



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

ADE

Facultad de Administración
y Dirección de Empresas /UPV

UNIVERSITAT POLITÈCNICA DE VALÈNCIA

Facultad de Administración y Dirección de Empresas

Estudio y análisis del proceso de salida a Bolsa para una
empresa de e-commerce en Alemania.

Trabajo Fin de Máster

Máster Universitario en Dirección Financiera y Fiscal

AUTOR/A: Castillo Campos, Juan José

Tutor/a: Moya Clemente, Ismael

CURSO ACADÉMICO: 2023/2024

Agradecimientos

Mi familia, amigos, y de manera especial a Dios Padre, Dios Hijo y Dios Espíritu Santo.

A mi tutor de TFM, Ismael, por su dedicación, compromiso, enseñanza y por su actitud positiva durante el proceso.

Muchas gracias.

Juan José Castillo. -

ÍNDICE

Lista de abreviaturas.....	5
1. Introducción	7
1.1. Resumen.....	7
1.2. Objetivos	7
1.3. Metodología	8
1.4. Estructura del TFM.....	8
2. Marco teórico general	10
2.1. Mercado de capitales y mercado bursátil.....	10
2.2. Mercado bursátil en Alemania	13
2.3. Alternativas de salida a bolsa en Alemania	20
2.4. Proceso de salida en bolsa en Alemania: Oferta Pública Inicial.....	22
3. Análisis del sector industrial	31
3.1. Resultados y tendencias mundiales	31
3.2. Análisis macroeconómico	32
3.3. Análisis industrial: comercio electrónico (e-commerce)	34
3.4. Agenda 2023: Objetivos del Desarrollo Sostenible y el comercio electrónico ...	36
4. Estudio de caso: Empresa de e-commerce	38
4.1. Antecedentes de la empresa	38
4.2. Contexto del sector para eCO	50
4.3. Análisis de modelo de negocio	51
4.4. Análisis financiero	53
4.5. Análisis bursátil: capitalización bursátil y precio de oferta pre-OPI	61
4.6. Motivaciones y proceso para la salida a bolsa.....	65
5. Conclusiones	69
6. Bibliografía	71
Anexos	74

Anexo 1. Relación del Trabajo con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030.....	74
Anexo 2. Hojas informativas sobre los segmentos de la Bolsa de Frankfurt.....	76
Anexo 3. Empresas comparables y cálculos del análisis financiero	84
Anexo 4. Cálculos del análisis bursátil y valoración de la empresa	89

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Ventajas de una OPI para empresas y accionistas.....	24
Cuadro 2. Obligaciones Post OPI de la Bolsa de Frankfurt.....	29
Cuadro 3. Visión general de la cadena de valor de eCO.....	42
Cuadro 4. Análisis DAFO: eCO.....	51
Cuadro 5. Requisitos mínimos establecidos en los segmentos: Primer Standard, General Standard y Scale de la Bolsa de Frankfurt.	61
Cuadro 6. Emisión de nuevas acciones a través de OPI de empresas comparables	64
Cuadro 7. IPO Readiness: requisitos y proceso para eCO.....	66

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Mercado primario y secundario	11
Figura 2. Funcionamiento del mercado bursátil.....	13
Figura 3. Mapa de las bolsas de valores en Alemania	13
Figura 4. Segmentos y tipos de mercados dentro de la Bolsa de Frankfurt.....	17
Figura 5. Razones principales para cotizar en bolsa.....	20
Figura 6. Desventajas de una OPI	25
Figura 7. Segmentos de negocio, ingresos y productos de eCO.....	39
Figura 8. Estructura de eCO por segmento y entidades.....	41
Figura 9. eCO Connect – Cadena de valor	43
Figura 10. eCO Rewards – Cadena de valor	45

Figura 11. eCO Communities – Cadena de valor.....	46
---	----

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Estado de resultados consolidado de eCO. 2022-2023.....	53
Tabla 2. Ingresos de eCO por segmento de negocio. 2022-2023	54
Tabla 3. Ingresos de eCO por área geográfica. 2022-2023.....	55
Tabla 4. Estado de situación financiera consolidado de eCO. 2022-2023.....	57
Tabla 5. Endeudamiento sobre patrimonio. eCO y sector. 2022-2023	58
Tabla 6. Deuda neta sobre EBITDA. eCO y sector. 2022-2023	59
Tabla 7. Rendimiento sobre activos. eCO y sector. 2022-2023.....	59
Tabla 8. Rendimiento sobre patrimonio. eCO y sector. 2022-2023	60
Tabla 9. EBIT sobre ingresos. eCO y sector. 2022-2023	60
Tabla 10. Aplicación del método valor contable. eCO. 2023	62
Tabla 11. Aplicación múltiplo PER. eCO. 2023	63
Tabla 12. Aplicación múltiplo PVC. eCO. 2023	63

Lista de abreviaturas

AG	Sociedad anónima o de cotización (<i>Aktiengesellschaft</i>)
AN	Agencias de afiliados (<i>Affiliate Networks</i>)
BaFin	Autoridad Federal de Supervisión Financiera
BR	Brasil
CA	Canadá
CM	Margen de contribución (<i>Contribution margin</i>)
CNT	Entidades de eCO Connect
CMT	Entidades de eCO Communitites
DE	Alemania
DRC	Distribuidor de riesgo completo
DRL	Distribuidor de riesgo limitado
EBITDA	Resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones
EBIT	Resultado antes de intereses e impuestos
EBT	Resultado antes de impuestos
ES	España
eCO	eCO GmbH y subsidiarias
FPO	Oferta Pública de Seguimiento (<i>Follow-on Public Offer</i>)
FR	Francia
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
IN	India
MY	Malasia
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NL	Países Bajos
OPI/IPO	Oferta Pública Inicial
OECD	Organización para la Cooperación del Desarrollo Económico
OTC	<i>Over-the-counter</i>
PI	Propiedad intelectual
PL	Polonia
PT	Portugal
ROA	Rendimiento sobre activos
ROE	Rendimiento sobre patrimonio

RWD	Entidades de eCO Rewards
SE	Sociedad Anónima Europea
SPAC	Sociedad de Adquisición con Fines Especiales
TFM	Trabajo Fin de Máster
UE	Unión Europea
UK	Reino Unido
US	Estados Unidos
WLP	Editores y anunciantes socios (<i>White Label Partners</i>)
WTO	Organización Mundial del Comercio

1. Introducción

1.1. Resumen

El presente trabajo de fin de máster pretende realizar un estudio del proceso de salida a bolsa para una empresa en la Bolsa de Frankfurt en Alemania, los conceptos claves, sus exigencias y consideraciones en general; y cómo estas se pueden aplicar al caso concreto de una empresa perteneciente a la industria del comercio electrónico (*e-commerce*).

Como primera parte, se realizará una descripción del mercado de valores en Alemania y cómo se encuentra conformada; asimismo, se hará una revisión de los requisitos de admisión en el mercado de valores, alternativas, obligaciones posteriores y la respectiva normativa regulatoria, principalmente aplicable al proceso de ejecución de una Oferta Pública Inicial en la Bolsa de Frankfurt.

Posteriormente, se llevará a cabo una recogida de datos y análisis de información macroeconómica, junto con un análisis de la industria de comercio electrónico a nivel mundial y en Alemania, a efectos de identificar la evolución del sector en los últimos años y su impacto con la finalidad de determinar si es el momento bursátil adecuado. Asimismo, se realizará un análisis específico sobre una empresa dedicada al comercio electrónico que se plantea salir a bolsa, donde se pretende describir su modelo de negocio y su situación financiera junto con un análisis bursátil comparando con empresas del mismo sector. Lo anterior, a efectos de definir si la misma es capaz de cubrir las expectativas (financieras y negocio) de futuros inversionistas, su posible capitalización bursátil, precio de oferta de las nuevas acciones a emitir y si cumple con los requisitos exigidos para el proceso de OPI en Alemania.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo general

Analizar el proceso de salida a bolsa mediante una Oferta Pública Inicial de una empresa dentro del sector del comercio electrónico en Alemania, enfocándose en la Bolsa de Frankfurt, con el fin de evaluar su viabilidad y los requisitos necesarios para su éxito.

1.2.2. Objetivos específicos

- Investigar la estructura y conformación del mercado de valores en Alemania, con enfoque en la Bolsa de Frankfurt.
- Revisar los requisitos de admisión para la salida a bolsa, alternativas y obligaciones posteriores, así como la normativa regulatoria aplicable en la Bolsa de Frankfurt.
- Recopilar y evaluar datos macroeconómicos sobre la situación económica mundial y en Alemania, así como del comercio electrónico en los últimos años.
- Describir el modelo de negocio, estructura interna, segmentos y estrategias de una empresa alemana perteneciente al sector del comercio electrónico.
- Evaluar la situación financiera de la empresa y compararla con otras pertenecientes al sector a efectos de determinar su capacidad de cumplir con las expectativas de los inversionistas y requisitos para el proceso de salida en bolsa en Alemania.

1.3. Metodología

El presente trabajo se basa en una metodología estructurada que integra múltiples enfoques de investigación y análisis. En esta sección, se describe el enfoque metodológico adoptado para llevar a cabo este estudio

Revisión bibliográfica

Revisión de la literatura existente en internet relacionada con la descripción del mercado de capitales y bursátiles. Asimismo, se realiza una revisión de las páginas web de las bolsas de valores pertenecientes al mercado bursátil en Alemania con principal énfasis en la Bolsa de Frankfurt, a efecto de conocer su funcionamiento y el proceso a seguir para una Oferta Pública Inicial (en adelante, OPI).

Recopilación y revisión de datos económicos

Recopilación y revisión de distintos estudios macroeconómicos dedicados al análisis de la situación económica actual a nivel internacional y en Alemania, así como la situación del sector comercio electrónico.

Descripción detallada

Descripción del modelo de negocio de la empresa de comercio electrónico tomada como referencia para el presente trabajo, destacando su estructura interna, sus segmentos de negocio, cadena de valor, estrategia y sus principales motores de generación de valor.

Análisis de modelo de negocio y financiero

Evaluar el modelo de negocio a través de un análisis de sus debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades con base en la descripción antes mencionada, así como de su posición financiera utilizando sus estados financieros de los últimos dos años y comparándola con empresas del mismo sector que coticen en la Bolsa de Frankfurt.

Análisis bursátil

Realización de un análisis bursátil a efectos de estimar la posible capitalización bursátil, cantidad de nuevas acciones a emitir y su respectivo precio de oferta para la empresa considerada en el presente estudio, tomando en cuenta tanto los requisitos mínimos establecidos dentro de la Bolsa de Frankfurt, como la situación de mercado de las empresas comparables encontradas dentro del sector.

Preparación para la OPI (*IPO Readiness*)

Realización de un *IPO Readiness* a la empresa de comercio electrónico, tomando en consideración los requisitos exigidos por la bolsa de valores de Frankfurt para la salida a bolsa mediante una OPI.

1.4. Estructura del TFM

En este presente trabajo se pretende realizar un estudio del proceso de salida a bolsa en la Bolsa de Frankfurt en Alemania, conceptos claves, exigencias y consideraciones en

general, y cómo estas se pueden aplicar al caso concreto de una empresa perteneciente al sector del comercio electrónico. A continuación, se detalla cómo se desarrollará cada sección:

Marco teórico general

- Descripción del concepto de mercado de capitales y mercados bursátiles, sus funciones, características y estructura.
- Descripción del mercado bursátil de Alemania, mencionando las bolsas de valores que lo conforman, con principal énfasis en la Bolsa de Frankfurt.
- Explicación de las instituciones supervisoras y regulación de la Bolsa de Frankfurt, así como su estructura y descripción de los diferentes mercados y segmentos que la conforman.
- Contextualización de las alternativas para salir a bolsa en Alemania, a través de la Bolsa de Frankfurt.
- Explicación del proceso de salida en bolsa a través de una OPI, brindando una visión general de dicha alternativa, ventajas y desventajas, descripción del proceso y sus obligaciones post OPI.

Análisis del sector industrial

- Análisis macroeconómico de la situación actual a nivel internacional y en Alemania.
- Análisis industrial del sector del comercio electrónico a nivel internacional y en Alemania.

Estudio de un caso: Empresa de e-commerce

- Descripción general del modelo de negocio de la empresa, resaltando su estructura como grupo empresarial, segmentos de negocio y cadena de valor.
- Descripción de su estrategia y generación de valor.
- Contextualización de las razones o motivaciones que tiene la empresa a efectos de su salida en bolsa.
- Análisis financiero y del modelo de negocio a través de una descripción detallada de sus debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades, y evaluación de su posición financiera.
- Evaluación y análisis del proceso de salida en bolsa a través de una OPI, detallando su posible capitalización bursátil y si la empresa cumple o no con los requisitos establecidos.

Conclusiones

- Resumen de los hallazgos relevantes sobre cada apartado
- Conclusiones respecto a la capacidad de la empresa para su salida en bolsa a través de una OPI.

2. Marco teórico general

2.1. Mercado de capitales y mercado bursátil

2.1.1. Mercado de capitales

El mercado de capitales forma parte del sistema financiero de un país, el cual tiene como propósito la canalización de ahorros e inversiones entre los distintos agentes económicos, tales como inversionistas, empresas, instituciones de capital, bancos, gobiernos, a efectos de obtener fondos a largo plazo y/o rentabilidad sobre sus inversiones. Es decir, existen entidades o instituciones que disponen de mucho capital que buscan invertirlo a efectos de obtener una rentabilidad sobre el mismo, y por otro lado existen entidades y agentes económicos que necesitan de ese capital para diversos fines económicos.

Dentro de dicho mercado se negocian valores o activos financieros a largo plazo tales como acciones y títulos de deuda a largo plazo (bonos, obligaciones, préstamos no garantizados, bonos convertibles, etc.). Asimismo, dentro del mercado de capitales también se pueden negociar títulos valores del Estado, tales como bonos, letras de Tesoro, acciones de garantía hipotecaria, entre otros (Murinde, 2006).

En resumen, las funciones del mercado de capitales se podrían delimitar de la siguiente manera:

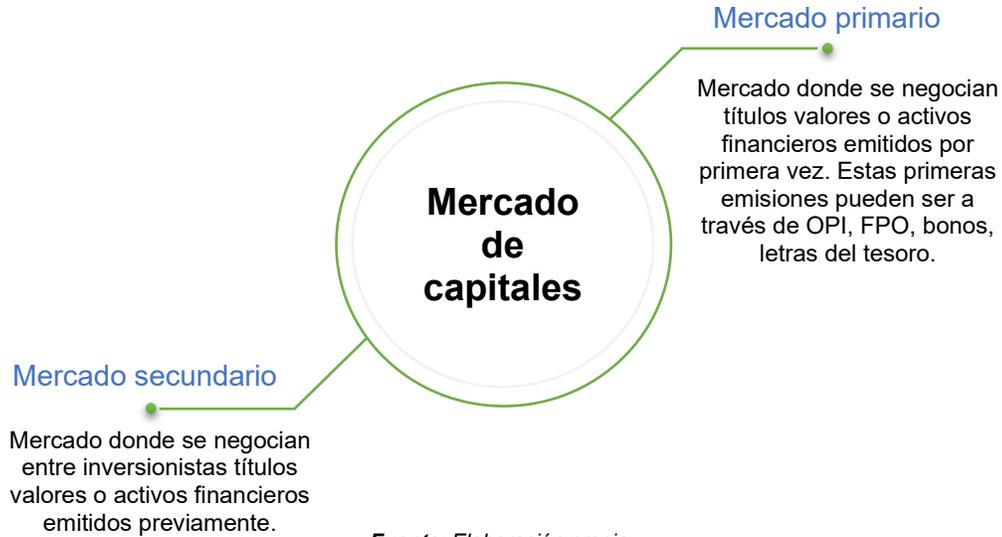
- Es un mercado especializado en la negociación de activos financieros a mediano y largo plazo¹;
- Es un mercado público, abierto y transparente; es decir, cualquier persona, empresa o institución puede ser participante dentro del mismo sin barreras de entrada o salidas notables. Todas las transacciones son de carácter público;
- Difusión de información rápida y de igual alcance para cualquier participante dentro del mercado;
- Toda transacción se realiza a través de intermediarios autorizados, los cuales cuentan con un papel clave en la relación entre emisores o propietarios de títulos valores e inversionistas;
- Es un mercado que se caracteriza por la alta negociabilidad por parte de los participantes sobre el precio de los activos financieros y por su inmediata transferibilidad con costes de transacción bajos; y
- Es un mercado organizado y supervisado que cuenta con principios, normas y reglas de carácter público para todos los participantes.

¹ Diferencia con el mercado monetario, el cual se especializa en soluciones de refinanciamiento a través de transacciones con capitales de corto y mediano plazo.

La estructura del mercado de capitales se puede definir de dos formas:

- a) por tipo de mercado: mercado primario y mercado secundario.

Figura 1. Mercado primario y secundario



Fuente: Elaboración propia

- b) Por tipo de activo financiero.

 Mercado Bursátil	Mercado donde se negocia de manera física o virtual acciones que representan la propiedad parcial de una entidad, a efectos de que estas puedan obtener capital.
 Mercado de bonos	Conocido también como mercado de deuda o de renta fija, es donde se realizan transacciones y emisiones de títulos de deuda por parte de empresas e instituciones gubernamentales, para financiar proyectos o sus operaciones.
 Mercado de derivados	Mercado donde se negocian activos financieros de alto riesgo que derivan su valor de activos ya existentes (bonos, acciones, divisas, etc.).
 Mercado de divisas	Mercado donde se realiza el intercambio de diferentes monedas a nivel mundial. Su función se basa en la compraventa de divisas, donde los participantes buscan obtener beneficios de las variaciones en las tasas de cambio.
 Mercado ETF	Fondos cotizados o EFT son instrumentos de inversión híbridos entre los fondos y las acciones. Ofrecen la diversificación de una cartera de fondo y la flexibilidad supone poder entrar y salir de ese fondo con una simple operación en Bolsa (BME, 2024).

El mercado de capitales tiene un papel relevante en una economía de mercado. El buen funcionamiento de este es de vital importancia a efectos de poder realizar una transferencia

eficiente de recursos monetarios desde quienes ahorra y cuentan con el capital, hacia los que necesitan de ese capital y quieren logran ofrecer un mayor retorno y capitalización del mismo. El mercado de capitales puede influir significativamente en la manera en cómo se toman las decisiones de inversión en una economía.

A efectos del presente trabajo, a continuación, se desarrolla de manera más extensa el funcionamiento del mercado bursátil, sus características y su composición.

2.1.2. Mercado bursátil y bolsa de valores

Como se mencionó en el apartado anterior, el mercado bursátil, o también conocido como mercado de valores, es donde se desarrolla la negociación y el intercambio colectivo de acciones y sus derivados. Dicho mercado, gracias a su alta relevancia económica, se ha convertido en una referencia para conocer la salud de la economía y su comportamiento.

El mercado bursátil o mercado de valores se compone de un conjunto de bolsas donde se realizan transacciones de emisión, compra y venta de títulos valores. Una bolsa de valores es donde los agentes o intermediarios de bolsa y comerciantes (inversionistas, empresas, instituciones) se reúnen para comprar y vender dichos títulos valores, tales como las acciones.

Las bolsas de valores son pilares centrales de una economía, sirven como espacios de negociación regulados de derechos de propiedad, por ejemplo, el capital de las entidades en forma de acciones o derechos de crédito en forma de bonos. Lo anterior, con el objetivo de ayudar a las entidades o empresas a buscar capital permitiéndoles, por ejemplo, expandir su negocio, desarrollar e investigar nuevos productos, aumentar sus activos, entre otros (Börse Frankfurt, 2019).

