



EL TRINOMIO DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS

Septiembre 2022

Pedro Garrido, Iker Etxezarreta Fraile,
Javier Hombría, Jorge Fernández Gallegos



ÍNDICE

Introducción <i>Pedro Garrido</i>	3
1. Cotizar en Bolsa: del pilot fishing al book-building <i>Javier Hombría</i>	5
2. La Empresa en el centro de las Finanzas Corporativas <i>Iker Etxezarreta Fraile</i>	7
3. La crisis que viene: ¿un caso de finanzas o de psicología? <i>Jorge Fernández Gallegos</i>	9

Introducción

Las finanzas corporativas es el área más sofisticada y técnica de las finanzas. Además, cuenta con las mejores perspectivas de desarrollo profesional. El nacimiento, crecimiento y desarrollo de las finanzas corporativas tanto en España, México como en países latinoamericanos está siendo exponencial en los últimos años.

Las compañías se están sofisticando tanto a nivel financiero como estratégico, llevando a cabo operaciones corporativas que están suponiendo unos elevados cambios transformacionales. La consecuencia es que la alta dirección de las compañías está en constante evolución y tienen como objetivo conseguir la mayor eficiencia financiera posible.

Para conseguir estos hitos, se requieren tanto de profesionales financieros dentro de cada compañía, así como de asesores especializados en las distintas áreas de las finanzas corporativas. Ambos deben ser versátiles, contar con un pensamiento analítico y capacidad crítica para poder visualizar y seleccionar las alternativas de asesoramiento corporativo más adecuadas.

Pedro Garrido, director del Máster online en Finanzas Corporativas de IEB



Cotizar en Bolsa: del *pilot fishing* al *book-building*

Javier Hombría, profesor del Máster en Finanzas Corporativas de IEB

En un momento en el que el capital privado tiene una capacidad de inversión tan importante (según el último informe de la consultora McKinsey, la inversión en mercados privados en 2021 fue de 1.1 billones de USD)¹, ¿merece la pena salir a cotizar? Basándome en la experiencia reciente, mi respuesta afirmativa es rotunda: salir a cotizar supone una ventaja competitiva. Eso sí, como toda gran iniciativa empresarial, esta decisión exige un esfuerzo continuado en el tiempo y una idea clara de hacia dónde se quiere ir.

Resumamos lo que supone el proceso de cotizar. Hay dos modalidades principales, la Oferta Pública de Venta (OPV), y la Oferta Pública de Suscripción (OPS). No son excluyentes, y hay operaciones que combinan las dos. En la OPV un grupo de accionistas vende (en todo o en parte) sus acciones en la compañía, mientras que, en el caso de la OPS, se emiten acciones nuevas para dar entrada a nuevos inversores.

¿Por qué definiendo que el estar cotizado es una ventaja competitiva? Porque la compañía tiene acceso a una financiación de la que carecen sus competidores no cotizados. El rápido acceso al mercado de capitales, y la publicidad y trans-

parencia que suponen estar cotizado, permite levantar grandes cantidades de capital en un corto período de tiempo, ofrecer acciones junto con efectivo en operaciones corporativas o motivar al equipo con planes de acciones.

No es coincidencia que de las diez compañías más grandes del mundo por ingresos, siete sean compañías cotizadas². Estas compañías aprovecharon la oportunidad que supone estar cotizado para acelerar su crecimiento e incrementar sus cuotas de mercado.

Entonces, ¿cuándo es el mejor momento para salir a cotizar? No hay una respuesta general correcta, ya que dependerá de los planes empresariales que se tengan. Si aun así hay que dar una respuesta, la más adecuada en mi opinión sería: “Hay que salir a cotizar antes de que sea necesario”. El proceso de cotizar exige una documentación legal y contable, una supervisión reglada y la búsqueda de los inversores adecuados. Todos estos procesos llevan tiempo, tiempo que no se puede acortar por mucho que queramos. Por eso, si el equipo directivo de la compañía tiene en mente cotizar como parte de su estrategia competitiva, cuanto antes empiece el proceso, mejor.

1 <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review>

2 <https://fortune.com/global500/>

Desde un punto de vista estricto, preparar la documentación (la cual se resume en el *prospectus*) lleva aproximadamente tres meses, sin tener en cuenta que luego tiene que ser remitido al regulador para su revisión (cuya respuesta puede conllevar semanas e incluso meses). En esta primera etapa del proceso ya tenemos a tres tipos de asesores colaborando: auditores, abogados y banca de inversión.

