion.com/2014/09/19/mercados/1411158380.html>
- Mazo, E. S. (Septiembre de 2014). *Alibaba cubre su OPV en Wall Street en sólo dos días*. Obtenido de Expansión: <http://www.expansion.com/2014/09/10/empresas/tecnologia/1410369077.html>
- McBride, S., Wang, S., & Elstrom, P. (2018). *SoftBank's \$100 Billion Vision Fund Is Run by These 10 Men*. Obtenido de Bloomberg Businessweek: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-09-27/softbank-s-100-billion-vision-fund-is-run-by-these-10-men>
- NASDAQ. (2019). *NASDAQ Listing Center*. Obtenido de Initial Listing Guide: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>
- NIIF. (Enero de 2006). *Norma Internacional de Información Financiera*. Obtenido de Normas Internacionales de Contabilidad: <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/niif1.pdf>
- NYSE. (2016). *Overview of NYSE Quantitative Initial Listing Standards*. Recuperado el Enero de 2019, de NYSE:

[https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE\\_Initial\\_Listing\\_Standards\\_Summary.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Initial_Listing_Standards_Summary.pdf)

- Paúl Gutiérrez, J. (2018). *Lo Esencial Sobre Mercados Financieros Internacionales*. Recuperado el Diciembre de 2018, de Diccionario Empresarial Wolters Kluwer: [http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAASMTM3NjtbLUouLM\\_DxbIwMDS0NDQ3OQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoA60wvljUAAAA=WKE](http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAASMTM3NjtbLUouLM_DxbIwMDS0NDQ3OQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoA60wvljUAAAA=WKE)
- Pisani, B. (Septiembre de 2014). *How an IPO gets done, step by step*. Obtenido de CNBC: <https://www.cnbc.com/2014/09/17/alibaba-how-an-ipo-gets-done-step-by-step.html>
- Plan General de Contabilidad. (Noviembre de 2007). *Boletín Oficial del Estado*. Obtenido de <https://www.boe.es/boe/dias/2007/11/20/pdfs/C00001-00152.pdf>
- Prieto, M. (Julio de 2017). *El apetito voraz de Softbank*. Recuperado el Enero de 2019, de Expansión Economía Digital: <http://www.expansion.com/economia-digital/companias/2017/07/12/5964c2b8e2704e80778b4686.html>
- Rapoza, K. (Agosto de 2014). *Alibaba Goes On Tour To Attract Investors*. Obtenido de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2014/08/14/alibaba-goes-on-tour-to-attract-investors/#262772394b1a>
- Russell, J. (2018). *Lazada, Alibaba's Southeast Asia e-commerce business, gets a new CEO*. Obtenido de Techcrunch: <https://techcrunch.com/2018/12/12/lazada-alibabas-southeast-asia-e-commerce-business-gets-a-new-ceo/>
- Schaefer, S. (Septiembre de 2014). *Betting On Jack Ma: Three Keys to Alibaba's Success*. Obtenido de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2014/09/18/betting-on-jack-ma-three-keys-to-alibabas-success/#39f1c0536eec>
- Schindelheim, D. (2012). Variable Interest Entity Structures in the People's Republic of China: Is Uncertainty for Foreign Investors Part of China's Economic Development Plan? *Cardozo Journal of International & Comparative Law*, 195-234.
- SEC. (Septiembre de 2011). *Registration Under the Securities Act of 1933*. Obtenido de US Securities and Exchange Commission: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersregis33htm.html>

- SEC. (Abril de 2019). *Public Companies: Transparency and Continuing Disclosures*.  
Obtenido de US Securities and Exchange Commission:  
<https://www.investor.gov/introduction-investing/basics/how-market-works/public-companies>
- Sherman, A. E. (Septiembre de 2001). IPOs and Long-Term Relationships: An Advantage of Book Building. *Review of Financial Studies*, 697-714.
- Streeten, P. (Junio de 2001). Integración, Interdependencia y Globalización. *Finanzas y Desarrollo*, 34-37.
- Weidner, D. (Septiembre de 2014). *These are the winners and losers in the Alibaba IPO*.  
Obtenido de MarketWatch: <https://www.marketwatch.com/story/these-are-the-winners-and-losers-in-the-alibaba-ipo-2014-09-19>
- Wu, M. (Septiembre de 2018). Alibaba 2018 Investor Day: Financial Perspective. Hangzhou.
- Zhang, D. (Septiembre de 2018). *Alibaba Strategy*. Obtenido de 2018 Investor Day:  
[https://www.alibabagroup.com/en/ir/presentations/Investor\\_Day\\_2018\\_AlibabaStrategy.pdf](https://www.alibabagroup.com/en/ir/presentations/Investor_Day_2018_AlibabaStrategy.pdf)