Una característica relevante de las bolsas de valores es la supervisión de precios a efectos de crear mercados transparentes y eficientes con los menores costes de transacción posibles y protección contra la manipulación. Asimismo, las bolsas de valores reúnen en un mismo lugar a un gran número de compradores y vendedores sin que se conozcan entre sí ni se encuentren en persona, sin necesidad de entregar el objeto de negociación físicamente (Börse Frankfurt, 2019).

Cualquier persona con capacidad jurídica puede comprar acciones en una bolsa de valores a través de un proveedor de servicios financieros (por ejemplo, un banco), convirtiéndose así en copropietario de empresas y participando en su éxito económico (Börse Frankfurt, 2019).

En la siguiente figura se presenta un resumen del funcionamiento del mercado bursátil en general (Börse Frankfurt, 2019):

Figura 2. Funcionamiento del mercado bursátil



Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

2.2. Mercado bursátil en Alemania

El mercado bursátil en Alemania se compone de siete bolsas de valores en todo el territorio (TradingHours, 2022). En la siguiente figura se puede observar sus respectivas ubicaciones:

Figura 3. Mapa de las bolsas de valores en Alemania



Fuente: Elaboración propia

- **Bolsa de valores de Frankfurt:** ubicada en el centro financiero de Alemania, es la bolsa de valores más grande e importante del país donde se negocian acciones, bonos y otros activos financieros de empresas nacionales e internacionales de distintas industrias.
- **Bolsa de valores de Stuttgart:** es la segunda bolsa de valores más importante de Alemania. Notablemente, Stuttgart gestiona alrededor del 40% de las operaciones y negociaciones de bonos, fondos de inversión, acciones y certificados de participación en el país. Asimismo, Stuttgart es propietaria del *Nordic Growth Market* (el segundo mayor mercado de Noruega).
- **Bolsa de valores de Berlín:** ubicada en la capital de Alemania, Berlín ofrece un espacio para inversores privados y gestiona los sistemas de negociación llamados Xontro® y Equiduct®², competidores de los sistemas Eurex® y Xetra®³. Adicionalmente, Berlín opera desde 2009 el *Tradegate Exchange*, el cual es un mercado electrónico dirigido a inversores privados.
- **Bolsa de valores de Múnich:** situada en la capital bávara, la bolsa de valores de Múnich ofrece acceso completo a acciones, bonos y otros activos financieros alemanes; no obstante, su fama viene por la cotización de empresas locales bávaras cerveceras. Asimismo, Múnich se considera un importante centro de negociación *over-the-counter* (OTC) y de los principales lugares de financiación para las pequeñas y medianas empresas.
- **Bolsa de valores de Hamburgo:** con cinco siglos de antigüedad y ubicada en el centro económico del norte de Alemania, la bolsa de valores de Hamburgo sigue funcionando para el comercio de acciones, seguros, cereales e inmuebles. Hamburgo es bolsa de valores más antigua de Alemania y la primera del Grupo BÖAG⁴, junto con las de Dusseldorf y Hannover. Grupo BÖAG se fundó para apoyar a estas tres bolsas de valores en su actividad.
- **Bolsa de valores de Hannover:** perteneciente al Grupo BÖAG, en dicha bolsa se cotizan sobre todo pequeñas empresas y se negocian fondos de capital fijo.
- **Bolsa de valores de Dusseldorf:** última en entrar al Grupo BÖAG en 2017, ofrece la negociación sin comisiones de todas las acciones y obligaciones alemanas. Asimismo, ofrece un segmento de “mercado primario” el cual garantiza un nivel sumamente alto de transparencia desde el punto de vista de inversores proteccionistas.

A efectos del presente trabajo, a continuación, se desarrolla de manera más extensa sobre el funcionamiento, estructura y composición de la bolsa de valores de Frankfurt.

² Tanto Xontro® como Equiduct® son sistemas de negociaciones electrónicos de las Bolsa de valores de Berlín. Xontro® brinda soporte a todo el proceso de negociación tanto de valores nacionales como internacionales que cotizan en bolsa; Equiduct® es una plataforma paneuropea centrada en ofrecer la ejecución a intermediador minoristas e institucionales. La responsable de su operación y mantenimiento es la empresa Equiduct Systems Ltd. (Börse Berlin, 2024)

³ Eurex® con sede en Frankfurt, es una de las cámaras más importantes de liquidación de derivados financieros futuros, así como el mayor mercado europeo de derivados financieros. (EUREX, 2024). Por su parte, Xetra® es un sistema electrónico de negociación de alta capacidad, en donde alrededor de 320 bancos y sociedades de valores europeas utilizan actualmente para negociar toda la gama de acciones cotizadas en la Bolsa de Frankfurt.

⁴ BÖAG Börsen AG (“Grupo BÖAG”) fue fundada en 1999 como la compañía *holding* para las bolsas de valores de Hamburgo, Hanover y Dusseldorf. Grupo BÖAG también gestiona plataformas de negociación especiales, como la Bolsa Alemana de Fondos, el mercado primario y secundario líder en el ámbito de los fondos de inversión alternativos/fondos cerrados, así como las plataformas de negociación electrónica Quotrix y LS Exchange las cuales también completan la oferta. (BÖAG Börsen AG, 2024).

2.2.1. Bolsa de valores de Frankfurt

2.2.1.1. Descripción general

Frankfurter Wertpapierbörse (FWB[®], o la Bolsa de Frankfurt) es uno de los mayores centros de negociación de títulos valores a nivel mundial. Cuenta con una cuota del volumen de negocios de alrededor del 90% y es la bolsa de valores más grande de Alemania en comparación con las otras seis. Deutsche Börse AG (en adelante, Deutsche Börse) es una entidad de derecho público encargada de la gestión de la Bolsa de Frankfurt garantizando el funcionamiento de la negociación bursátil (Deutsche Börse Group, 2024).

En 1990, la administración y el funcionamiento de la Bolsa de Frankfurt pasaron de la Cámara de Comercio e Industria de Frankfurt a la recién fundada Frankfurter Wertpapierbörse AG, que poco después se convirtió en Deutsche Börse, volviéndose así el núcleo actual del Grupo Deutsche Börse.

La Bolsa de Frankfurt suministra avanzados sistemas electrónicos de negociación, liquidación e información a efecto de satisfacer las crecientes exigencias del comercio transfronterizo. Asimismo, su sistema de negociación totalmente electrónico, Xetra[®], es una de las principales plataformas electrónicas a nivel mundial. Gracias a dicha plataforma, lanzada en 1997, la Bolsa de Frankfurt consiguió reforzar su posición competitiva creando condiciones atractivas para inversionistas y participantes en el mercado (Deutsche Börse Group, 2024).

2.2.1.2. Instituciones supervisoras y regulación

Con toda bolsa de valores, la Bolsa de Frankfurt cuenta con instituciones y cuerpos ejecutivos encargados de supervisar las actividades realizadas dentro de la bolsa (Deutsche Börse Group, 2024).

a) Consejo de Administración de la Bolsa de Frankfurt

Los fundamentos jurídicos de las funciones del Consejo de Administración (*Management Board*, en inglés) se pueden encontrar en la Ley de Mercado de Valores (*Börsengesetz*)⁵. De acuerdo con sus disposiciones, el Consejo de Administración es responsable de la gestión de la Bolsa de Frankfurt y de llevar a cabo todas las tareas ejecutivas asignadas expresamente que incluyen:

- admisión de individuales y empresas a la negociación bursátil;
- decisiones sobre el inicio, suspensión, interrupción y cese de la negociación en bolsa;
- decisiones sobre el establecimiento del precio de los títulos valores;
- definición de la organización y los procedimientos comerciales; y
- mantenimiento del orden y control en el centro de negociación.

De acuerdo con el modelo de organización de una sociedad anónima alemana (*Aktiengesellschaft*), el Consejo de Administración es responsable de la gestión de la bolsa, mientras que el Consejo de Bolsa (*Exchange Council*, en inglés) es el órgano responsable del control y la regulación. En este sentido, el Consejo de Administración de la bolsa es

⁵ *Stock Exchange Act*, en inglés. Ley en vigor desde 1896 que regula la organización y las actividades de las bolsas alemanas.

responsable de la gestión de los servicios públicos y vela por que las leyes, reglamentos, condiciones generales y otros estatutos pertinentes a la bolsa se apliquen y se cumplan adecuadamente. Asimismo, el Consejo de Administración puede asignar la responsabilidad de la ejecución de dichas tareas a otras personas.

b) Consejo de Bolsa de la Bolsa de Frankfurt

El Consejo de Bolsa es donde se debate sobre cuestiones y desarrollos fundamentales de la Bolsa de Frankfurt y es el encargado de brindar aprobación al Consejo de Administración para todas aquellas cuestiones de suma importancia. Asimismo, dicho Consejo es responsable del nombramiento, destitución y supervisión del Consejo de Administración. Por otro lado, el Consejo de la Bolsa es quién se encarga del establecimiento de las normas de la Bolsa, el reglamento de tasas y las condiciones para las operaciones en la Bolsa.

c) Comité sancionador

El Comité sancionador es un órgano que forma parte de la bolsa. Su principal función consiste en sancionar las infracciones cometidas por los participantes en las negociaciones o por los emisores sobre las normas bursátiles sentenciadas a garantizar la ejecución ordenada de las negociaciones en bolsa o la liquidación de las operaciones bursátiles (Börse Frankfurt, 2019).

El Comité sancionador de la Bolsa de Frankfurt está conformado por un presidente y dos asesores designados por el Consejo de Bolsa, los cuales se eligen entre los participantes en las negociaciones o los emisores. En la toma de sus decisiones, el Comité sancionador se encuentra sujeto exclusivamente a la supervisión del Consejo de Administración de la Bolsa (Börse Frankfurt, 2019).

d) Oficina de Vigilancia de Comercio

La Oficina de Vigilancia de Comercio (*Handelsüberwachungsstelle*, en adelante OVC) es un organismo bursátil independiente el cual es responsable de la vigilancia de todas las negociaciones que suceden en la Bolsa. La OVC supervisa la negociación en la Bolsa de Frankfurt (Xetra[®], así como la negociación apoyada por especialistas), incluida la bolsa de derivados Eurex[®].

Adicionalmente, la OVC investiga las irregularidades notificando los resultados de sus investigaciones a los consejos de administración de las bolsas, así como a la Autoridad de Supervisión de las Bolsas (*Börsenaufsichtsbehörde*). Del mismo modo, remite los casos a la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (en adelante, BaFin), en caso de que entren dentro de su ámbito de responsabilidad.

e) Autoridad de supervisión de la Bolsa de valores

Las Autoridades de Supervisión son instituciones con responsabilidades a nivel estatal. La Autoridad de supervisión de la Bolsa de valores del Estado federado de Hesse forma parte del Ministerio de Economía, Energía, Transporte y Vivienda de Hesse.

Dentro del ámbito de competencias de dicha autoridad se comprenden los procesos de establecimiento de precios, supervisión del correcto desarrollo de las negociaciones, así como la investigación de las infracciones a la Ley de Mercado de Valores. Dicha autoridad

evalúa las irregularidades notificadas por la OVC; pero también cuenta con la capacidad de supervisar directamente los mercados de valores.

Adicionalmente, la Autoridad de Supervisión de la Bolsa de valores también puede aplicar sanciones a los participantes dentro del mercado de valores, y aprueba las respectivas normas y reglamentos de la Bolsa de Frankfurt, así como de Eurex®.

f) Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin)

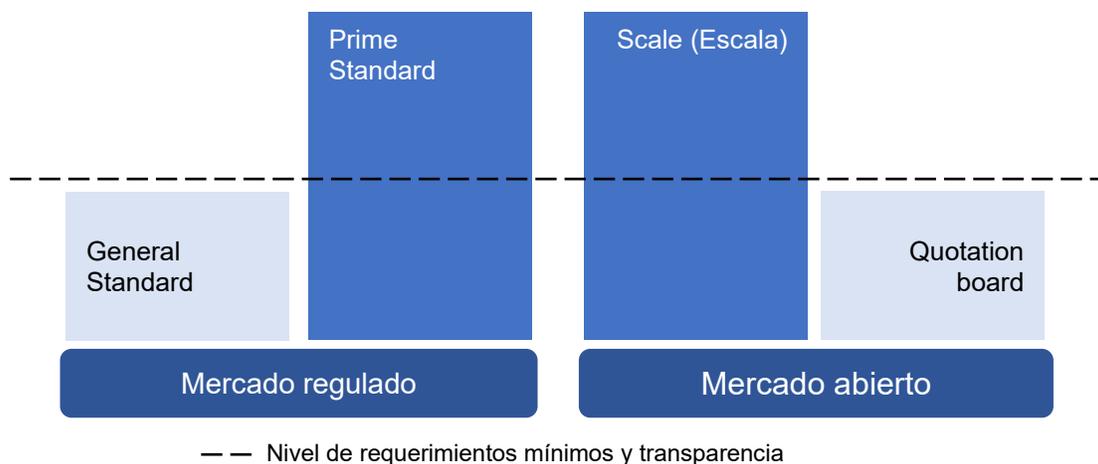
BaFin es responsable de la investigación en casos de sospecha de uso de información privilegiada y manipulación del mercado a nivel federal. Asimismo, BaFin investiga posibles infracciones de los requisitos de publicación.

2.2.1.3. Estructura de la Bolsa de valores

En Europa, las empresas o instituciones que desean acceder a los mercados bursátiles tienen dos vías: i) mercados regulados por la Unión Europea (“UE”), y ii) mercados regulados por las propias bolsas (Deutsche Börse , 2024).

En este sentido, dentro de la Bolsa de Frankfurt, los participantes tienen acceso a estas dos vías u opciones de mercado. En la siguiente figura se observan los diferentes mercados y sus respectivos segmentos disponibles dentro de la Bolsa de Frankfurt. Los participantes pueden decidir por sí mismos en cual segmento entrar y, por ende, el nivel de transparencia dispuestos a aceptar (Deutsche Börse , 2024).

Figura 4. Segmentos y tipos de mercados dentro de la Bolsa de Frankfurt



Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

2.2.1.3.1. Mercado regulado: Prime Standard, General Standard

El Mercado regulado constituye un mercado organizado de acuerdo con la Ley alemana de negociación de valores (sección 2 párrafo 11 WpHG)⁶, por lo tanto, se trata de un mercado

⁶ La Ley alemana de negociación de valores (Wertpapierhandelsgesetz), abreviada como WpHG, regula la negociación de valores en Alemania y sirve, en particular, para controlar las empresas de servicios que negocian con valores

regulado por la UE. Las condiciones de admisión y las obligaciones de seguimiento que se aplican en este mercado están reguladas por ley, las cuales provienen de la legislación de la UE ajustándose a normas uniformes para toda la UE. Dichas regulaciones se establecen principalmente en (Deutsche Börse , 2024):

- Ley de Mercado de Valores (*Stock Exchange Act*);
- Decreto sobre Admisiones en Bolsa;
- La Ley alemana sobre el prospecto de valores (*Securities Prospectus Act*)⁷;
- Ley alemana de negociación de valores (WpHG); y
- Normas y Reglamentos de la Bolsa de Frankfurt.

El Mercado regulado es un segmento de mercado oficial de derecho público, a diferencia del Mercado abierto, que se rige por el derecho privado.

Los emisores en el Mercado regulado deben cumplir con normas estrictas que se aplican a nivel de toda la UE. De esta forma, el Mercado regulado está orientado principalmente a las grandes y medianas empresas la cuales cuentan con la capacidad de cumplir las normas y desean atraer a inversores nacionales e internacionales.

A continuación, se explican en mayor detalle los segmentos dentro del Mercado regulado (Deutsche Börse , 2024):

a) Prime Standard

En el segmento Prime Standard se encuentran los requisitos más estrictos en materia de transparencia en la Bolsa de Frankfurt y de Europa. Las condiciones de admisión, así como las obligaciones de seguimiento se pueden encontrar en el Reglamento de la Bolsa de Frankfurt. No obstante, las obligaciones de admisión y seguimiento dentro de este segmento no solo destacan en el criterio de transparencia, sino también por el hecho de que los mismos deben cumplirse tanto en alemán como en inglés y se deben presentar de manera trimestral.

Dicho esto, el Prime Standard es ideal para emisores que desean atraer inversionistas internacionales.

b) General Standard

Dentro del segmento General Standard aplican las mismas obligaciones establecidas dentro del Mercado regulado, pero con un nivel menor de transparencia. Los requisitos de admisión, así como las obligaciones de seguimiento se encuentran en la Ley de Mercado de Valores, Decreto sobre Admisiones en Bolsa y en las Normas y Reglamentos de la Bolsa de Frankfurt. Este segmento está destinado especialmente para medianas y grandes empresas, las cuales buscan dirigirse a inversionistas nacionales y desean utilizar una cotización rentable.

(Wertpapierdienstleistungsunternehmen-WpDU), así como las operaciones de futuros financieros, y también para proteger al cliente.

⁷ La Ley alemana sobre el prospecto de valores (*Wertpapierprospektgesetz - WpPG*) establece los requisitos para la hoja de información sobre valores, una disposición nacional sobre la exención de la obligación del prospecto (en la medida en que el Reglamento conceda una opción a este respecto), así como disposiciones relativas a la responsabilidad del prospecto y las competencias de la BaFin para sancionar las infracciones.

2.2.1.3.2. Mercado libre (Freiverkehr): Scale, Quotation board

El Mercado abierto (*Freiverkehr*) es un mercado bursátil regulado, no obstante, no se trata de un mercado organizado en el sentido de la WpHG (art. 2, apdo. 5). A diferencia del Mercado regulado, el cual se encuentra sujeto al derecho público, el Mercado abierto está sujeto al derecho privado. Las Condiciones Generales de Deutsche Börse para el Mercado abierto en la Bolsa de Frankfurt establecen la regulación de las condiciones de admisión y las obligaciones de seguimiento en el Mercado Abierto (Deutsche Börse , 2024).

La admisión al Mercado abierto está disponible para valores que no se encuentran admitidos a negociación en el Mercado regulado, ni incluidos en la negociación del Mercado regulado. En los segmentos del Mercado abierto de la Bolsa de Frankfurt, además de acciones de empresas alemanas, se negocian principalmente acciones de empresas extranjeras, obligaciones alemanas y extranjeras, certificados y *warrants*. En el Mercado abierto se negocian acciones de más de 60 países diferentes (Deutsche Börse , 2024).

Los emisores y participantes en el Mercado abierto se encuentran sujetos a menores requisitos de transparencia en comparación con el Mercado regulado. El Mercado abierto se puede considerar como una alternativa más atractiva para empresas jóvenes y orientadas al crecimiento como para medianas empresas.

En el Mercado abierto, los valores de una empresa pueden cotizar en los segmentos *Scale* o *Quotation Board*, los cuales se explican con mayor detalle a continuación (Deutsche Börse , 2024):

a) Scale

El segmento Scale cuenta con requisitos de admisión y obligaciones adaptadas para pequeñas y medianas empresas, a efectos de ofrecer una forma eficiente de captación y financiamiento de capital de inversionistas nacionales e internacionales.

Los requisitos de admisión y obligaciones de seguimiento se establecen dentro de las Condiciones Generales de Deutsche Börse para el Mercado abierto de la Bolsa de Frankfurt. Adicionalmente, dicho segmento se encuentra registrado dentro del mercado *SME Growth Market* (Mercado de crecimiento para PYME, en español)⁸.

b) Quotation Board

Aquellos títulos valores que no se encuentren admitidos dentro del Mercado regulado de la Bolsa de Frankfurt, ni incluidos dentro de la negociación de este, se pueden admitir dentro del segmento Quotation Board. De igual forma, se pueden admitir dentro de este segmento aquellas acciones que se encuentran ya admitidas dentro de otro centro de negociación bursátil reconocido por Deutsche Börse, ya sea dentro o fuera de Alemania.