Una vez se tiene el visto bueno del regulador, se inicia la fase de marketing que tiene lugar entre dos y tres meses antes de la salida a Bolsa y que se denomina *pilot fishing*. Una primera etapa tiene lugar cuando el equipo directivo, asesorado por la banca de inversión, busca inversores a largo plazo que inviertan cantidades importantes: son los denominados inversores-ancla³. El lograr uno o varios de estos inversores es un enorme éxito, ya que es una señal al mercado de que hay una demanda segura por las acciones y que la historia de inversión es atractiva como para que estos inversores se comprometan públicamente a invertir a largo plazo.

En estas reuniones confidenciales se mide el atractivo de la emisión y se empieza a discutir la valoración. Evidentemente hay que encontrar un equilibrio entre conseguir la valoración más alta para la compañía, y un nivel que al mismo tiempo ofrezca a los inversores potencial de revalorización. En este punto, los analistas de la banca de inversión realizan informes explicando el negocio de la compañía, sus planes a futuro y la valoración.

Con base en estos informes y las reuniones con el equipo directivo, los inversores juzgan el atractivo de la empresa y deciden si invertir

o no, cuántas acciones y a qué precio. A este proceso se le llama *book-building*, y tiene lugar unas dos semanas antes de la fecha de salida a Bolsa, y con el conjunto de esas órdenes se forma un rango de precios. El día anterior al estreno en el mercado bursátil, el equipo directivo con el asesoramiento de la banca de inversión decide a qué precio saldrá a cotizar la empresa y cuántas acciones se venderán a cada inversor.

Todo este proceso de salida a Bolsa, aun con toda la presión e intensidad que conlleva, es solo el primer paso. El ser una compañía cotizada exige que se cumplan una serie de requisitos de publicación de resultados y comunicación de hechos relevantes. Mi experiencia es que hay equipos directivos que tienen una política de mínimos, y otros que deciden invertir tiempo y dinero en ser proactivos: seguir buscando a los inversores adecuados, mantener actualizada y fácilmente accesible la información corporativa, y tener un equipo de relación con inversores al que da presupuesto y relevancia en su organigrama.

La segunda estrategia genera información muy valiosa para la compañía (gracias a la continua comunicación con la comunidad inversora): cómo evoluciona su valoración, qué opinan los inversores de su estrategia y cómo la comparan con sus competidores, si habría demanda en caso de ampliar capital... Aprovechar esa información da esa ventaja competitiva de la que hablaba al principio de este artículo y que explica la razón por la que las compañías más valoradas del mundo son compañías cotizadas.

³ En inglés *cornerstone investors*.

2.

La Empresa en el centro de las Finanzas Corporativas

Iker Etxezarreta Fraile, CFA

Una reflexión acerca del papel que juegan las finanzas en el mundo de la empresa como principal eje vertebrador de la economía de un país. Por Iker Etxezarreta, Director Financiero de Werfen, y profesor del IEB en el Máster online en Finanzas Corporativas

El sintagma de finanzas corporativas a menudo genera cierta confusión por la amplitud del término y la cantidad de conceptos que puede agrupar. En este sentido baste como ejemplo el título del nuevo Máster lanzado por el IEB cuyo director es Pedro Garrido y que bajo este pretexto cubre gran cantidad de materias de naturaleza eminentemente financiera y de enorme interés para la vida de la empresa. Como complemento necesario, en este módulo vamos a buscar un **cambio de perspectiva poniendo a la empresa y sus necesidades en el centro de la discusión** y siendo el resto de los conocimientos herramientas al servicio de un objetivo superior como es el buen funcionamiento de los negocios. Lo haremos aportando una visión de 360° de quién después de 20 años aportando soluciones y asesoramiento a la empresa desde el sector financiero ha cruzado al otro lado del espejo para contar con una visión de conjunto del ecosistema financiero empresarial.

Comenzaremos dando un paso atrás para compartir un **entendimiento común de lo**

que es la empresa en un momento en el que los postulados que nos han servido de guía durante décadas parecen estar en revisión cuando no claramente en cuestión. Aunque es condición humana pensar que los debates contemporáneos son propios de nuestra generación la realidad es que determinar el propósito último de la empresa es una cuestión que tiene al menos 50 años si queremos tomar como punto de referencia el artículo publicado en 1970 por el premio Nobel Milton Friedman en The New York Times, “*The social responsibility of business is increase its profits.*” Esto nos dará pie a comentar algunas de las principales tendencias globales relacionadas con el gobierno corporativo de la empresa como son los criterios ESG, el Propósito de una empresa, sus diferentes grupos de interés o el activismo accionarial en las grandes corporaciones.