⁸ SME (Small-Medium Enterprises) Growth Markets (Los Mercados de Crecimiento de PYME) hacen referencia a una categoría de centros de negociación creada por la Comisión Europea a través de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II) y transpuesta a la legislación nacional en el artículo 48a de la Ley del Mercado de Valores. En un SME Growth Market registrado, al menos el 50% de todos los emisores son las denominadas pequeñas o medianas empresas (PYME) (Börse Frankfurt , 2024).

Los requisitos y criterios de admisión, obligaciones de seguimiento, así como los cargos y honorarios se pueden encontrar en el Anexo 2.

2.3. Alternativas de salida a bolsa en Alemania

Como se ha mencionado en las secciones anteriores, una de las principales razones para que las empresas o instituciones decidan salir a bolsa es la captación de capital y financiamiento para su crecimiento o expansión. Es decir, la salida a bolsa permite acceder a capital que antes no estaba disponible proveniente de varias fuentes, tales como inversionistas institucionales, capital propio de los inversionistas, gestores de activos e inversionistas minoristas, a efectos de lograr financiamiento para capital de trabajo, aumento de patrimonio, diversificación y expansión (Deutsche Börse, 2024).

Figura 5. Razones principales para cotizar en bolsa



Fuente: Elaboración a partir de www.deutsche-boerse.com

Las empresas cuentan con distintas alternativas para la salida al mercado bursátil en la Bolsa de Frankfurt, las cuales se describen a continuación (Deutsche Börse, 2024):

2.3.1. Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering*)

Oferta Pública Inicial, la cual se puede abreviar como OPI (IPO, por sus siglas en inglés) es la alternativa mayormente conocida y escogida por las empresas cuando éstas deciden salir a bolsa.

La OPI es una colocación inicial que consiste en la cotización de las acciones de la empresa en un mercado de capitales organizado, por ejemplo, en el mercado bursátil. El objetivo de una OPI es ofrecer las acciones en las carteras de los accionistas existentes con respecto a una ampliación de capital, es decir se emiten acciones nuevas adicionales a las ya existentes.

2.3.2. Cotización Directa (*Direct listing*)

En el proceso de cotización directa, las acciones existentes (acciones de fundadores, empleados e inversionistas) comienzan a cotizar, pero sin ampliar capital. Se trata de una cotización sin oferta pública de acciones, a diferencia de la OPI. Adicionalmente, dentro de la cotización directa se puede considerar lo siguiente (Deutsche Börse , 2024):

- No periodo de bloqueo: los accionistas pueden vender sus acciones sin el habitual periodo de restricción de al menos seis meses (caso de una OPI).
- Sin dilución: al no emitirse nuevas acciones, los derechos de voto y el capital no se diluyen.
- Flexibilidad: el proceso de cotización flexible ayuda a garantizar unos costes manejables.
- Transparencia: el acceso es abierto e igualitario al libro de órdenes para todas las partes, ya sean inversionistas institucionales o minoristas.
- No hay creación formal de libros: el precio de venta se determina con base en la oferta y demanda, y no a través de la constitución formal de un libro de órdenes como en una OPI tradicional.

2.3.3. Sociedad de Adquisición con Fines Especiales (*Special Purpose Acquisition Company*)

Otra alternativa a la OPI tradicional es la opción de cotizar en bolsa a través de una Sociedad de Adquisición con Fines Especiales (en adelante SPAC, por sus siglas en inglés). Una SPAC es una sociedad instrumental que no cuenta con una actividad empresarial propia.

El objetivo de una SPAC es la captación de capital a través de la cotización, cuyos ingresos son utilizados posteriormente a efectos de adquirir una empresa que no cotice en bolsa en un plazo limitado y ponerla en cotización indirectamente en bolsa. Usualmente al momento de iniciar la cotización o salida en bolsa de una SPAC aún no se ha determinado la empresa no cotizada que se va a adquirir, sin embargo, se suele conocer con antelación el sector económico objetivo de la futura adquisición (Deutsche Börse, 2024).

Las SPAC son especialmente adecuadas para empresas bien establecidas con un fuerte potencial de crecimiento que buscan una alternativa segura, rápida y rentable a una OPI tradicional.

2.3.4. Bonos-OPI

Los candidatos a la OPI pueden utilizar bonos convertibles o bonos con opciones sobre acciones, combinados con una cotización directa de las acciones creadas en la fecha de ejercicio de la OPI.

2.4. Proceso de salida en bolsa en Alemania: Oferta Pública Inicial

2.4.1. Visión general de la Oferta Pública Inicial en Alemania

El mercado de ofertas públicas iniciales en Alemania fluctúa cada año. Durante el año 2021, hubo 12 OPI dentro del segmento *Prime standard* de la Bolsa de Frankfurt, generando una capitalización de mercado de alrededor de 8.600 millones de euros. (Haarmann & Busch, 2024). Como se ha mencionado anteriormente, la Bolsa de Frankfurt es la bolsa de valores de referencia en Alemania para las OPI y su segmento *Prime standard* opera alrededor del 90% de las transacciones de acciones en Alemania. Asimismo, dicho segmento es parte de los mercados regulados por la UE, los cuales contienen altos estándares de transparencia, a efectos de atraer a empresas que buscan inversionistas internacionales.

Durante el año 2022, como consecuencia de la invasión rusa en Ucrania y la incertidumbre global, se llevó a cabo únicamente una OPI perteneciente a Porsche AG dentro del segmento *Prime standard*, la cual contaba con un volumen de 9.100 millones de euros, el más alto desde 1999. Sin embargo, durante el año 2023, a pesar de que se esperaba un repunte en el mercado, únicamente tres empresas realizaron OPI dentro este segmento, alcanzando una capitalización de 1.900 millones de euros, la segunda más baja en la última década. (Haarmann & Busch, 2024).

Para diciembre de 2023, la capitalización total del mercado regulado de la Bolsa de Frankfurt, incluyendo *Prime standard* y *General standard*, fue de 1.973 billones de euros. A inicios de 2024, se llevaron a cabo dos OPI muy exitosas por parte de las empresas RENK Group y Douglas, lo cual estimaba un posible crecimiento del mercado de OPI alemán, impulsado por la estabilización de las tasas de interés y la recuperación del mercado global. Asimismo, distintas empresas alemanas han comenzado a cotizar en el extranjero en los últimos años, como BioNTech y Birkenstock en Estados Unidos. Por otro lado, el grupo de viajes alemán TUI regresó a la Bolsa de Frankfurt en 2024 después de haber estado listado en Londres durante 10 años. (Seulen, 2024)

Para abril de 2024, existen alrededor de 381 empresas listadas en el mercado regulado y 47 en el segmento *Scale* del mercado abierto, el cual es destinado a pequeñas y medianas empresas. (Haarmann & Busch, 2024)

Como se puede observar, las OPI son un hito muy significativo para las empresas y para los mercados de capitales a efectos de buscar acceso a otras fuentes de financiamiento y capital público, tanto en Alemania como en otros países. No obstante, en Alemania, las empresas cotizadas han demostrado un papel menos relevante en comparación con otras economías distinguidas debido a la aversión al riesgo que usualmente demuestran los inversionistas alemanes, la cual es influenciada por los eventos históricos y la estructura del sistema de pensiones alemán el cual prioriza las inversiones en renta fija.

A pesar de lo anterior, las empresas alemanas tienden a atraer inversionistas internacionales o extranjeros gracias a la alta estabilidad política, el sólido marco normativo y legal, fuerza de trabajo altamente calificada y competitividad en los sectores industriales. Esto ha llevado a que la mayoría de las acciones de las principales empresas alemanas en el índice DAX estén en manos extranjeras.

En términos regulatorios, en 2023 se aprobó la Ley de Financiamiento para el Futuro (*Zukunftsfinanzierungsgesetz*), la cual facilita el acceso de las empresas a los mercados de capital. Dicha ley tiene como objetivo reducir el capital mínimo requerido para una OPI,

flexibilizar ciertos requisitos y reintroducir las acciones de doble clase para que los accionistas puedan mantener control sobre sus empresas. Adicionalmente, se introdujo dentro de la legislación alemana el modelo SPAC, permitiendo así la adquisición de empresas objetivo no cotizadas, con la transacción sujeta a la aprobación de la junta de accionistas. Queda por ver cómo estas regulaciones impactarán en la práctica. (Seulen, 2024).

2.4.2. Marco jurídico relacionado a la OPI

Tal y como se ha mencionado anteriormente, la regulación o el marco jurídico tanto para las OPI como para cualquier empresa cotizada en Alemania, se encuentra anclado a distintas leyes a nivel de la UE, así como a otros reglamente o normas bursátiles destinadas a garantizar la protección de los participantes dentro del mercado bursátil y la transparencia.

En Alemania, así como en los demás estados miembros de la UE, los mercados de capital y bursátiles están cada vez más regulados a nivel europeo, lo cual refleja una tendencia hacia la armonización y supervisión centralizada. Dicho cambio plantea como objetivo la creación de un sistema financiero más coherente y eficiente para toda la UE.

En la regulación relacionada directamente a las OPI, se pueden mencionar las siguientes normativas claves:

- Reglamento sobre el prospecto de la UE - Reglamento UE;
- La Ley alemana de negociación de valores (*Wertpapierhandelsgesetz*, WpHG);
- Ley de Mercado de Valores (*Börsengesetz*, BörsG); y
- Reglamento alemán sobre la admisión a cotización (*Börsenzulassungs-Verordnung*, BörsZulV).

En cuanto a la cotización en bolsa, las principales normas son:

- Reglamento de la UE sobre abuso de mercado MAR y
- Ley alemana de negociación de valores (*Wertpapierhandelsgesetz*, WpHG).

Por último, respecto al gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, así como para aquellas sociedades con forma jurídica de sociedad anónima europea (*Societas Europaea*, o SE), se puede mencionar la siguiente normativa:

- Ley alemana de Sociedades Anónimas (*Aktiengesetz*, AktG);
- Código Alemán de Gobierno Corporativo (*Deutscher Corporate Governance-Kodex*);
- Reglamento de la SE de la UE⁹; y
- Ley alemana de aplicación de la SE (*SE-Ausführungsgesetz*, SEAG).

De igual forma, se debe considerar las normas y requisitos que las mismas bolsas de valores, como la Bolsa de Frankfurt, emiten para los distintos segmentos del mercado.

⁹ Regulación (EC) 2157/2001 del 8 de octubre de 2001 sobre el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE)

Por otro lado, BaFin siendo la principal autoridad reguladora responsable de la supervisión de los mercados bursátiles, incluidas las OPI, en Alemania, supervisa la aprobación de los prospectos, lleva a cabo la vigilancia del mercado y hace cumplir las normas reglamentarias para garantizar la protección de los inversores, la integridad del mercado y la estabilidad financiera.

2.4.3. Ventajas y desventajas de una OPI

Transformarse de una empresa privada a una empresa pública que cotice en la bolsa de valores a través de una OPI, puede presentar varias ventajas y desventajas para la empresa, su gestión y sus accionistas.

2.4.3.1. Ventajas de una OPI

Una OPI ofrece diversas ventajas tanto para la empresa como para sus accionistas. En general, la empresa puede acceder a una variedad amplia de opciones de financiamiento, incrementando su flexibilidad financiera, mejorando su visibilidad y transparencia, y transformándose en un lugar de trabajo más atractivo. Adicionalmente, la OPI brinda a los accionistas la oportunidad de beneficiarse de la desinversión de sus acciones a precios potencialmente más altos y la oportunidad de participar en el crecimiento de la empresa.

A continuación, se detallan los principales beneficios que una OPI puede brindar tanto a la empresa como a sus accionistas (Schwander & Trojette, 2019):

Cuadro 1. Ventajas de una OPI para empresas y accionistas

Ventajas para la empresa	Ventajas para accionistas
<p>Acceso a mercados de capitales:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Acceso a una amplia gama de opciones de financiamiento. ○ Captación de capital a través de la emisión de nuevas acciones, sin depender en gran escala de la deuda bancaria. <p>Flexibilidad financiera:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Recaudación fondos mediante medidas de capital adicionales. ○ Reemplazo de la deuda existente siendo menos dependiente a la financiación bancaria. <p>Conciencia del mercado y transparencia:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Mayor visibilidad en el mercado. ○ Mayor transparencia a efectos de mejorar la reputación de la empresa. 	<p>Desinversión rentable:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Beneficio al desinvertir parte de sus acciones durante la OPI a precios más altos que los ofrecidos en ventas privadas. ○ Menos del 50% de las acciones existentes se venden en una OPI en Alemania, y el resto está sujeto a un acuerdo de bloqueo con los bancos suscriptores. <p>Participación en el crecimiento:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Beneficio de cualquier aumento en el valor de la empresa. ○ Participación en el éxito económico de la empresa. <p>Ventas secundarias eficientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Beneficio ante colocaciones secundarias, logrando mayores beneficios si el precio de las acciones ha aumentado.

<p>Entorno laboral atractivo:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Participación por parte de los empleados en las acciones como incentivo en el rendimiento <p>Oportunidades de adquisición:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Empresas públicas pueden utilizar sus acciones como moneda de adquisición. 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Rápida ejecución, proporcionando una clara ventaja de tiempo sobre las ventas privadas.
---	---

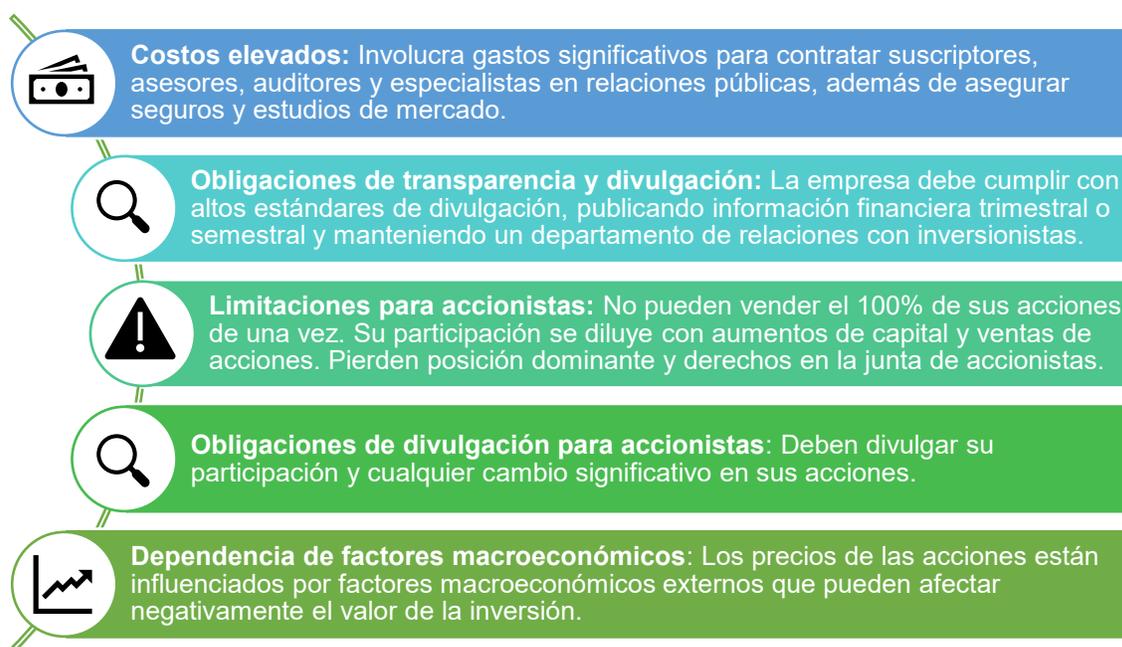
Fuente: Elaboración propia a partir de Schwander & Trujette, 2019

2.4.3.2. Desventajas de una OPI

Una OPI también puede presentar una serie de desafíos y costos a considerar, tales como la contratación de suscriptores, asesores, auditores y especialistas en relaciones públicas, estrictas obligaciones de transparencia y divulgación, y dilución de la participación accionaria. Asimismo, los accionistas enfrentan limitaciones en la venta de acciones y pérdida de control, y el precio de las acciones puede ser afectado por factores macroeconómicos externos.

A continuación, se detallan las principales desventajas que una OPI puede brindar tanto a la empresa como a sus accionistas (Schwander & Trojette, 2019):

Figura 6. Desventajas de una OPI



Fuente: Elaboración propia a partir de Schwander & Trujette, 2019

2.4.4. Descripción del proceso de OPI en Alemania

El proceso de salida a bolsa a través de una OPI en Alemania está regido principalmente por un marco estructurado que se puede encontrar en el Reglamento de la UE sobre prospecto, WpPH y WpHG, además de las normas internas de la bolsa de valores

respectiva, este caso la Bolsa de Frankfurt. Asimismo, en el caso de que la empresa se encuentre interesada en dirigirse a inversionistas internacionales, a menudo se debe tomar en cuenta la normativa de otras jurisdicciones, por ejemplo, la legislación de Estados Unidos en caso se dirija a inversionistas de ese país (Seulen, 2024). A continuación, se explica el proceso de OPI en Alemania.

2.4.4.1. Preparación para la OPI (*IPO readiness*)

El proceso de salida a bolsa inicia mucho antes del primer día de cotización, en donde las empresas y sus accionistas deben seguir varios pasos que deben cumplir a conciencia. Dichos pasos pueden incluir, entre otros: i) la contratación de asesores y bancos adecuados, ii) la preparación de la empresa para su salida a bolsa, iii) la elaboración del procedimiento de salida a bolsa y la redacción de la documentación respectiva (prospecto), iv) así como la comercialización y oferta satisfactorias de las acciones. (Schwander & Trojette, 2019)

Asimismo, la empresa como parte de su preparación para la OPI, debe crear un fondo de capital para vender las acciones, evaluar la situación financiera, introducir ciertos cambios legales en el gobierno corporativo y, en la mayoría de los casos, modificar la estructura jurídica de la empresa.

a) Patrimonio de la empresa

El historial del patrimonio de la empresa es uno de los factores más relevantes a efectos de garantizar el éxito de la OPI, ya que junto con los datos financieros la empresa y sus accionistas serán capaces de vender la OPI a los inversionistas.

La empresa debe contar con una buena posición en el sector o mercado donde opera, junto con una estrategia concreta y una oportunidad de crecimiento que influya positivamente en el desarrollo y la rentabilidad de la empresa en el futuro. Los datos financieros históricos de la empresa deben permitir llegar a la conclusión de que la misma tiene perspectivas convincentes para los próximos años. No obstante, hay que tomar en cuenta que en la documentación para la OPI no se puede revelar ninguna orientación cuantitativa (a menos que esté certificada por un auditor) (Schwander & Trojette, 2019). Los datos financieros anteriores, los puntos fuertes y débiles de la empresa, oportunidades y riesgos, así como los objetivos y las perspectivas de crecimiento de la empresa, deben permitir crear una historia de negocio, capital y financiera que resulte atractiva para los inversores. (Seulen, 2024)

b) Estructura corporativa y jurídica

Un paso importante previo a la salida a bolsa es que la empresa debe asegurarse de estar "lista para el mercado bursátil"; es decir, que en primera instancia la forma o estructura jurídica/legal de la empresa a efectos de poder cotizar se debe convertir en, i) una sociedad anónima o de cotización (*Aktiengesellschaft*, o AG), o ii) una sociedad en comandita por acciones (*Kommanditgesellschaft auf Aktien*, o KGaA)¹⁰, o iii) una SE (Seulen, 2024).

Se debe considerar que un cambio en la forma jurídica implica ajustar los estatutos sociales para cumplir con los estándares de las empresas públicas. Adicionalmente, se debe asegurar que la composición del consejo de supervisión cumpla con las cuotas de género

¹⁰ La forma jurídica KGaA suele considerarse en el contexto de una empresa familiar en la que el control debe permanecer en la familia incluso después de cotizar en bolsa (Schwander & Trojette, 2019).

y la independencia de sus miembros, y que los acuerdos y compensaciones de la junta directiva estén en consonancia con la Ley de Sociedades Anónimas Alemana y el Código de Gobierno Corporativo Alemán (Schwander & Trojette, 2019).

c) Estados financieros

Un punto clave para la preparación y evaluación de una OPI, es que la empresa deba contar con estados financieros consolidados (balance general, estado de pérdidas y ganancias/estado de resultados, y estado de flujo de efectivo) de los tres últimos ejercicios fiscales anteriores a la divulgación de la OPI, así como los estados financieros provisionales al momento de la evaluación de la OPI (Schwander & Trojette, 2019).

Adicionalmente, la empresa debe aplicar los estándares contables necesarios, especialmente las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIIF) a efectos de cotizar, por ejemplo, en el mercado regulado (Seulen, 2024). Dicha aplicación es un requisito que se debe cumplir no solo a efectos de la salida a bolsa, sino que también con respecto a los dos últimos años previos a la misma.

Dado que muchas empresas alemanas comunican sus estados financieros aplicando los estándares contables locales alemanes, esto implica que las mismas necesitan convertir sus estados financieros a las NIIF, lo que lleva mucho tiempo y podría retrasar considerablemente los preparativos de la OPI (Schwander & Trojette, 2019).

d) Selección de la Bolsa de valores y segmento de mercado

La empresa debe decidir en qué bolsa de valores listar sus acciones, eligiendo entre el mercado regulado y el mercado abierto. El mercado regulado, como se ha mencionado anteriormente, se encuentra sujeto a estándares de transparencia más altos y requisitos de divulgación más extensos. Por su parte, el mercado abierto se encuentra gobernado por leyes privadas que cuentan con menores requisitos formales. Los valores admitidos en el mercado regulado son generalmente más atractivos para los inversionistas, especialmente a nivel internacional. La elección también implica decidir si cotizar en una bolsa nacional o extranjera, o simultáneamente en ambos (doble cotización) (Seulen, 2024).

Si el objetivo de la empresa es cotizar en el mercado regulado a través de la OPI, se debe designar una entidad de crédito que acompañe durante el proceso. Dicha entidad suele apoyar a la empresa o emisor en la preparación de la OPI y suscribir las acciones ofrecidas. Dicho apoyo incluye la definición del historial del patrimonio de la empresa, la redacción de la presentación a los analistas y del "road show", la aproximación a los inversionistas, el asesoramiento a la empresa o emisor en cuanto al tiempo y la fijación de precios, la firma del prospecto y la solicitud de admisión a cotización en bolsa. Dependiendo del tamaño de la OPI y de la empresa, otros bancos pueden unirse y apoyar en dicho proceso como coordinadores globales conjuntos y co-liberadores (Schwander & Trojette, 2019).

e) Tiempo para la planificación y preparación

La preparación para una OPI en Alemania puede durar entre nueve y doce meses, dependiendo de la estructura corporativa y de las finanzas de la empresa (Seulen, 2024). Si la empresa ya ha creado una sala de datos, por ejemplo, para un proceso anterior de emisión de obligaciones o de fusión y adquisición, y/o ya ha emitido obligaciones con su correspondiente prospecto completo, el tiempo de preparación puede acortarse.

En lo que respecta a los datos financieros, la empresa debe disponer de un conjunto completo y convincente de datos financieros que permitan la divulgación y el análisis requeridos en la documentación de la OPI (Schwander & Trojette, 2019).

2.4.4.2. Preparación de un prospecto para la OPI

Un aspecto de suma relevancia ante cualquier proceso de OPI es la preparación y publicación de un prospecto de valores, el cual contiene información sobre la empresa y sus títulos valores (por ejemplo, acciones). Básicamente, un prospecto es siempre necesario cuando las acciones se ofrecen al público o se admiten a negociación en un mercado organizado. Los capítulos II y III del Reglamento de Prospectos de la UE establecen los requisitos para la preparación, forma y contenido del prospecto. Si las acciones se ofrecen al público general, el prospecto sirve como un "documento de ventas"¹¹ para atraer a los inversionistas interesados (Seulen, 2024).

Debido a la necesidad de una debida diligencia (*due diligence*) financiera, comercial y legal exhaustiva, la preparación de un prospecto usualmente toma una cantidad considerable de tiempo en el curso de una transacción en el mercado de capitales, alrededor de uno a tres meses. Generalmente, dicho prospecto es manejado por un bufete de abogados contratado por la empresa. Es necesario resaltar que se debe tener especial cuidado en la preparación de dicho prospecto debido al riesgo de responsabilidad y al daño a la reputación de la empresa y de los aseguradores en caso de inexactitudes u omisiones (Seulen, 2024).

La institución o autoridad responsable de la aprobación del prospecto es BaFin. Por ello, se aconseja realizar un contacto temprano a BaFin a efectos de aclarar cualquier duda respecto a los requisitos del prospecto y acordar el cronograma para el proceso de aprobación. El proceso de revisión del prospecto comienza con la presentación de una solicitud de aprobación junto con un borrador del prospecto y ciertos documentos auxiliares a BaFin. Dicha institución examina si el prospecto contiene toda la información mínima legalmente requerida y si está redactado de manera comprensible, sin embargo, no verifica si el contenido del prospecto es correcto. El borrador del prospecto generalmente se revisa y se vuelve a presentar varias veces considerando los comentarios de BaFin antes de ser finalmente aprobado por la autoridad (Seulen, 2024).

2.4.4.3. Admisión de la OPI para la cotización

Paralelamente al procedimiento de aprobación del prospecto de valores por BaFin, la empresa, junto con la ayuda de la institución de crédito contratada, debe preparar la solicitud de admisión de las acciones o sus títulos valores a la bolsa seleccionada (por ejemplo, Bolsa de Frankfurt). La admisión en el mercado regulado es una autorización pública que otorga el derecho a usar los sistemas de negociación de la bolsa, a efectos de garantizar que las acciones puedan negociarse libremente de manera justa, ordenada y eficiente, y que las acciones tengan una difusión suficientemente amplia disponiéndose de información suficiente para su valoración (Seulen, 2024).

¹¹ Un documento similar es necesario si las acciones se ofrecen solo a inversionistas profesionales en un proceso de colocación privada, y aunque la colocación privada puede estar exenta del requisito del prospecto, se requerirá un prospecto para la posterior admisión a negociación (Seulen, 2024).

2.4.4.4. Colocación de las acciones

El último paso de la OPI es la colocación de las acciones en la bolsa de valores. Para ello, se investiga la demanda de las acciones entre inversionistas institucionales en Alemania y en el extranjero (proceso llamado como *pre-marketing*) y se organiza una gira de presentación (*road show*), en la cual la empresa realiza una presentación pública a los inversionistas y analistas, exponiendo su caso de inversión (Seulen, 2024).

El precio y la asignación de acciones en una OPI usualmente se determinan mediante un proceso de prospección de la demanda, la cual es crucial para determinar el precio de la oferta y asignar acciones a los inversionistas. La prospección de la demanda consiste en obtener las ofertas de los inversionistas institucionales y minoristas por las acciones ofertadas. Los bancos de inversión o instituciones de créditos, que actúan como suscriptores y brindan apoyo a las empresas, reúnen dichas ofertas a efectos de determinar los posibles precios a los que se pueden ofrecer las acciones. Posteriormente, se procede a la colocación de las acciones sobre la base de estas opciones de precios, con asignaciones que suelen favorecer a los inversionistas institucionales y a los inversionistas estratégicos quienes se han comprometido en mantener las acciones a largo plazo. El objetivo de dicho proceso es alcanzar un equilibrio entre la maximización de los fondos recaudados para la salida a bolsa de la empresa y la garantía de un precio de mercado estable tras la OPI (Seulen, 2024).

Al final de dicho proceso, se establece el precio de emisión, la bolsa admite las acciones a negociación y se realiza la cotización final.

2.4.5. Post OPI

Ante una OPI exitosa, las empresas en Alemania tienen varias obligaciones post OPI como empresas cotizadas. El alcance de estas obligaciones depende de si la empresa se encuentra listada en el mercado regulado o en el mercado abierto, así como de los requisitos especiales impuestos por la bolsa de valores relevante para el segmento del mercado respectivo.

A continuación, se describen de manera general las obligaciones post OPI de cada mercado perteneciente a la Bolsa de Frankfurt.

Cuadro 2. Obligaciones Post OPI de la Bolsa de Frankfurt

	<ul style="list-style-type: none">○ <u>Informe financiero anual</u>: Estados Financieros según NIIF, Informe de Gestión y el juramento del balance. Idioma inglés y alemán. Se debe enviar a la Bolsa de Frankfurt en los siguientes cuatro meses luego del cierre fiscal.
Mercado regulado: Prime standard y General standard	<ul style="list-style-type: none">○ <u>Informe financiero semestral</u>: Estados financieros semestrales según NIIF, Informe de Gestión Provisional y el juramento del balance. Idioma inglés y alemán. Se debe enviar a la Bolsa de Frankfurt.○ <u>Declaración trimestral o informe financiero trimestral</u>: información que permita evaluar la evolución de las actividades comerciales del emisor durante el período cubierto y reportar cualquier cambio significativo en las previsiones y

<p>Mercado regulado: Prime standard y General standard</p>	<p>declaraciones sobre el desarrollo esperado para el año financiero en curso.</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Reunión de analistas: se debe realizar una reunión de analistas al menos una vez al año, a efectos de dar a conocer a fondo la situación patrimonial, financiera y de resultados de la empresa, así como sus actividades comerciales. ○ Calendario financiero: se debe enviar a la Bolsa de Frankfurt un calendario financiero continuamente actualizado, en alemán e inglés, para su publicación y dar a conocer las fechas más importantes para la empresa. ○ Información interna: publicar toda la información interna de la empresa que pueda afectar el precio de las acciones, tanto en inglés como en alemán. ○ Otras obligaciones de seguimiento: notificaciones sobre cambios significativos en el porcentaje de votos, así como otra información de acuerdo con la sección 26 de WpHG.
<p>Mercado abierto: Scale y Quotation Board</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ Estados financieros anuales e Informe de Gestión: estados financieros auditados junto con el Informe de Gestión. Idioma inglés o alemán. Se deben presentar en los siguientes seis meses luego del cierre fiscal. ○ Estados financieros semestrales e informe de gestión provisional: se deben preparar en alemán o en inglés y se presentar cuatro meses después del medio año. ○ Calendario corporativo: a inicios de año se debe publicar el calendario corporativo incluyendo las fechas relevantes para la empresa. Se de mantener actualizado. ○ Evento para inversionistas y analistas: ofrecer a analistas e inversionistas la oportunidad de formular preguntas a la dirección o a otros empleados con funciones directivas sobre las operaciones comerciales y la situación patrimonial, financiera y de resultados de la empresa. ○ Solicitar permanente apoyo: contratar un socio del mercado de capitales, a efectos de mantener constante apoyo y seguimiento de las obligaciones y reglamento del mercado. ○ Notificación y presentación de cambios: se debe reportar continuamente a la Bolsa de Frankfurt cualquier cambio dentro de la empresa que afecte sus acciones. ○ Otras obligaciones de seguimiento: publicación de información interna de la empresa, transacciones de sus directivos, y cualquier otra obligación de acuerdo con las regulaciones aplicables.

Fuente: Elaboración propia a partir de www.deutsche-boerse.com

3. Análisis del sector industrial

3.1. Resultados y tendencias mundiales

Los ingresos y la rentabilidad de muchas empresas en el mundo se encuentran altamente influidos por la evolución macroeconómica de sus respectivos mercados, cambio de tendencias y hábitos de consumo en el mercado del comercio electrónico y los cambios tecnológicos en dicho sector.

Para los próximos dos años, se estima que la atención y los recursos de las potencias mundiales se centren en tres puntos relevantes: i) la guerra en Ucrania; ii) el conflicto entre Israel y Gaza; y, iii) las tensiones en torno a Taiwán. La progresión de cualquiera de estos conflictos perturbaría radicalmente las cadenas mundiales de suministro, los mercados financieros, la dinámica de seguridad y la estabilidad política, amenazando la sensación de seguridad y protección de las personas a nivel mundial. Las tres zonas antes mencionadas se encuentran en una encrucijada geopolítica en la que las grandes potencias tienen intereses creados: las rutas del petróleo y el comercio en Oriente Próximo, la estabilidad y el equilibrio de poder en Europa del Este y las cadenas de suministro de tecnología avanzada en Asia Oriental. Cada una de ellas podría conducir a una desestabilización regional más extensa, atrayendo directamente a grandes potencias y aumentando la escala del conflicto.

Para el año 2023, la inflación experimentó un descenso significativo gracias a la baja en los precios de la energía y los alimentos, así como a la ralentización de la demanda de los consumidores y la recuperación de la cadena de suministro mundial. El gasto de los consumidores sigue siendo sólido en Estados Unidos, consolidado por el ahorro acumulado, mercados laborales favorables y un aumento de la renta disponible. No obstante, como consecuencia del conflicto iniciado por la invasión rusa de Ucrania, el mundo experimentó una subida de los precios de la energía, impactando significativamente el gasto de los hogares en 2023. A escala mundial, la confianza de los consumidores empezó a recuperarse a partir de noviembre de 2022 (Statista, 2024), debido a una política monetaria más restrictiva que se tradujo en una desaceleración continua de la tasa de inflación y en un descenso de la crisis energética y alimentaria, a pesar de las disputas geopolíticas.

Por otro lado, los riesgos medioambientales dominaron las filas de los riesgos globales a largo plazo más relevantes, tales como, el cambio crítico de los sistemas terrestres, la pérdida de biodiversidad y el colapso de los ecosistemas, la escasez de recursos naturales, la contaminación, junto con los riesgos tecnológicos de la información falsa y desinformación, los resultados adversos de las tecnologías de inteligencia artificial (en adelante, IA) y la inseguridad cibernética (World Economic Forum, 2024).

La información falsa y la desinformación se convirtieron en los nuevos líderes de las 10 principales clasificaciones de riesgo durante 2023, según el Informe de Riesgos Globales del Foro Económico Mundial. Las interfaces de fácil acceso para modelos de IA a gran escala, las cuales ya no requieren un conjunto de habilidades especializadas, han permitido una explosión de información falsificada y de los denominados contenidos «sintéticos», desde sofisticadas clonaciones de voz hasta sitios web falsificados. A efectos de combatir los crecientes riesgos, los gobiernos han comenzado a desplegar nuevas y cambiantes

normativas encaminadas tanto a los anfitriones como a los creadores de desinformación en línea y contenidos ilegales (World Economic Forum, 2024).

3.2. Análisis macroeconómico

3.2.1.1. La economía mundial en 2023

La economía mundial continúa recuperándose lentamente de los distintos sucesos acaecidos en los últimos años, como la pandemia, la invasión rusa de Ucrania, el aumento del coste de la emigración, perturbación de los mercados de la energía y alimentos causados por la guerra, y el endurecimiento de las condiciones monetarias mundiales a efectos de combatir una inflación que lleva décadas en máximos. La economía mundial se ha ralentizado, sin embargo, no ha llegado a estancarse, presentando un crecimiento lento y desigual, con divergencias mundiales cada vez mayores. (IMF, 2023)

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (en adelante, IMF, por sus siglas en inglés), el crecimiento mundial se ralentizará al 3,5% en 2022, 3,0% en 2023 y al 2,9% en 2024. Adicionalmente, el crecimiento económico se encuentra estancado dentro de la UE con un 0,5% en 2022, y las estimaciones aseguran que la potencia económica de Alemania se contraerá un 0,3% menos en 2023. Francia experimentó un crecimiento real del producto interno bruto (en adelante, PIB) del 0,8%, Estados Unidos del 2,5% y el Reino Unido del 0,5%.

La ralentización es más pronunciada en las economías avanzadas que en los mercados emergentes y en desarrollo. Por ejemplo, dentro de las economías avanzadas, Estados Unidos presentó un alza gracias a un consumo y una inversión resistentes, mientras que la actividad de la eurozona se vio afectada de manera negativa a la baja.

El IMF especifica tres fuerzas globales que influyen en la economía mundial. En primer lugar, la recuperación de los viajes en 2021-2023 lo cual ha venido de la mano del crecimiento económico en países con una gran participación de las actividades turísticas en el PIB, como Francia y España, y ha superado al crecimiento en potencias manufactureras como China y Alemania. No obstante, con la recuperación del turismo, el impulso al crecimiento está disminuyendo. (IMF, 2023)

En segundo lugar, parte de la ralentización a nivel mundial se debe al endurecimiento de la política monetaria necesaria a efectos de reducir la inflación. El endurecimiento de las condiciones crediticias está afectando principalmente a los mercados de la vivienda y la inversión, principalmente en los países con una mayor proporción de hipotecas a tipo variable o en los hogares que están menos dispuestos, o no son capaces, de echar mano de sus ahorros. El cierre de empresas ha ido en aumento en Estados Unidos y la eurozona, aunque se mantienen en niveles históricamente bajos. Por otro lado, los países se encuentran en diferentes momentos en sus ciclos económicos: las economías avanzadas (excepto Japón) se encuentran ya cerca de su punto crítico o culminante, mientras que algunas economías de mercado emergentes, como Brasil y Chile, han empezado a relajarse. (IMF, 2023)

En tercer lugar, la inflación y la actividad industrial se encuentran condicionadas por la incidencia de la crisis en los precios de las materias primas del año pasado. Las economías muy dependientes de las importaciones energéticas rusas experimentaron un aumento más significativo de los precios de la energía y una desaceleración más brusca. Algunas de las

investigaciones más recientes demuestran que la repercusión de la subida de los precios de la energía desempeñó un papel relevante en el aumento de la inflación subyacente en la eurozona, a diferencia de Estados Unidos, donde las presiones inflacionistas subyacentes reflejan más bien la rigidez del mercado de trabajo (IMF, 2023).

En resumen, la economía mundial a final de 2023 ha demostrado resistencia gracias a una mayor actividad del gasto, a pesar de una política monetaria más restrictiva. Adicionalmente, los precios de la energía y las materias primas se redujeron en comparación con el año anterior, mientras persistía la incertidumbre geopolítica.

3.2.1.2. La economía alemana en 2023 y actualidad

Durante el semestre de invierno 2023-2024, la economía alemana ha estado en recesión. La producción económica fue muy lenta durante el verano y disminuyó en un 0,3% en el último trimestre de 2023. Dicho descenso se debe principalmente a la caída en los sectores manufacturero y construcción, impactados por la falta de pedidos, un diciembre con mucha nieve y una alta tasa de enfermedades. Sin embargo, a pesar de lo anterior, el consumo privado se mantuvo como el único factor que ha sostenido la economía. La inflación ha experimentado una rápida disminución, alcanzando el 2,5% en febrero, el nivel más bajo desde junio de 2021, mientras que los ingresos salariales han aumentado considerablemente (ifo Institute, 2024).

De acuerdo con el ifo Institute de Alemania, para el 2024 se espera que el PIB ajustado por precios aumente solo en un 0,2%, seguido de un crecimiento del 1,5% en 2025. Se espera un retraso en la recuperación industrial, y no se espera una recuperación económica significativa hasta la segunda mitad de este año. El mercado laboral se verá afectado de igual forma por la debilidad económica, ralentizando el crecimiento del empleo y elevando la tasa de desempleo al 5,9% en 2024, antes de reducirse al 5,6% en 2025 (ifo Institute, 2024).