En lo que se refiere al contenido nuclear de este módulo tomaremos una **foto desde el asiento del CFO dividiendo los contenidos en dos ejes diferenciados: el económico y el financiero**. Sin duda son realidades que se pueden, y se deben, entrelazar adecuadamente en beneficio de los *stakeholders* de la empresa pero que requieren un análisis diferenciado para una toma de decisiones estratégica debidamente informada. Así, por el lado económico, repasaremos las principales

áreas de apoyo con impacto en el proyecto empresarial y sus diferentes puntos de conexión con las finanzas. Desde el área de Estrategia a Digital, RR.HH, Supply Chain, Controlling y Consolidación o Comunicación. Por el lado financiero apuntaremos a las diferentes responsabilidades de la Dirección Financiera desde la gestión de liquidez, cobros y pagos, gestión de riesgos financieros, alternativas de financiación, mercado de capitales, agencias de *rating*, relación con inversores, política de dividendos, finanzas sostenibles, *venture capital*...

Finalmente, tomaremos la coyuntura actual como hilo conductor teniendo presente que los acontecimientos de los últimos años, principalmente el Brexit, la pandemia Covid-19 y la guerra en Ucrania, van a redefinir las reglas de juego del capitalismo global. Sin perder de vista la imparable evolución tecnológica es muy posible que en los próximos años veamos una caída del comercio internacional, localización de factores de producción, inflación estructuralmente más elevada y políticas monetarias que deberán tener en cuenta estos factores además de la posible pérdida de influencia del USD en las finanzas internacionales y la consolidación de las monedas digitales como alternativa al dinero fiat.

3.

La crisis que viene: ¿un caso de finanzas o de psicología?

Jorge Fernández Gallegos, profesor del Máster en Finanzas Corporativas de IEB

Era abril 2020 y todos en la industria financiera estábamos expectantes sobre el destino de la especie, la economía, los mercados y la vida como la conocíamos. Todos salvo, tal vez, el doctor Sergio Rebelo, quien, mediante un impresionante despliegue de inteligencia, herramientas técnicas, un equipo de gente igual de brillante y un laboratorio de investigaciones, nos explicó en una conferencia para Northwestern Kellogg, que a lo que estábamos a punto de enfrentarnos no tenía parangón.

Entre otras cosas, explicó que el pequeño problema iba para un lustro, que los encierros iban a ser cíclicos, que la elasticidad de la actividad económica iba a aguantar más o menos bajo tal o cual medida y un sinfín de cosas que para sorpresa de nadie, terminaron siendo casi absolutamente ciertas.

Entre las escandalosas aseveraciones que el Doctor Rebelo dijo en el transcurso de 90 magistrales minutos, nos invitó a cancelar contratos de arrendamiento de nuestros negocios, renegociar tarifas de renta y pagar penalizaciones, no despedir a la gente y, en cambio, mantenerlos en un esquema de negociación de nómina reducida, etc. Nos invitó a pensar en lo que nunca habíamos pensado y a actuar como nunca habíamos actuado, porque sin eso, no

habríamos podido enfrentar una realidad que nunca habíamos enfrentado.

Al mismo tiempo que aquel temor se hacía presente, súbitamente las bolsas de todos lados empezaron a volar como nunca. Las cotizaciones de todas las plazas bursátiles estaban boyantes. El volumen de operación en máximos, los precios de las emisoras duplicándose, triplicándose, multiplicándose sin explicación racional alguna, y los índices rompiendo récords como no se había visto en mucho tiempo.

Producto de toda esta euforia, empezamos a ver surgir también cosas nuevas. Los “SPAC’s” (Special purpose acquisition companies) nos prometían atractivas dinámicas de inversión muy al estilo de “*Tu dame el dinero, ya veremos qué se nos ocurre hacer*”, de la mano de celebridades hambrientas de participar en la fiesta (hoy sabemos que su destino fue el cero absoluto).

Las criptomonedas ganaron notoria validez institucional y de opinión pública, pues muy al estilo de la fiebre de los tulipanes en Holanda del 1630, cotizaron cada vez más alto, sin aparente fin a la par de los mercados financieros regulares.



Los NFT's (Non Fungible Tokens) hicieron también su aparición en la escena de inversión, prometiendo en forma de caricaturas de simios de 24x24 pixeles; vanguardia en todos los medios, no sólo en el arte.