Adicionalmente, se espera que la inflación continúe con su descenso, presentando una tasa promedio del 2,3% en 2024 y del 1,6% en 2025. No obstante, la inflación subyacente, que excluye la energía, disminuirá más lentamente debido al aumento de los costos salariales.

En términos de política fiscal, para 2024 se ha adoptado un presupuesto federal restrictivo, aumentando la carga impositiva sobre las empresas y los hogares, reduciendo el gasto gubernamental. Como consecuencia, el déficit presupuestario disminuirá al 1,8% del PIB en 2024 y al 1,0% en 2025, mientras que el saldo de la cuenta corriente caerá al 6,6% del PIB para 2025 (ifo Institute, 2024).

Como parte de los pronósticos del ifo Institute, se esperan que los precios del petróleo crudo, la electricidad y el gas natural sigan las tendencias de los mercados de futuros, lo que debería beneficiar tanto a la actividad industrial como al gasto de los consumidores. Sin embargo, los cambios geopolíticos pueden alterar significativamente este panorama (ifo Institute, 2024).

Además, la actual situación presupuestaria y las futuras negociaciones difíciles sobre el presupuesto federal de 2025 añaden más riesgos. La incertidumbre y la falta de reformas necesarias pueden paralizar aún más la economía y obstaculizar el crecimiento a largo plazo (ifo Institute, 2024).

En resumen, la economía alemana enfrenta una recuperación lenta, con múltiples desafíos como altos costos laborales, una política fiscal restrictiva y una inflación moderada, además de riesgos considerables relacionados con los precios de la energía y la política económica interna.

3.3. Análisis industrial: comercio electrónico (e-commerce)

3.3.1. Visión general

A pesar de que la industria del comercio electrónico ha presentado en los últimos años a escala mundial un crecimiento significativo, durante el 2023 dicha industria mostró un crecimiento negativo por segundo año consecutivo. Aunque se han recomendado políticas de apoyo al apalancamiento del mercado del comercio electrónico para ayudar a combatir las tendencias inflacionistas y gracias al menor sentimiento de gasto por parte de los consumidores, estas medidas no han sido suficientes para detener la tendencia a la baja.

De acuerdo con las últimas previsiones, los ingresos totales del sector del comercio electrónico cayeron en un 0,2% en 2023, alcanzando casi los 2.568.000 millones de euros frente a los 2.573.000 millones de 2022. Adicionalmente, mientras que los ingresos medios por usuario disminuyeron significativamente en un 10% hasta una cifra anual de 1.224 euros, en comparación con los 1.360 euros de 2022, el número total de usuarios aumentó en casi un 11%, pasando de 1.900 millones en 2022 a 2.100 millones en 2023. Dicho descenso en los ingresos fue consecuencia principalmente al impacto de la inflación, la presión sobre la cadena de suministro, el sentimiento negativo de los consumidores, la guerra en curso entre Rusia y Ucrania y las disputas geopolíticas, las cuales tuvieron un impacto masivo en la industria del comercio electrónico.

La tasa de conversión de los compradores en línea en todo el mundo aumentó hasta el 2,2% para el cuarto trimestre de 2023, frente al 1,9% del primer trimestre de 2023. Asimismo, en la mayoría de los países desarrollados, el mercado se encuentra en su fase de madurez, y la competencia entre los actores del comercio electrónico es extremadamente alta e intensiva en costos. Compañías como Amazon y AliExpress están floreciendo, mientras que muchos minoristas independientes luchan por encontrar su oferta de venta única, ya que la fidelidad a la marca y a la tienda está disminuyendo y la tasa de abandono de carritos en el sector es alta (Statista, 2023).

En términos de cuota de mercado, China, Estados Unidos y Europa siguen siendo los tres principales mercados, mientras que los sectores de la moda, la electrónica y la alimentación fueron los tres sectores con mayores ingresos (Statista, 2023).

En 2023, las ventas por internet han desempeñado un papel importante en el comercio minorista y el comercio electrónico representó más del 19% de las ventas minoristas en todo el mundo (Coppola, 2024). Una de las tendencias más visibles en el mundo del comercio electrónico es el uso sin precedentes de los dispositivos móviles. A finales de 2023, los *smartphones* representaban casi el 80% de todas las visitas a páginas web minoristas a nivel mundial, lo que a su vez generaban la mayoría de los pedidos en línea en comparación con los ordenadores y las tabletas. Gracias a que la adopción de dispositivos móviles avanza a un ritmo acelerado, especialmente en regiones que carecen de otras infraestructuras digitales, la integración móvil seguirá dando forma a la experiencia de compra del futuro (van Gelder, 2024).

Adicionalmente, hoy en día son más los consumidores que pasan tiempo en los dispositivos móviles, la necesidad de un comercio móvil fluido ha superado ya a la adopción por parte de los comerciantes. Gracias a lo anterior, las empresas están implementando búsquedas optimizadas para móviles, a efectos de reducir el número de clics hasta la compra y simplificando el proceso de pago.

El comercio electrónico requiere un alto nivel de competencia en la presentación de productos, SEO, métodos de pago y atención al cliente. Como resultado, las ventajas de los mercados se hacen más evidentes para los comerciantes. La optimización de los principales mercados también se ha acelerado, convirtiéndose en la opción ideal para todos los productos, tanto en términos de precio como de calidad. Esta aceleración ha variado en los distintos sectores minoristas, especialmente en el de la moda, uno de los más importantes en el comercio electrónico, donde se espera que sigan predominando los minoristas independientes.

Aprovechar el mercado mundial del comercio electrónico para aumentar los ingresos implica adaptarse a las preferencias de los clientes. Para agilizar los negocios de ventas globales, siga vendiendo en plataformas de comercio electrónico que den prioridad a la experiencia del cliente para aumentar las tasas de conversión. En la caja, la ciberseguridad y la sostenibilidad son focos clave para los consumidores de hoy en día. Aceptar métodos de pago digitales como Apple Pay, PayPal y monederos electrónicos se está convirtiendo en una norma. Los proveedores de «Compre ahora, pague después» también se adoptan para mayor comodidad y flexibilidad (HSBC, 2024).

Los servicios de fidelización y afiliación para el usuario final siguen experimentando un mayor desarrollo, ofreciendo diversas ventajas como la entrega acelerada, precios con descuento y productos exclusivos, donde la diferenciación de precio y calidad es difícil de conseguir. Los plazos de entrega más cortos, los precios con descuento y los precios exclusivos se incluyen ahora en la mayoría de las estrategias de los principales actores del mercado, como Amazon, Zalando y H&M, lo que sitúa a GSG en una posición estratégica privilegiada, ya que el Grupo sigue creciendo y ampliando sus programas de fidelización.

Los pedidos por voz, una nueva tendencia del comercio electrónico, se han popularizado en los dos últimos años. Gracias a la comodidad de realizar pedidos a través de un dispositivo inteligente o smartphone, los consumidores están empezando a utilizar asistentes de voz para comprar cosas con más regularidad (guidance.com, 2023). Tecnologías como metaverso, *blockchain*, IA y 5G están moldeando la experiencia de compra fluida e integrada en el comercio electrónico. Muchos minoristas promueven la sostenibilidad para reducir el impacto medioambiental.

3.3.2. Comercio electrónico en Alemania

De acuerdo con el informe Germany 360 de RetailX, Alemania destaca como uno de los mercados de comercio electrónico más avanzados de Europa y cuenta con una economía sólida en términos de PIB. A pesar de las dificultades económicas de 2023, la cantidad de personas que compran en línea continúa en aumento. Más de la mitad de los principales *retailer* en este sector tienen su sede en Alemania, incluyendo marcas globales como Adidas y *retailer* omnicanal como Douglas y Lidl. Sin embargo, las desfavorables condiciones económicas obligan a los *retailer* a redoblar esfuerzos para captar ventas y fidelizar a los clientes (RetailX, 2024).

En la parte de la demanda en línea, el informe menciona que las condiciones económicas han mermado la confianza del consumidor, resultando en una reducción del gasto en línea. Durante 2023, las ventas en línea cayeron un 11,8%, situándose justo por debajo de los 80 mil millones de euros. Asimismo, las ventas de *retailers* multicanal disminuyeron un 18,1%, aunque parte de estas pérdidas se compensaron con un aumento en las ventas en tiendas físicas. Se prevé que las ventas en línea crezcan un 2% en 2024 (RetailX, 2024).

Por otro lado, a pesar de la disminución de la inflación, los consumidores siguen siendo sensibles a las variaciones de precios y se sienten atraídos por promociones y ofertas especiales. Compañías como Rewe y Otto están invirtiendo en modernización, digitalización e innovación para adaptarse a las nuevas demandas del mercado. Otto, por ejemplo, planea expandir su mercado y mejorar su rentabilidad operativa (RetailX, 2024).

Adicionalmente, el uso de internet en Alemania es alto, con el 93,42% de la población utilizándolo regularmente en 2023. Más del 80% de los usuarios de internet en Alemania compraron en línea durante 2023, una cifra que sigue aumentando, aunque a un ritmo más lento que en años anteriores. Lo anterior, demuestra que el mercado de comercio electrónico en Alemania está madurando, lo que implica que no crece tan rápido como en otras partes del mundo, pero aún así se encuentra en expansión. Con esto, se espera un crecimiento del 2% en 2024 a pesar de las condiciones económicas desafiantes (RetailX, 2024).

Por su parte, las tiendas físicas siguen siendo el canal predominante de compra en Alemania, representando el 88% de los ingresos *retailers* en 2023. No obstante, ciertas categorías de productos, como la moda, están viendo un aumento significativo en las ventas en línea. Por ejemplo, el 51% de las ventas de moda ahora se realizan en línea, frente al 39% en 2019 (RetailX, 2024).

En resumen, a pesar de los desafíos económicos, el mercado de comercio electrónico en Alemania sigue siendo sólido y con un potencial significativo para el crecimiento futuro. Los *retailers* deben adaptarse a las cambiantes condiciones del mercado y las preferencias de los consumidores para mantenerse competitivos.

3.4. Agenda 2023: Objetivos del Desarrollo Sostenible y el comercio electrónico

La Agenda 2023 para el Desarrollo Sostenible es un plan de acción global adoptado por los estados miembros de las Naciones Unidas en 2015. Dicho plan cuenta con diferentes objetivos y estrategias que buscan erradicar la pobreza, proteger el planeta y asegurar la prosperidad para el año 2030. En el centro de dicho plan o agenda, se encuentran alrededor de 17 objetivos de desarrollo sostenible (en adelante, ODS), los cuales proporcionan un marco universal a efectos de lograr el desarrollo sostenible integrando las dimensiones política, económica y social de forma equilibrada.

El comercio electrónico (*e-commerce*) cuenta con un gran potencial para ser una herramienta relevante para el desarrollo sostenible, dado que puede proporcionar oportunidades económicas significativas, especialmente para los países en vías de desarrollo. La evolución del comercio electrónico ha creado una plataforma eficiente donde las transacciones comerciales se puede realizar de manera rápida a nivel mundial, ayudando a la inclusión y conectividad.

De acuerdo con el análisis desarrollado por Eduardo Vázquez en su artículo “El comercio electrónico y el desarrollo sostenible” (2023), el comercio electrónico ha logrado transformar las dinámicas comerciales tradicionales, permitiendo que las compañías y consumidores interactúen más allá de las fronteras geográficas y temporales. Dicho cambio ha creado oportunidades para las PYMES, ya que ayudan a facilitar el acceso a mercados internacionales permitiéndoles competir en igualdad de condiciones con empresas más grandes (Vazquez Brotte, 2023).

Adicionalmente, Vázquez destaca varios beneficios que han surgido gracias al comercio electrónico, tales como la reducción de costos operativos, el aumento en la eficiencia de la cadena de suministro, y mejora en la accesibilidad de productos y servicios. Es por lo anterior que el comercio electrónico puede contribuir a la sostenibilidad ambiental al permitir reducir los espacios físicos de tiendas y oficinas, disminuyendo a su vez la huella de carbono. (Vazquez Brotte, 2023).

Por su parte la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante, OECD, por sus siglas en inglés) y la Organización Mundial del Comercio (en adelante, WTO, por sus siglas en inglés), establecen que para maximizar los beneficios del comercio electrónico se necesitan políticas efectivas, especialmente en los países en vías de desarrollo. Asimismo, dichas organizaciones subrayan la importancia de fortalecer la capacidad de los países en temas como la infraestructura digital, regulación adecuada, confianza del consumidor y la seguridad en línea. La cooperación entre países a nivel mundial y el apoyo de distintos programas, como el “Aid for Trade”, son relevantes para cerrar la brecha del comercio electrónico. (OECD & WTO, 2017).

El comercio electrónico tiene la ventaja de que ofrece numerosas oportunidades, pero también presenta desafíos significativos. La falta de infraestructura adecuada, la desigualdad en el acceso a tecnologías digitales y la carencia de marcos regulatorios eficaces pueden limitar los beneficios del comercio electrónico en algunas regiones. Además, la necesidad de mejorar la alfabetización digital y la confianza del consumidor es fundamental para fomentar la adopción del comercio electrónico.

Finalmente, el comercio electrónico representa una oportunidad única para impulsar el desarrollo sostenible, especialmente en países en vías de desarrollo. No obstante, a efectos de maximizar su potencial, es crucial abordar los desafíos existentes a través de políticas integrales, cooperación internacional y esfuerzos concertados para mejorar la infraestructura digital y la alfabetización tecnológica. De esta manera, el comercio electrónico puede convertirse en un motor de crecimiento económico inclusivo y sostenible, beneficiando a empresas y consumidores por igual en todo el mundo.

4. Estudio de caso: Empresa de e-commerce

4.1. Antecedentes de la empresa

4.1.1. Descripción general del negocio

eCO GmbH como sociedad matriz, fue fundada en octubre de 2011 con sede de sus oficinas centrales en Múnich, Alemania. eCO GmbH y sus subsidiarias (en adelante denominadas colectivamente como, el Grupo o eCO) operan como un proveedor tecnológico de programas de recompensas en línea y recompensas de compras digitales promoviendo códigos de descuento en línea y otras promociones de descuento concedidas por anunciantes (tiendas, marcas, *retailers*). Al mejorar la visibilidad de los descuentos y programas pertinentes, eCO no sólo aumenta el tráfico a los sitios web de los anunciantes, sino también sus volúmenes de ventas, ofreciendo así un potente canal de *marketing* en línea. Adicionalmente, los programas de fidelización de clientes del Grupo también permiten a eCO establecer relaciones a largo plazo con clientes finales (también denominados "compradores en línea", "usuarios" o "consumidores").

Para llegar a un público objetivo en línea más amplio, eCO recurre a los servicios de editores de renombre (periódicos en línea, revistas, entre otros), también denominados *White Label Partners* en inglés (en adelante, WLP), que permiten a eCO colocar páginas especiales en sus sitios web ofreciendo dichos descuentos, ofertas y vales. Las recompensas de compras digitales y promociones de descuentos se ofrecen para una amplia gama de categorías de productos, tales como: moda, deportes y aire libre, automóviles, bebés y niños, hogar y jardín, tecnología, salud y belleza, alimentación y bebidas, viajes, finanzas y seguros.

El modelo de negocio de eCO es 100% de comercio electrónico y se compone de un equipo de más de 1,000 profesionales con presencia en más de 20 mercados a nivel mundial. La actividad de eCO es realizada a través de distintas compañías, componiéndose de una entidad matriz ubicada en Alemania y alrededor de 23 subsidiarias en propiedad absoluta y 4 en propiedad mayoritaria. De ellas, 18 son entidades generadoras de ingresos ubicadas en distintos países tales como Alemania, Reino Unido, España, Francia, Países Bajos, Polonia, Portugal, Malasia, Brasil, Canadá, Estado Unidos e India. El resto de las entidades son puramente administrativas o prestadoras de servicios.

4.1.2. Reestructuración empresarial, adquisiciones y desinversiones

En sus inicios, eCO únicamente contaba como actividad de negocio la promoción y distribución a través de portales electrónicos de cupones, descuentos y otros contenidos para los compradores en línea, gestionados en conjunto con socios mediáticos (periódicos, revistas), así como sus propias plataformas de marcas.

No obstante, en los últimos cuatro años eCO ha realizado una serie de adquisiciones a efectos de diversificar su negocio, obteniendo acceso a otras plataformas y portales, y a otros mercados. Para el año 2020, eCO inició un proceso de adquisición de una empresa francesa líder en el negocio de *cashback*, a partir de la cual eCO ofrece a sus usuarios la habilidad de recibir efectivo de vuelta gracias a las compras en línea que realizan, usualmente es un porcentaje sobre el precio del producto comprado. Asimismo, para el año

2021, llevó a cabo otra adquisición de una empresa alemana dedicada al mismo negocio a efectos de fortalecer su presencia en Alemania.

Finalmente, a principios de 2023, eCO completó otra adquisición de un grupo multinacional, el cual cuenta con una gran presencia en Europa, añadiendo a su actividad empresarial una cartera de plataformas dedicadas al comercio social (también conocido como comunidades de ofertas).

Gracias a las adquisiciones mencionadas, eCO ha tenido la oportunidad de diversificarse dentro del comercio electrónico a efectos de obtener ingresos por distintas vías o fuentes, sin depender de un solo tipo de plataformas.

4.1.3. Segmentos de negocio

A través de sus portales de consumidores, eCO ofrece a millones de usuarios y socios premios y ofertas personalizadas y exclusivas que se adaptan a su estilo de vida. Al mismo tiempo, eCO ofrece a las marcas y *retailers* una forma real y duradera de conectar directamente con su público objetivo y fiel, y que, además, confía y valora los premios y las ofertas que eCO recomienda. Para ello, eCO opera a través de 3 segmentos de negocio diferentes que se describen a continuación:

- **eCO Connect:** crea una "red de contenido de compras" que produce y distribuye cupones, ofertas, reseñas o contenido de reembolso para ofrecer las mejores ofertas disponibles al público propio y a terceros.
- **eCO Rewards:** crea un "servicio de compra inteligente integral" que ayuda a los usuarios a tomar las decisiones correctas en todas las etapas de su proceso de decisión como consumidores gracias a una experiencia personalizada creada en torno a las características y ofertas que necesitan.
- **eCO Community:** construye una "red social para consumidores y marcas" en la que la gente puede confiar, donde los expertos comparten sus conocimientos y pasión para ayudar a otros a aprender y tomar rápidamente una decisión informada.

Figura 7. Segmentos de negocio, ingresos y productos de eCO



Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por eCO

4.1.4. Estructura y cadena de valor

4.1.4.1. Visión general

Así como se mencionó anteriormente, eCO se compone de distintas entidades operativas las cuales con base en sus funciones, actividades y caracterización se ubican dentro de cada uno de los segmentos de negocio antes descritos.

a) eCO Connect

En general, las funciones llevadas a cabo por las entidades de eCO dentro del segmento de eCO Connect se pueden resumir de la siguiente manera:

- **Entrepreneur:** entidad operativa en Alemania que se dedica al negocio de descuentos, cupones y otras ofertas promocionales y de *marketing* a través de las herramientas adecuadas de propiedad intelectual (en adelante, PI) y otros conocimientos técnicos desarrollados a lo largo de los años. Dispone de medios y el personal necesario para llevar a cabo sus propias actividades comerciales, corporativas, estratégicas para el segmento de eCO Connect, y apoyar a las entidades de riesgo limitado en la actividad comercial, *marketing*, creación de redes y otras actividades promocionales. Se debe tomar en cuenta que la titularidad de todos los intangibles registrados y no registrados, marcas, marcas comerciales y otros conocimientos técnicos no patentables es del *entrepreneur*.
- **Distribuidor de riesgo limitado (en adelante, DRL):** entidad que se ha establecido en un país o territorio como distribuidor del *entrepreneur*. En esta situación, el *entrepreneur* sigue actuando y asumiendo los riesgos de mercado y sus responsabilidades corporativas y estratégicas. El DRL proporciona las funciones de servicios comerciales y de venta necesarios para seguir desarrollando su actividad empresarial en un territorio concreto. Dispone de los medios necesarios para actuar en nombre propio como distribuidor y para actuar frente a los clientes existentes y potenciales futuros de su respectivo mercado.

b) eCO Rewards

En general, las funciones llevadas a cabo por las entidades de eCO dentro del segmento de eCO Rewards se pueden resumir de la siguiente manera:

- **Entrepreneur:** entidad que se dedica al negocio de *cashback* y otras ofertas promocionales y de *marketing* a través de las herramientas adecuadas de PI, intangibles y otros conocimientos técnicos desarrollados a lo largo de los años. Dispone del equipo, medios y el personal necesario para llevar a cabo sus propias actividades comerciales, *marketing*, creación de redes y otras actividades promocionales, teniendo la titularidad de todos los intangibles registrados y no registrados, marcas, marcas comerciales y otros conocimientos técnicos no patentables. Como *entrepreneur*, asume todas las funciones y riesgos necesarios del negocio.

c) eCO Community:

En general, las funciones llevadas a cabo por las entidades de eCO dentro del segmento de eCO Community se pueden resumir de la siguiente manera:

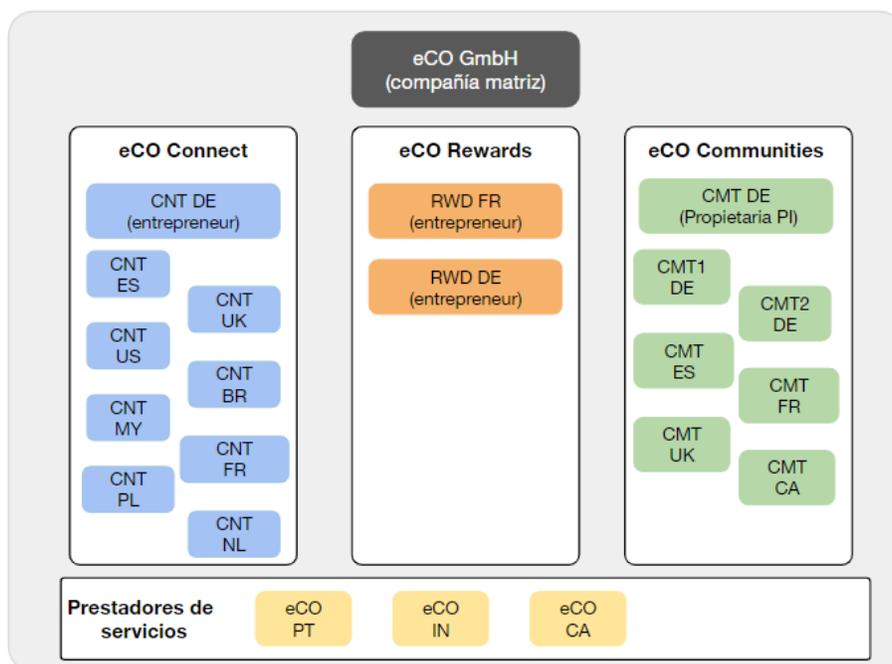
- **Propietaria de la PI y función corporativa:** entidad que centraliza todas las funciones de gestión corporativa del segmento eCO Community y es propietaria del *software*, herramientas de PI, intangibles y otros conocimientos técnicos desarrollados a lo largo de los años. Dispone del equipo, medios y el personal necesario para llevar a cabo sus propias actividades corporativas y apoyar a los distribuidores de riesgo completo en sus actividades comerciales, de *marketing*, creación de redes y promoción. Como propietaria de la PI, suele obtener un beneficio basado en una remuneración específica, así como una comisión de servicio por los servicios corporativos que presta.
- **Distribuidor de riesgo completo (en adelante, DRC):** entidad que posee la marca de su respectiva página web o dominio, y desempeña las funciones comerciales y de venta necesarias relacionadas con sus actividades empresariales en un territorio específico. Asimismo, asume y gestiona sus riesgos de mercado. Dispone de los medios para explotar sus respectivas páginas web y para ello utiliza el *software* desarrollado por el titular de la PI. Por dicho *software* y los servicios corporativos que reciben, los DRC remunerar al titular de la PI de acuerdo con las condiciones del mercado.

d) Prestadores de servicio

Dentro del Grupo, también se encuentran distintas entidades que su única función es prestar distintos tipos de servicios únicamente a partes relacionadas, tales como servicios editoriales, servicios gerenciales, servicios de desarrollo, entre otros. No asume riesgos significativos y dispone de los medios necesarios para operar como proveedor de servicios. Como tal, tienen derecho a una remuneración de acuerdo con las condiciones de mercado.

A continuación, se muestra una visión general de la estructura del Grupo por segmento y las entidades que se encuentran en el mismo, de acuerdo con sus funciones.

Figura 8. Estructura de eCO por segmento y entidades



Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por eCO

4.1.4.2. Cadena de valor

Tal y como se ha mencionado anteriormente, los segmentos de eCO Connect como eCO Rewards operan bajo un modelo de *Entrepreneur* - DRL. El segmento eCO Communities opera con un modelo de Propietaria de PI y DRC.

El siguiente cuadro ofrece una visión general de las cadenas de valor de los segmentos de eCO:

Cuadro 3. Visión general de la cadena de valor de eCO

Segmento	Producto y desarrollo	Comercial	Operativas	Marketing	Gerencia	Territorio y mercados
eCO Connect	CNT DE	DRL	DRL	DRL	eCO GmbH	Europa America Asia
	(o a nombre de CNT DE)				Entidades eCO	
eCO Rewards	RWD FR/DE	RWD FR/DE	RWD FR/DE	RWD FR/DE	eCO GmbH	Europa
	(o a nombre de RWD FR/DE)				Entidades eCO	
eCO Communities	CMT DE	DRC	DRC	DRC	CMT DE	Europa America
	(o a nombre de CMT DE)				Entidades eCO	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por eCO

Las cadenas de valor individuales de los tres segmentos diferentes se describen a continuación:

a) eCO Connect

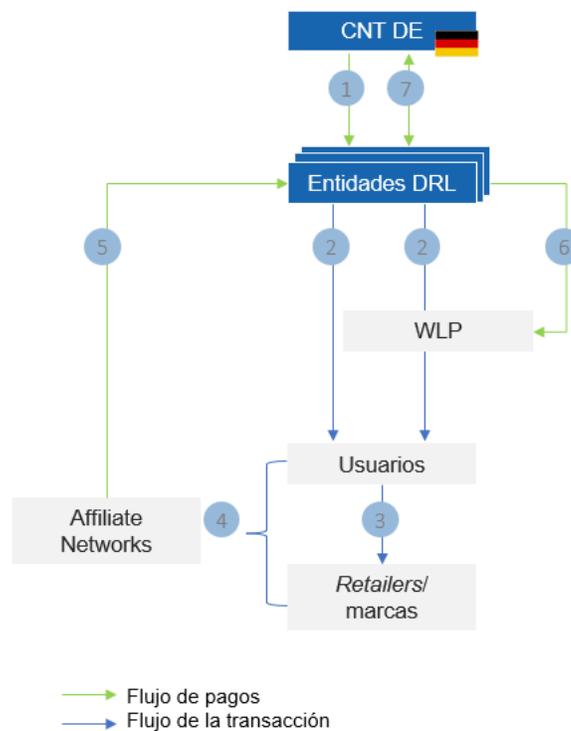
Como *entrepreneur* de eCO Connect, CNT DE es responsable del desarrollo, mejora, mantenimiento y protección del *software* y de la plataforma del segmento eCO Connect. Como tal, CNT DE designa a ciertas entidades relacionadas como sus DRL. Por otro lado, los DRL de eCO Connect son responsables de las actividades rutinarias tales como la actividad comercial, operacional y de *marketing*. Los DRL de eCO Connect venden los productos desarrollados por CNT DE a través de (i) las propias plataformas de eCO o (ii) a través de las plataformas de WLP. Los WLP son editores terceros como periódicos en línea, revistas, entre otros.

Adicionalmente, los DRL de eCO Connect trabajan con *Affiliate Networks* o redes afiliadas (en adelante, AN, por sus siglas en inglés), los cuales son proveedores terceros que actúan como intermediarios entre las entidades de eCO y los *retailers*/marcas (por ejemplo, Adidas, Zalando, etc.). Estos AN ofrecen programas de afiliación en los que se inscriben muchos *retailers*/marcas, permitiendo a los DRL llegar a los mismos a efectos de ofrecer la promoción sus cupones, descuentos y vales en las plataformas de eCO o en las plataformas de WLP. La cadena de valor se resume a continuación:

- (1) CNT DE designa a otras entidades de eCO como sus DRL;
- (2) Los DRL de eCO Connect exploran y distribuyen contenidos a través de las plataformas propias de eCO o de las plataformas de WLP (relación contractual con el DRL);

- (3) Los usuarios hacen clic en el contenido y son redirigidos al sitio web de los *retailers*/marcas donde compran los respectivos productos/servicios;
- (4) Los AN son responsables del seguimiento de las transacciones y de los ingresos generados;
- (5) Los AN se encargan de remunerar a los DRL según un modelo de comisiones. Por ejemplo, los DRL reciben una comisión media del 3-4% sobre el volumen de compras de los AN;
- (6) Cuando la compra se genera a través de la página web de un WLP, los DRL comparten la comisión con el WLP respectivo (con un reparto medio de 50:50);
- (7) Los DRL tienen derecho a un margen de explotación a nivel del EBIT¹² por sus actividades de ventas/*marketing* realizadas, de acuerdo con el principio de libre competencia (*arm's length*, en inglés). En este sentido, existe un pago de compensación entre CNT DE y los DRL; por ejemplo, si los DRL superan su margen de explotación adecuado, se realiza un pago de compensación de los LRD a CNT DE. Por otra parte, si los DRL no alcanzan dicho margen, se produce un pago de compensación de CNT DE a los DRL.

Figura 9. eCO Connect – Cadena de valor



Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por eCO

¹² Earnings Before Interest and Taxes (Ganancias antes de Intereses e Impuestos).

b) eCO Rewards

eCO Rewards cuenta con dos *entrepreneurs* ubicados en Alemania y Francia, respectivamente. Como tales, son responsables del desarrollo, mejora, mantenimiento y protección del *software* y la plataforma de eCO Rewards. Dichas entidades sirven como plataformas de recompensas para tiendas online. Por cada compra realizada por un usuario miembro de eCO Rewards, las dos entidades reciben una comisión. Posteriormente, transfieren entre el 60% y el 90% de esta comisión a sus usuarios miembros en forma de *cashback*.

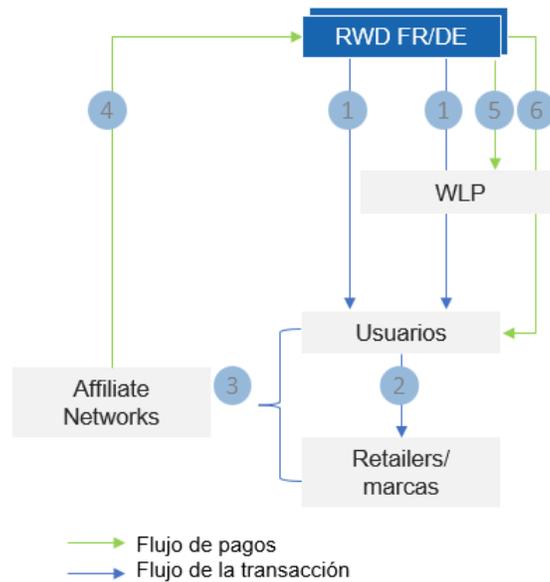
Los *entrepreneurs* de eCO Rewards muestran sus ofertas de *cashback* a través de (i) sus propias plataformas o (ii) a través de las plataformas de WLP – similar al caso de eCO Connect. Adicionalmente, dichas entidades trabajan de igual forma con AN. La cadena de valor del segmento de eCO Rewards se resume a continuación:

- (1) Las entidades de eCO Rewards ofrecen sus recompensas *cashback* a través de sus propias plataformas o a través de las plataformas de WLP;
- (2) Los usuarios hacen clic en el contenido y son redirigidos al sitio web de los *retailers*/marcas donde adquieren los respectivos productos/servicios;
- (3) Los AN son responsables del seguimiento de las transacciones y de los ingresos generados.
- (4) Los AN se encargan de remunerar a las entidades de eCO Rewards según un modelo de comisiones, donde reciben usualmente una comisión por volumen de compra por parte de los AN.
- (5) Cuando la compra se genera a través de la página web de un WLP, las entidades de eCO Rewards comparten la comisión con el WLP respectivo (en promedio 50:50 dividido en base al margen¹³).
- (6) Finalmente, el *cashback* se abona en la cuenta de los respectivos miembros de eCO Rewards. Dichos miembros o usuarios pueden recibir los importes directamente en su cuenta bancaria o cuenta de *PayPal*¹⁴.

¹³ Se refiere al margen de contribución que queda luego de deducir la respectiva comisión o *cashback* que se abona a los miembros o usuarios de eCO Rewards.

¹⁴ PayPal es un método de pago en línea el cual asocia las tarjetas de crédito o cuentas bancaria de un usuario a su cuenta PayPal respectiva a efectos de realizar un pago cuando quiera. Dicho pago se realiza simplemente iniciando sesión a través de correo electrónico personal y eligiendo la tarjeta para efectuar el respectivo pago.

Figura 10. eCO Rewards – Cadena de valor



Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por eCO

c) eCO Communities

eCO Communities es la mayor comunidad de compras del mundo y se encuentra encabezada por una entidad alemana con sede en Berlín, Alemania. eCO Communities opera plataformas de comercio social líderes en el mercado en 12 países de 4 continentes, que son utilizadas por 25 millones de usuarios únicos al mes e influyen en 12.000 decisiones de compra por minuto. La cadena de suministro de eCO Communities se resume a continuación:

- (1) CMT DE es propietaria de la plataforma de *software* de eCO Communities, la cual es un sistema web basado en foros sociales que permite a los usuarios compartir información sobre servicios, productos y ofertas. La plataforma tiene capacidades multicanal a través de la web, las redes sociales, el móvil y correo electrónico. Como titular de la PI, CMT DE es responsable del desarrollo, la mejora, el mantenimiento y la protección del software y la plataforma de eCO Communities. CMT DE licencia su plataforma y presta servicios corporativos a las DRC.
- (2) Las ofertas son colocadas por la Comunidad de cazadores de gangas (usuarios) en los diferentes sitios web de eCO Communities. La temperatura (+ o -) de una oferta refleja su precio, calidad y conveniencia. Las ofertas pueden ser colocar de la siguiente manera:
 - Si las ofertas son publicadas por un miembro de la Comunidad registrado con un largo historial de ofertas enviadas, se publican directamente.
 - Si el miembro de la Comunidad es un usuario nuevo, las ofertas pasan por un proceso de moderación, llevado a cabo por el equipo editorial de cada DRC respectivo antes de ser publicadas.
 - Los comerciantes también pueden publicar ofertas en los sitios web a través de una herramienta desarrollada por eCO Communities, mediante la cual los

4.1.5. Oportunidades claves de crecimiento

eCO se encuentra en una posición estratégica para aprovechar múltiples oportunidades de crecimiento en el dinámico mercado del comercio electrónico. A continuación, se describen las áreas clave que el Grupo ha establecido, dentro de su Informe de Gestión 2023, como relevantes a efectos de impulsar el crecimiento continuado de su negocio:

a) Transformación digital continuada

eCO pretende siempre seguir impulsando la investigación y el desarrollo como parte de esencial su negocio, a efectos de buscar formas de mejorar la eficiencia técnica para atraer y retener a más clientes ofreciendo al usuario final una experiencia de compra más valiosa y fácil de usar. Dentro del Grupo, lo anterior ha ido cobrando mayor importancia con las recientes adquisiciones, ya que existe la oportunidad de crear sinergias digitales y de producto entre las diferentes plataformas y servicios que se ofrecen actualmente a los clientes, permitiendo a eCO ofrecer una experiencia de recompensa de compras más empaquetada.

b) Expansión en regiones en crecimiento (Estados Unidos, Europa)

El mercado del comercio electrónico en Estados Unidos es el segundo más grande del mundo, después de China, el cual ha mostrado últimamente un crecimiento fuerte. Estados Unidos crea una oportunidad significativa para que eCO crezca aún más en dicho mercado, para lo que el Grupo ha estado trabajando desde que entró en 2018 y adquirió una de las direcciones web/dominios más relevantes en 2022. En este tiempo, eCO ha sido capaz de hacer crecer sus ingresos anuales en este mercado, convirtiéndolo en una importante fuente de ingresos para todo el Grupo por geografía en un corto período de tiempo.

Dado el tamaño relativo del mercado estadounidense, el crecimiento continuado en esta región dará lugar a un rendimiento mucho mayor de ingresos y beneficios a medida que eCO siga aumentando su cuota de mercado dentro de la región.

Por otro lado, dentro de Europa, eCO tiene previsto penetrar en otros mercados con algunos de sus servicios en los próximos años. En la actualidad, eCO tiene una sólida posición en los mercados de servicios de *cashback* en Alemania, Francia y España. Además, en 2023 gracias a la última adquisición, el Grupo logró penetrarse y expandirse al área de negocio de comunidades (eCO Communities). Las oportunidades de crecimiento en Europa siguen siendo significativas para eCO.

c) Desarrollo e implantación continuada de nuevos servicios al consumidor adyacentes

Aunque eCO explota en la actualidad diferentes servicios de recompensas líderes en el mercado, la oportunidad de añadir servicios adyacentes sigue siendo grande. eCO dispone de la configuración necesaria para el éxito, con equipos locales en todos sus mercados y regiones principales, una sólida infraestructura informática y fuertes relaciones con anunciantes y grandes editores. eCO está perfectamente situada para desarrollar, lanzar y desplegar otros servicios dirigidos al usuario final, atrayendo a más compradores en diferentes puntos de contacto en su viaje de consumo.

Además, eCO puede realizar una mayor promoción cruzada de sus servicios entre su importante público actual. Aunque eCO ya ha desarrollado e implantado con éxito servicios en el sector del *marketing* de resultados, gran parte de este segmento sigue sin ser explotado por eCO hoy en día.

d) Fusiones y adquisiciones sinérgicas continuadas

eCO aplica una estrategia de construcción y compra dentro de su sector, y actúa como consolidador líder en un espacio fragmentado en Europa. eCO cree que existen importantes oportunidades para consolidar aún más el sector a través de fusiones y adquisiciones sinérgicas, creando valor para la plataforma de eCO, así como para sus usuarios finales, anunciantes y accionistas. eCO planea seguir identificando empresas interesantes dentro de la industria y ejecutar adquisiciones cuando exista una oportunidad significativa de creación de valor.

e) Posición global de la empresa

A pesar de la posición bien establecida de eCO en los mercados fuertes y activos de toda Europa, y estar asociada con un gran número de minoristas, existe todavía un gran potencial y oportunidad para un mayor crecimiento orgánico e inorgánico, la expansión en otros mercados, campos de negocio adyacentes y verticales. El potencial del crecimiento mundial continuado en los mercados de comercio electrónico aumenta aún más estas oportunidades, tanto en los mercados actuales como en los futuros de eCO.