De un año para otro, pareciera que el mundo estaba embriagado de dinero, tratando de escapar de la realidad que azotaba a la economía. Y en esta última frase radica la idea más delicada: "La realidad". Muchos, salvo contados analistas, auguraban una justa valuación de las empresas, incluso después de ver despliegues de valor en ratios superiores al 10x. Después de todo, Benjamin Graham, David Dodd y Burton Malkiel nos dijeron durante décadas que el mercado reconoce su sana valuación con óptima eficiencia.

Si esto fuera cierto (y en ojos de cualquiera que tenga dos dedos de frente y entrenamiento en finanzas no tendría por qué no ser, o al menos eso pensamos), entonces el valor de las empresas aumentaba porque habíamos librado exitosamente lo peor y de alguna manera mística las compañías sortearon esta crisis, y rompieron récords de ventas también. Todo bien en villa dinero, al son de una canción titulada: "*Ya descontamos el ajuste*".

Las medidas de emisión de dinero en los bancos centrales en forma de estímulos que llegaban a las manos necesitadas de la población del mundo desarrollado tendrían efectos atenuados porque, después de todo: "*Estamos emitiendo dinero del futuro, que ya iremos a producir*". La inflación que eso produciría iba a ser transitoria.

Hoy es 2022. Y como cuando después de una fiesta de excesos pagamos una factura biológica y vemos los cargos a la tarjeta, ha amanecido

después de la fiesta en los mercados y la luz de la realidad es cegadora.

¿Qué estábamos viendo mientras Sergio Rebelo nos narraba aquella historia en 2020? ¿Quién autorizó aquella operación, o esta expansión, o las nuevas sucursales de este o aquel negocio? ¿Dónde estuvieron nuestros analistas y nuestros departamentos de riesgo, que ahora sufrimos todos las consecuencias?

La realidad es que estuvimos todos aquí mismo. Exactamente en las mismas sillas y viendo precisamente las mismas pantallas con las mismas gráficas. Lo que sucedió no fue una negligencia técnica, sino un fenómeno de ceguera antropológica. Una "borrachera" ideológica y económica de tales proporciones que solamente los "abstemios" pudieron percibir.

Esta historia que hoy vivimos donde hay fondos de pensión depreciados al 50% de su valor YoY, fondos de inversión con directores que no han dormido bien en 8 meses, inversionistas que lloran a la par de dueños de negocios y Christine Lagarde contesta dubitativa, 3 veces consecutivas en un foro grabado que la inflación bajará "*in due cause*", mientras sonrío nerviosa. No es nueva, no es la primera, ni será la última.

Aceptar que en los fenómenos humanos, incluido el fenómeno de mercados y de oferta y demanda, hay una realidad rastreable más clara que la teórica es trabajo y responsabilidad de todos los que somos parte de esta industria.

Va siendo ya buen tiempo para que enfoquemos nuestro estudio colectivo a entender la realidad y cuestionar nuestros fallidos procesos de análisis que poco han evolucionado en casi un

siglo. Es imperativo para poder prepararnos para la peor crisis, que no fue la del 29', ni la del 2008, y muy contra la opinión de quien la vaya a sufrir tampoco la del 2022. La peor crisis es siempre: la crisis que viene.

IEB es un Centro de Estudios Superiores adscrito a la Universidad Complutense de Madrid y a la Universidad Rey Juan Carlos.

Desde su fundación en 1989, ha conseguido ocupar una posición de liderazgo como el principal Centro de Formación Financiera y jurídica en España y en el mundo hispano hablante. En la actualidad IEB cuenta con aliados estratégicos como The London School of Economics (LSE), Bayes Business School, The Wharton School, The Chinese University of Hong Kong (CUHK) y Fordham University, una de las 3 primeras universidades especializadas en Derecho de Estados Unidos.

IEB está clasificada entre las cien instituciones docentes más innovadoras que imparten másteres legales, según el Financial Times.

Este informe ha sido elaborado por miembros del claustro del IEB en coordinación con Quum Marketing y Comunicación.

Dirección y coordinación:

Cristina Murgas Aguilar

Autores:

Pedro Garrido, Iker Etxezarreta Fraile, Javier Hombría, Jorge Fernández Gallegos

Maquetación:

Paula Peregrín

Dirección de Comunicación y PR:

Cristina Murgas, Directora de Comunicación Área Financiera e Institucional
QUUM

cmurgas@quum.com / Tel. 638 57 29 61

Bárbara Vieites, Ejecutiva de cuentas QUUM

bvieites@quum.com / Telf. 679 53 37 46



C/Alfonso XI, nº 6, 28014, Madrid

91 524 06 15

www.ieb.es