Estas oportunidades reflejan el compromiso de eCO con la innovación y expansión, posicionándola como líder en el mercado del comercio electrónico y recompensas.

4.1.6. Importancia de la Investigación y Desarrollo en eCO

eCO desarrolla internamente los principales componentes informáticos de sus plataformas. Dichos desarrollos se refieren a una fase estructurada e intensa de programación de nuevas funcionalidades, así como de mejora del paisaje de sistemas existente mediante la adición de importantes funcionalidades de sistemas a lo largo de toda la cadena de valor y de procesos. El objetivo es garantizar que el *software* esté alineado con los procesos y sistemas operativos.

La fase de trabajo intensivo a menudo requiere el uso de contratistas externos (*outsourcing*), en particular los proporcionados por proveedores especializados en la subcontratación de talentos cualificados para el desarrollo de *software*, siendo muy adecuados para las necesidades de desarrollo de eCO.

Durante 2023, el Grupo capitalizó costes de desarrollo por valor de 9.382 miles de euros (2022: 10.043 miles de euros), de los cuales 5.516 miles de euros corresponden a activos aún en desarrollo al cierre del 2023 (2022: 4.806 miles de euros). De los activos capitalizados que se han puesto en uso, se ha reconocido un importe de amortización de 3.858 miles de euros (2022: 3.186 miles de euros).

De acuerdo con el Informe de Gestión 2023 de eCO, la ligera disminución de los costes de desarrollo durante 2023 en comparación con el 2022 se debe a la pausa en el desarrollo de la tarjeta de pago relacionado con el negocio de *cashback*, debido a la revisión de las prioridades de negocio para 2024. Esto supuso la no capitalización de 634 miles de euros

que se invirtieron por dicho proyecto entre enero y septiembre de 2023, y también el deterioro de 1.234 miles de euros para el desarrollo generado internamente en este proyecto en años anteriores.

eCO ha realizado importantes avances en el desarrollo interno de sus plataformas y servicios, realizando inversiones importantes en proyectos claves a efectos de mejorar la eficiencia, la experiencia del usuario y la generación de ingresos. A continuación, se detallan algunos de los principales proyectos y áreas de interés que han marcado este desarrollo:

- **Proyecto Foundation**: con una inversión de 853 miles de euros, este proyecto se centra en la modernización de la arquitectura de software, almacenes de datos, API y el sistema de diseño de GSG, creando una nueva plataforma competitiva y avanzada que mejora la eficacia de los procesos informáticos y de diseño.
- **Proyecto de plataforma eCO**: con una inversión de 803 miles de euros, el objetivo es construir una plataforma global y escalable de contenidos de compra y recompensas, facilitando a los consumidores el ahorro y mejorando su experiencia de compra, generando así mayores ingresos para el Grupo.
- **Optimización de páginas de préstamos minoristas y anuncios de Google**: con 649 miles de euros invertidos, este proyecto se enfoca en mejorar la interfaz y la experiencia del usuario en las páginas más visitadas del Grupo, aumentando la conversión de usuarios en usuarios de descuentos.
- **Migración de productos de ahorro**: Inversión de 378 miles de euros para migrar artículos de ahorro, campañas y páginas de categorías a los nuevos sistemas de gestión de contenidos y diseño.
- **Automatización de la creación de cupones**: Proyecto valorado en 242 miles de euros, que utiliza inteligencia artificial para reducir el tiempo y la participación de los editores en la creación y publicación de cupones.

Además, dentro del segmento de negocio eCO Communities se han llevado proyecto de desarrollo con inversiones significativas en:

- Actualización tecnológica para mejorar el rendimiento de la aplicación móvil y el sitio web.
- Mejora de la opción de compartir en el hilo.
- Reescritura del código en *front* y *back end* para mejorar el rendimiento del sitio web y la experiencia del usuario.

Por su parte, eCO Rewards contribuyó en el desarrollo de eCO, centrando sus esfuerzos en:

- Mejora de la estabilidad de la plataforma de *cashback*.
- Ejecución del *cashback* en tarjetas de regalo.
- Desarrollo de extensiones para navegadores web.

Estos proyectos e inversiones reflejan la estrategia de crecimiento del Grupo de seguir desarrollando herramientas y ofertas para maximizar la experiencia del usuario. En 2023,

eCO se centró en crear un panorama de desarrollo más uniforme y centralizado en todo el negocio, tras las recientes adquisiciones y la expansión general del negocio.

4.2. Contexto del sector para eCO

Las previsiones sobre la evolución de la actividad del Grupo en el próximo ejercicio fiscal se basan en las hipótesis descritas en el análisis industrial del sector, del modelo de negocio y financiero.

eCO espera seguir registrando un aumento en los ingresos para 2024 en comparación con el año anterior (2023), aunque a un ritmo lento. La incertidumbre macroeconómica y política actual, la crisis energética y la inflación perturban a los mercados en los que opera eCO. Asimismo, la nueva política de *spam* de Google hace que eCO se centre en seguir mejorando sus propias marcas y las sinergias entre ellas en favor de asociaciones con editores de medios de comunicación conocidos para compensar el posible impacto adverso de las clasificaciones de Google en el flujo de ingresos de eCo, principalmente en su segmento de negocio eCO Connect.

Si bien lo anterior conlleva riesgos para el negocio de eCO, como se ha descrito, también ofrece nuevas oportunidades en caso de que los consumidores sean más conscientes de los costes y, por tanto, utilicen las ofertas de eCO centradas en el ahorro de dinero en las compras diarias con más frecuencia que antes. El Grupo tiene previsto invertir más en su plataforma y tecnología, especialmente en sus equipos, a efecto de sentar las bases de un crecimiento sólido y continuado en los próximos años.

eCO se centra en el crecimiento, la expansión y la creación de sinergias de sus productos y servicios, así como en nuevas inversiones en la fidelización de su base de usuarios existente, respaldándola con el aumento de la monetización del tráfico y el desarrollo continuo de una fortaleza en las partes de conversión y fidelización del viaje del consumidor.

4.2.1. Proyección de la situación económica y del sector

En eCO se espera una mejora del estado de la economía mundial en respuesta a los efectos causados por la inflación de los precios de las materias primas, los conflictos geopolíticos y los riesgos medioambientales. De acuerdo con el IMF, se prevé que la economía mundial crezca un 3,1% en 2024 y continúe en el 3,2% en 2025, con una previsión de crecimiento adicional para Alemania del 0,5% en 2024 y del 1,6% en 2025, Francia del 1,0% en 2024 y del 1,7% en 2025, Reino Unido del 0,6% en 2024 y del 1,6% en 2025 y Estados Unidos del 2,1% en 2024 y del 1,7% en 2025. Las previsiones de crecimiento económico mundial podrían aumentar aún más debido a la rápida caída de la inflación, la recuperación de la confianza de los consumidores en China, los beneficios de la inteligencia artificial y la aceleración de la reforma de la oferta (IMF, 2024).

Por su parte, eMarketer espera que las ventas mundiales de comercio electrónico al por menor (*retail sales*) superen los 6,3 billones de euros en 2024. Esto supondría un crecimiento del 8,8% frente a 2023, a pesar de que en ese año se demostró un menor rendimiento y una situación económica general inestable (Cramer-Flood, 2024). Adicionalmente, las ventas por internet han desempeñado un papel cada vez más importante en el comercio al por menor (*retailing*). En 2023, el comercio electrónico representaba más del 19% de las ventas minoristas en todo el mundo. Las previsiones indican que, en 2027, el segmento de ventas y compras en línea representará cerca de una

cuarta parte del total de las ventas minoristas mundiales (Coppola, 2024). Asimismo, se espera que el continuo cambio de offline a online ayude a la recuperación del crecimiento en la industria del comercio electrónico.

Dicho lo anterior, eCO observa la situación y ha comenzado a adoptar un enfoque conservador en sus proyecciones, mientras que el mercado alemán representa una parte significativa de los ingresos del Grupo, donde los consumidores muestran un comportamiento prudente en el gasto. No obstante, en caso de un impacto inesperadamente grave en la economía mundial, la situación puede cambiar en un futuro próximo o a medio plazo. El hecho de que los consumidores sigan utilizando los productos y soluciones de ahorro que ofrece eCO se traducirá en un crecimiento continuado de los ingresos del Grupo en el futuro.

4.3. Análisis de modelo de negocio

A continuación, se presenta un análisis de Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades (en adelante, DAFO) para eCO considerando sus oportunidades de crecimiento, generación de valor, modelo de negocio y el contexto dentro del sector económico del comercio electrónico.

Cuadro 4. Análisis DAFO: eCO

DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Por la alta competitividad y cambios en los mercados, el Grupo debe constantemente invertir en tecnología y desarrollo a efectos de no quedarse obsoleto. • Desafíos operativos como consecuencia de las nuevas adquisiciones. • Altamente vulnerable gracias a la dependencia de mercado específicos como Estados Unidos y Alemania. • Requiere de recursos significativos para el desarrollo y lanzamiento de nuevos servicios. • Riesgo de que nuevos servicios no sean bien recibidos por los usuarios y consumidores. • Cuenta con una alta carga financiera debido a las múltiples adquisiciones. • Se pueden presentar dificultades en adaptar estrategias globales a los mercados locales, debido a las 	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios en las políticas de spam por parte de Google y otros motores de búsqueda. • Cambios en las políticas de validación y reconocimiento de cupones por parte de los anunciantes y grandes editores (WLP) • Avances rápidos en tecnología pueden dejar obsoletas las soluciones actuales si no se mantiene la inversión continua. • Cambios regulatorios en diferentes regiones pueden afectar la operatividad y los costos. • Inestabilidad económica en mercados clave puede impactar negativamente en el crecimiento. • Barreras de entrada para nuevos servicios debido a la competencia establecida. • Cambios en el entorno regulatorio pueden dificultar futuras adquisiciones.

diferentes características y necesidades.	<ul style="list-style-type: none"> • Competencia global intensificada con actores establecidos y nuevos entrantes en el mercado del comercio electrónico.
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • El Grupo realiza una inversión constante en Investigación y Desarrollo a efectos de mejorar su eficiencia técnica y la experiencia del usuario. • Ha sido capaz de crear sinergias digitales y de producto gracias a las recientes adquisiciones. • Cuenta con una posición relevante en los mercados europeos de <i>cashback</i> tales como, Alemania, Francia y España • Ha demostrado un crecimiento sólido en el mercado estadounidense, el cual se ha fortalecido gracias a la última adquisición de un sitio web para dicho mercado. • El Grupo ha logrado diversificarse en nuevas áreas de negocio (eCO Communities), lo cual se ha traducido a mejores resultados. • Cuenta con presencia y equipos locales en diferentes mercados dentro de Europa, América, Asia y Oceanía. • Capacidad alta de promover y lanzar nuevos servicios adyacentes, a través de relaciones estratégicas con anunciantes y grandes editores (WLP). • Ha sido capaz de identificar y ejecutar adquisiciones que generen valor significativo al Grupo. 	<ul style="list-style-type: none"> • La innovación tecnológica puede ayudar a atraer y retener a más clientes y usuarios ofreciendo una experiencia de compra mejorada. • Existen oportunidades de penetrar y expandirse a nuevos mercados. • Posibilidad de añadir servicios no explotados para atraer más usuarios. • Lograr mayor promoción cruzada entre los diferentes segmentos, servicios y base de clientes. • Creación de valor mediante adquisiciones estratégicas y exitosas para la plataforma y accionistas. • Expansión en campos de negocio adyacentes, aprovechando el crecimiento global del comercio electrónico.

Fuente: Elaboración propia

A partir del análisis realizado, se puede resaltar que eCO se encuentra en una posición estratégica con numerosas oportunidades de crecimiento gracias a su continua transformación digital, expansión en mercados en crecimiento, desarrollo de nuevos servicios al consumidor, y una estrategia de fusiones y adquisiciones sinérgicas. Sin embargo, debe gestionar cuidadosamente sus debilidades y estar atento a las amenazas del entorno para asegurar un crecimiento sostenible y exitoso.

4.4. Análisis financiero

Dentro de este apartado se pretende realizar un análisis de la evolución de la actividad de eCO tomando en consideración sus estados financieros consolidados de los últimos dos años (2022-2023), a efectos de detallar los impactos y factores que han influido en las actividades del Grupo durante dicho período. Este análisis proporcionará una visión clara de cómo dichas variables han afectado la posición financiera del Grupo y su desempeño global. Adicionalmente, se pretende realizar un análisis de ratios financieros del Grupo con los de otras empresas del sector de comercio electrónico que se encuentren cotizadas en la Bolsa de Frankfurt. Dicho análisis examinará diversos indicadores financieros permitiendo evaluar el rendimiento y situación del Grupo, y proporcionando una perspectiva integral de su posicionamiento en la industria.

Es necesario destacar que se consideró razonable la utilización de información financiera y operativa de los últimos 2 años que nos permita evaluar al Grupo, comparando los mismos con la media del sector. A partir de ello, precedentemente se consideró que no agregaría valor al análisis expandir en retrospectiva a más de 2 periodos la base de cálculo.

4.4.1. Evolución de la actividad del Grupo

De acuerdo con el Informe de Gestión de eCO, el año 2023 ha sido un año fructífero para el Grupo, con una evolución positiva en la mayoría de los países y una mayor expansión de los productos de eCO, sobre todo a partir de la adquisición de las plataformas dedicadas al comercio social (comunidades de ofertas).

4.4.1.1. Resultados de las operaciones del Grupo (Estado de resultados consolidado) – 2022-2023

A continuación, se presenta el Estado de resultados consolidado resumido según las NIIF:

Tabla 1. Estado de resultados consolidado de eCO. 2022-2023

<i>Miles de euros</i>	2023	% sobre el ingreso	2022	% sobre el ingreso
Ingresos	181.691	100,0%	116.017	100,0%
Otros ingresos operativos	554	0,3%	292	0,3%
Gastos de <i>marketing</i> y similares	(50.340)	(27,7%)	(42.712)	(36,8%)
Gastos en salarios y empleados	(73.149)	(40,3%)	(42.394)	(36,5%)
Otros gastos operativos	(26.964)	(14,8%)	(24.404)	(21,0%)
Pérdida por deterioro de créditos comerciales y activos contractuales	(710)	(0,4%)	(788)	(0,7%)
Resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA)	31.083	17,1%	6.012	5,2%
Depreciación y amortización	(28.017)	(15,4%)	(13.854)	(11,9%)
Resultado antes de intereses e impuestos (EBIT)	3.066	1,7%	(7.842)	(6,8%)

Ingreso financiero	405	0,2%	708	0,6%
Gasto financiero	(7.167)	(3,9%)	(4.407)	(3,8%)
Ganancia/(Pérdida) por variación del valor razonable de activos/pasivos financieros	6.632	3,7%	235	0,2%
Resultado antes de impuestos (EBT)	2.936	1,6%	(11.306)	(9,7%)
Impuesto sobre la renta/sociedades	501	0,3%	(2.608)	(2,2%)
Beneficio (Pérdida) del periodo	3.437	1,9%	(13.914)	(12,0%)

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Gestión de eCO (Estados financieros consolidados según NIIF)

Como se ha mencionado anteriormente, los ingresos del Grupo consisten en tres flujos de ingresos: eCO Connect, eCO Rewards y eCO Community:

- **eCO Connect:** sus ingresos representan anuncios de *retailers* en sitios web propios de eCO y externos. Los sitios web externos son principalmente los de editores conocidos para los que GSG tiene el derecho exclusivo de alojar un subdominio, presentando vales y cupones de minoristas a los compradores en línea (WLP).
- **eCO Rewards:** este segmento incluye los flujos de ingresos procedentes principalmente de las ofertas *cashback*. Dentro de dicho segmento, los usuarios finales acceden a plataformas de *cashback* a través de sitios web y extensiones de navegador a través de sus cuentas registradas para acceder a las ofertas de *cashback* de diferentes *retailers*. Estos *retailers* ofrecen a los usuarios finales diversas devoluciones en efectivo (*cashback*) por sus compras, las cuales luego se transfieren a las cuentas de los usuarios tras las compras validadas realizadas a través de las plataformas de *cashback* de eCO, lo que a su vez genera ingresos por comisiones para eCO. Estas plataformas operan con bases de usuarios activos, en donde eCO trabaja para retener y hacer crecer con el fin de facilitar más ventas a sus clientes *retailers*.
- **eCO Communities:** los ingresos de la comunidad de eCO proceden de los usuarios activos que debaten y comparten información sobre productos, precios y ofertas a través de las plataformas de compras sociales (estilo blog). Cuando los compradores en línea siguen el enlace de la oferta y realizan una compra, la empresa puede obtener ingresos (comisiones) de los *retailers* cuyas ofertas se anunciaron.

A continuación, se muestra la distribución de los ingresos de eCO por segmento de negocio durante el período 2022-2023, y su peso sobre el ingreso total del Grupo.

Tabla 2. Ingresos de eCO por segmento de negocio. 2022-2023

Miles de euros	2023	% sobre el ingreso	2022	% sobre el ingreso
eCO Connect	95.717	52,7%	80.354	69,3%
eCO Rewards	41.851	23,0%	35.663	30,7%
eCO Community	44.123	24,3%	-	-
Ingresos totales	181.691	100,0%	116.017	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Gestión de eCO (Estados financieros consolidados según NIIF)

Al observar el comportamiento del Estado de Resultados 2022-2023, eCO cerró el 2023 con unos ingresos de 181.691 miles de euros (ejercicio anterior: 116.017 miles de euros), lo que supone un crecimiento interanual del 56,6%. Dicha tasa de crecimiento se vio respaldada por la adquisición de eCO Community en 2023, así como por el crecimiento orgánico de eCO Connect y eCO Rewards, impulsado por el continuo cambio de los consumidores hacia las compras en línea en todos los mercados del Grupo.

El crecimiento orgánico de 21.550 miles de euros o del 18,6% interanual en términos comparables superó las tendencias del sector del comercio electrónico. eCO Connect creció un 19,1% interanual impulsado por las favorables clasificaciones en Google de la mayoría de los sitios web de cupones gestionados por el Grupo. Además, el sitio web/dominio adquirido para el mercado estadounidense en 2022, ha demostrado su eficacia para aumentar los ingresos del Grupo en 7.872 miles de euros. eCO Rewards creció un 17,4% interanual, impulsado por la capacidad del Grupo en aumentar la monetización a partir del crecimiento de su base de usuarios activos ofreciendo una amplia gama de oportunidades de ahorro.

Por otro lado, en cuanto a la distribución de los ingresos del Grupo en términos geográficos, se puede mencionar que 111.911 miles de euros del total proceden del mercado europeo, lo que representa el 61,6% de los ingresos totales de eCO para 2023. Francia y Alemania siguen siendo los principales mercados de la región, y los mercados británico y norteamericano aportan en conjunto un 32,3% adicional a los ingresos.

La mayor contribución por área geográfica procedió de Europa, la cual creció un 63,7% interanual gracias al crecimiento orgánico y no orgánico. eCO siguió manteniendo su cuota de mercado en Alemania, Francia y España, contribuyendo al 86,6% de los ingresos generados por eCO en Europa. Norteamérica experimentó un importante crecimiento del 55,1% gracias al sólido rendimiento del nuevo sitio web/dominio, así como a un aumento de las sesiones orgánicas de los compradores impulsado por la mejora de las clasificaciones en Google de los dominios de los socios mediáticos de eCO en Estados Unidos.

Asimismo, los ingresos procedentes del Reino Unido aumentaron un 52,1% con respecto a 2022. Este crecimiento puede atribuirse a la mejora de las clasificaciones medias en Google. Asia y Oceanía experimentaron un descenso del 15,7% en comparación con el año anterior debido al empeoramiento de las clasificaciones de Google. Los ingresos en Latinoamérica casi se duplicaron con un aumento de 2.604 miles de euros, impulsado principalmente por la adquisición de eCO Communities.

Tabla 3. Ingresos de eCO por área geográfica. 2022-2023

<i>Miles de euros</i>	2023	% sobre el ingreso	2022	% sobre el ingreso
Europa	111.911	61,6%	68.364	58,9%
Norte América	34.751	19,1%	22.403	19,3%
Reino Unido	24.030	13,2%	15.801	13,6%
Asia and Oceanía	5.666	3,1%	6.721	5,8%
Latinoamérica	5.333	3,0%	2.729	2,4%
Ingresos totales	181.691	100,0%	116.017	100,0%

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Gestión de eCO (Estados financieros consolidados según NIIF)

Con respecto a los costos y gastos de eCO, se puede mencionar lo siguiente:

- Los **gastos de marketing y similares** experimentaron un aumento de 7.628 miles de euros (17,9%) en comparación con 2022. El ratio de gastos de *marketing* y similares con respecto a los ingresos disminuyó un 9,1% (del 36,8% en 2022 al 27,7% en 2023). Esta mejora se debió principalmente a la adquisición de eCO Communities con mayor margen de contribución¹⁵, así como a los esfuerzos del Grupo por disminuir sus costes de *marketing* al tiempo que adquiría ingresos adicionales mediante el fortalecimiento orgánico de las marcas de eCO.
- Los **gastos en salarios y empleados** aumentaron en 30.755 miles de euros interanuales (72,5%), de los cuales 15.579 miles de euros procedieron de la adquisición de eCO Communities. La plantilla del Grupo aumentó un 38,5% (de 767 en 2022 a 1.062 empleados en 2023). Dicho aumento en consecuencia de la última adquisición (274 empleados) y al crecimiento orgánico de las marcas existentes (21 empleados). Los pagos basados en acciones contribuyeron con un crecimiento de 5.174 mil euros, debido al aumento del valor de los premios y nuevos instrumentos concedidos. Las primas por buenos resultados del Grupo sumaron 1.814 mil euros adicionales en 2023. El coeficiente de capitalización de los costes de desarrollo interno bajó un 15,9% en 2023, incrementando las prestaciones no capitalizadas a empleados. El resto del aumento en prestaciones se debió al crecimiento orgánico de las marcas y a la revisión anual de retribuciones.

Con relación al **EBITDA**, este experimentó un aumento considerable hasta alcanzar los 31.083 miles de euros en 2023 (17,1% sobre ingresos) frente a los 6.012 miles de euros en 2022 (5,2% sobre ingresos). El crecimiento del EBITDA se debió principalmente al aumento de los ingresos y a la mayor contribución del negocio adquirido de eCO Communities.

Por otro lado, la **depreciación y amortización** aumentó en el ejercicio en 14.163 miles de euros (102,2%) gracias principalmente a la amortización de los activos intangibles identificados en la asignación del acuerdo de precio de compra (“PPA”) de eCO Communities por un importe de 11.948 miles de euros.

Por último, el aumento en los **gastos financieros** de 2.760 miles de euros (o un 62,6%) en 2023 se debió a la refinanciación y al aumento del tipo de interés, como resultado de una tasa EURIBOR más alta. El Grupo refinanció préstamos de 28.000 miles de euros y de 15.000 miles de euros con un nuevo acuerdo de financiación por un importe total de 90.000 miles de euros. El nuevo contrato de crédito ha supuesto un aumento neto de los fondos prestados de 59.500 miles de euros, los cuales fueron utilizado para financiar la adquisición de eCO Communities. Respectivamente, el aumento del importe del préstamo dio lugar a gastos de intereses adicionales en 2023.

¹⁵ Margen de contribución se refiere al resultado luego de deducir de los ingresos netos los costos de comisiones pagadas a socios editores y anunciantes (WLP) y a usuarios.

4.4.1.2. Posición financiera del Grupo (Estado de situación financiera consolidado) – 2022-2023

A continuación, se presenta el Estado de situación financiera consolidado resumido según las NIIF:

Tabla 4. Estado de situación financiera consolidado de eCO. 2022-2023

<i>Miles de euros</i>	31 Dic 2023	31 Dic 2022
Activos		
Efectivo y equivalentes de efectivo	19.896	23.894
Clientes y otras cuentas por cobrar	16.374	7.111
Activos contractuales	67.862	48.572
Activos fiscales	2.686	2.105
Propiedad, planta y equipo	8.369	7.445
Activos intangibles y fondo de comercio	423.277	181.209
Activos financieros	3.871	4.283
Otros activos	2.854	2.587
Activos totales	545.188	277.206
Pasivos		
Acreedores comerciales y otras deudas	101.505	89.074
Préstamos y empréstitos	67.651	31.132
Pasivo por arrendamiento	7.050	6.337
Otros pasivos no financieros	653	65
Pasivos fiscales	43.632	21.168
Prestaciones a empleados	23.622	18.000
Pasivo contingente	16.054	-
Pasivos totales	260.166	165.776
Patrimonio	285.022	111.430
Pasivos y patrimonio total	545.188	277.206

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Gestión de eCO (Estados financieros consolidados según NIIF)

A partir de la situación financiera consolidado del Grupo, se pueden resaltar los siguientes impactos relevantes:

- Los **activos intangibles y el fondo de comercio** son la mayor contribución al aumento del activo total, con un incremento del saldo de 242.068 miles de euros (133,6% más) desde 2022. Dicho aumento se atribuye principalmente a la adquisición de eCO Communities. En concreto, se identificaron 156.406 miles de euros atribuidos al fondo de comercio resultante de la adquisición y 101.104 miles de euros de activos intangibles como parte del PPA, incluyendo marcas, base de usuarios, relación con clientes y *software*. Además, se capitalizaron 9.382 miles de euros de desarrollos generados internamente en 2023.

- La **cuenta de clientes y otras cuentas por cobrar, y los activos contractuales** registraron un aumento de 9.263 miles de euros y 19.290 miles de euros respectivamente (130,3% y 39,7%). Dicho importe representa el crecimiento global no orgánico y orgánico de la capacidad de producción de ventas del Grupo, como se observa en el crecimiento de los ingresos.
- Los **préstamos y empréstitos** aumentaron en 36.519 miles de euros (117,3%) respecto al 2022, debido principalmente a la financiación adicional de 59.500 miles de euros tomada el 02 de enero de 2023, la cual se amortizó parcialmente por 22.347 miles de euros según el calendario previsto a lo largo del 2023. Dicho préstamo se tomó con vistas a la financiación de la adquisición de eCO Communities. Existen dos acuerdos financieros del préstamo que eCO debe respetar: (1) ratio entre la deuda financiera neta consolidada del Grupo y el EBITDA del Grupo definido específicamente por el banco en el contrato de préstamo; (2) la suma de la tesorería y los equivalentes de tesorería mantenidos por el Grupo y los compromisos disponibles en virtud de la línea de crédito renovable expresada como porcentaje de los pasivos de tesorería. Dichos acuerdos son supervisados por la Dirección del Grupo e informados a los prestamistas. En 2023 no se produjo ningún incumplimiento de los mismos. A 31 de diciembre de 2023, el Grupo disponía de 15.000 miles de euros (2022: 15.000 miles de euros) de línea de crédito comprometida no dispuesta disponible para la financiación del capital circulante.
- El total de **patrimonio** aumentó en 173.592 miles de euros desde 2022. Este incremento procede de la contraprestación en acciones incurrida en la operación de eCO Communities, compuesta por 70.172 nuevas acciones y 17.694 opciones sobre acciones, registradas a un valor razonable de 145.341 miles de euros. Otro incremento de 25.459 miles de euros se ha registrado por las participaciones no dominantes adquiridas en dicha operación (el 49,9% del negocio de eCO Communities en España y el 34% en México pertenecen a minoritarios). El resto del aumento de los fondos propios se debe principalmente a la imputación de pagos basados en acciones liquidados mediante instrumentos de capital.

4.4.2. Análisis de ratios financieros: comparación con la industria

a) Endeudamiento sobre el patrimonio

Este ratio refleja el grado de endeudamiento de una entidad, en relación a las respuestas de sus activos. Se toma en consideración el total de los pasivos sobre el patrimonio neto. El criterio de análisis para este indicador es que el resultado se encuentre el 0,4 y 0,6.

Tabla 5. Endeudamiento sobre patrimonio. eCO y sector. 2022-2023

Índice de endeudamiento			
	2023	2022	Promedio
Pepper Media International N.V.	1,36	1,81	1,58
Delivery Hero SE	5,35	2,43	3,89
Global Fashion Group S.A.	1,92	1,46	1,69
United Internet AG	1,16	1,07	1,11
Scout24 SE	0,40	0,39	0,39
Media del sector			1,73
eCO	0,91	1,49	1,20

Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

Como se puede observar en la información anterior, eCO presenta una razón de endeudamiento sobre patrimonio promedio (2022-2023) de 1,20 el cual es menor a la media del sector de empresas similares (1.73). No obstante, es interesante destacar que tanto las empresas comparables como eCO cuenta con un alto grado de endeudamiento, es decir, que mantienen en mayor proporción financiamiento o deuda de terceros, por lo que sus activos están sostenidos en gran medida por terceros que por capital propio.

b) Deuda neta sobre EBITDA

Este ratio mide la capacidad de una entidad para pagar su deuda neta (pasivos financieros que tenga la entidad menos su efectivo y equivalente de efectivo disponible) en función del EBITDA. Dicho ratio indica, de manera general, la cantidad de años que la entidad requiere a efectos de liquidar toda su deuda. Un ratio muy alto puede sugerir que la situación financiera de la entidad sea de riesgo.

Tabla 6. Deuda neta sobre EBITDA. eCO y sector. 2022-2023

Deuda neta/EBITDA ¹⁶			
	2023	2022	Promedio
Pepper Media International N.V.	141,58	8,19	74,89
Delivery Hero SE	-11,93	-6,34	-9,13
Global Fashion Group S.A.	-1,14	-1,44	-1,29
United Internet AG	5,53	4,81	5,17
Scout24 SE	0,43	0,46	0,44
Media del sector			14,02
eCO	4,80	16,02	10,41

Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

Los resultados óptimos de este ratio es que se encuentre entre el rango de 2 y 4, en donde la entidad ha logrado un equilibrio con su deuda y capacidad de absorberla con los recursos que genera. En el caso de eCO, se puede observar que en promedio presenta un ratio de 10,41, sugiriendo que tardaría alrededor de 10 años en pagar la totalidad de su deuda. Dicho resultado se encuentra cercano a la media del sector, sin embargo, cabe destacar que dentro del sector se encuentran dos empresas comparables que no cuentan con una capacidad de absorción y equilibrio de su deuda, ya que no son ni capaces de generar recursos suficientes en su negocio.

c) Rendimiento sobre activos (“ROA”)

Indica la rentabilidad sobre los activos de la entidad. Dicho ratio se puede obtener dividiendo el beneficio neto de la empresa entre los activos totales.

Tabla 7. Rendimiento sobre activos. eCO y sector. 2022-2023

ROA			
	2023	2022	Promedio
Pepper Media International N.V.	-1,63%	-0,57%	-1,10%
Delivery Hero SE	-21,98%	-23,13%	-22,55%
Global Fashion Group S.A.	-21,06%	-16,75%	-18,90%
United Internet AG	3,22%	4,49%	3,85%

¹⁶ Se puede dar el escenario donde el EBITDA es negativo, lo cual significa que la entidad no tiene la capacidad de pagar su deuda y ni de generar valor, sugiriendo un riesgo alto para la entidad.

Scout24 SE	8,85%	6,57%	7,71%
Media del sector			-6,20%
eCO	0,63%	-5,02%	-2,19%

Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

Por lo que se puede observar en la información anterior, eCO presenta un ROA promedio mayor (-2,19%) que la media del sector (-6,20%). Lo anterior, indica que tanto eCO como sus comparables del sector no han sido capaces de obtener y presentar un rendimiento o retorno positivo promedio por parte de sus activos, a pesar de que presentan una mejora en el año 2023. Esto puede ser consecuente del impacto macroeconómico y geopolítico que se ha vivido en los últimos años y a afectado al sector.

d) Rendimiento sobre patrimonio (“ROE”)

El ROE mide la rentabilidad de la entidad sobre sus fondos propios, es decir, mide la relación entre el beneficio neto de la empresa y su cifra de fondos propios, calculando la rentabilidad financiera.

Tabla 8. Rendimiento sobre patrimonio. eCO y sector. 2022-2023

ROE			
	2023	2022	Promedio
Pepper Media International N.V.	-3,96%	-1,60%	-2,78%
Delivery Hero SE	-139,38%	-79,59%	-109,49%
Global Fashion Group S.A.	-61,44%	-41,35%	-51,39%
United Internet AG	7,40%	9,78%	8,59%
Scout24 SE	12,35%	9,16%	10,76%
Media del sector			-28,86%
eCO	1,21%	-12,49%	-5,64%

Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

Por lo que se puede observar en la tabla anterior, eCO presenta un ROE promedio mayor (-5,64%) que la media del sector (-28,86%). Sin embargo, lo anterior indica que tanto eCO como la gran parte del sector no ha sido capaz de obtener un beneficio neto en promedio positivo.

e) EBIT sobre ingresos

Mide el beneficio obtenido antes de gastos financieros e impuestos (“EBIT”) por la entidad sobre los ingresos generadas durante un período.

Tabla 9. EBIT sobre ingresos. eCO y sector. 2022-2023

EBIT/Ingresos			
	2023	2022	Promedio
Pepper Media International N.V.	-3,68%	0,76%	-1,46%
Delivery Hero SE	-16,67%	-26,54%	-21,60%
Global Fashion Group S.A.	-19,31%	-13,74%	-16,52%
United Internet AG	12,13%	13,21%	12,67%
Scout24 SE	47,61%	42,07%	44,84%
Media del sector			3,59%
eCO	1,69%	-6,76%	-2,54%

Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

El EBIT sobre ventas es un indicador muy relevante para eCO, ya que mide la capacidad del Grupo de generar riquezas y valor antes del pago de sus obligaciones en deuda y fiscales. Como se puede observar, eCO presenta un EBIT sobre ingresos menor que el promedio del sector, esto gracias a los resultados obtenidos en 2022. Para 2023, eCO muestra que tiene capacidad de generar ingresos y beneficios, sin embargo, siempre se mantiene por debajo de la mayoría de las empresas comparables del sector.

En el **Anexo 3**, se puede encontrar mayor detalle de los cálculos realizados.

4.5. Análisis bursátil: capitalización bursátil y precio de oferta pre-OPI

Dentro de este apartado, se pretende realizar un cálculo estimado de la capitalización bursátil, cantidad de nuevas acciones a emitir y su respectivo precio de oferta para eCO, considerando tanto los requisitos mínimos establecidos en los distintos segmentos de mercado dentro de la Bolsa de Frankfurt (**Anexo 2**), como la situación de mercado de las empresas comparables encontradas dentro de la industria.

4.5.1.1. Bolsa de Frankfurt: requisitos mínimos para la OPI

De acuerdo con la información publicada en la Bolsa de Frankfurt, cada segmento de mercado donde eCO puede realizar su salida a bolsa a través de una OPI cuenta con requisitos mínimos para la capitalización bursátil, capital flotante y número de acciones a emitir. A continuación, se muestra lo mínimo establecido en dichos segmentos:

Cuadro 5. Requisitos mínimos establecidos en los segmentos: Primer Standard, General Standard y Scale de la Bolsa de Frankfurt.

Segmento de mercado	Capitalización bursátil	Capital flotante	Número de acciones a emitir	Precio de oferta mínimo (estimado)¹⁷
<i>Prime y General Standard</i>	Mínimo: 1,25 millones de euros	Al menos 25%	Al menos 10.000 acciones	125 euros por acción
<i>Scale</i>	Mínimo estimado: 30 millones de euros	Al menos 20%	Al menos 1 millón de acciones	30 euros por acción

Fuente: Elaboración propia a partir de www.deutsche-boerse.com. Más información referirse al Anexo 2

4.5.1.2. Estimación de capitalización bursátil de eCO

Para realizar la determinación o estimación de la capitalización bursátil de eCO, se pretende aplicar ciertos métodos de valoración a efectos de conocer el valor de eCO, utilizando información correspondiente al ejercicio fiscal 2023.

a) Método valor contable

El método de valor contable es de los métodos más convencionales dado que toman como base el patrimonio y, por tanto, el balance de situación financiera auditado correspondiente

¹⁷ Cálculo propio realizado a partir de la información recopilada.

a una fecha lo más reciente posible. En el caso de eCO, se considera los estados financieros correspondientes al ejercicio fiscal 2023.

Dicho método se calcula considerando el valor de los activos totales relegados en su balance de situación financiera menos el total de pasivos, lo cual resulta en el patrimonio neto de la entidad.

Sin embargo, es de considerar que al utilizar un balance de situación financiera consolidado se deben excluir las participaciones de socios no dominantes. Lo anterior, a efectos de contar con el patrimonio propio de eCO.

De acuerdo con el balance de situación financiera de eCO al 31 de diciembre de 2023, el patrimonio neto asciende a 285.022.000€; sin embargo, hay una partida de Participaciones no dominantes que asciende a 3.000€. Por lo tanto, el valor contable de eCO resultaría de la siguiente manera:

Tabla 10. Aplicación del método valor contable. eCO. 2023

Estimación valor contable (en miles de euros)	
	31 de Dic 2023
Activo total	545.188€
(-) Pasivos totales	260.166€
(-) Participaciones no dominantes	3€
Valor contable	285.019€

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Gestión de eCO (Estados financieros consolidados según NIIF)

No obstante, se debe considerar que este método se aleja mucho de la realidad de la empresa y del mercado, ya que presenta varios inconvenientes, tales como: financiación no contabilizada, la capacidad de la empresa de generar riqueza, activos que posiblemente no estén contabilizados y manipulación de las cuentas contables.

En este sentido, este método solo se utiliza para obtener una valoración aproximada de la empresa, pero no es el definitivo para conocer el valor real de la empresa.

b) Métodos de aplicación a través de múltiplos

Los múltiplos son los más utilizados por analistas y se calculan como indicadores de la riqueza generada por las empresas en cuestión, tales como el beneficio neto, flujo de caja, EBITDA (beneficio antes de interés, impuestos y amortizaciones) o ventas. Dependiendo del indicador utilizado para el cálculo de los múltiplos, se puede obtener el valor de la empresa o el valor de las acciones (valor del patrimonio neto).

Para realizar el análisis y obtener el valor de la empresa para eCO durante el año 2023, se ha considerado calcular el múltiplo basado en el Ratio precio-beneficio ("PER") y en Precio valor contable o *Price-to-book* ("PVC"). Asimismo, a efectos de obtener el PER y PVC de las empresas comparables del sector se ha considerado la información publicada en la Bolsa de Frankfurt.

i. Ratio Precio Beneficio (“PER”)

Este ratio se puede obtener ya sea dividiendo el valor de una empresa (capitalización bursátil) por el beneficio neto anual; o considerando el valor de mercado por acción entre el beneficio por acción.

Tabla 11. Aplicación múltiplo PER. eCO. 2023

Nombre de comparables	PER
	2023 ¹⁸
Pepper Media International N.V.	-
Delivery Hero SE	-
Global Fashion Group S.A.	-
United Internet AG	16,90
Scout24 SE	26,07
Promedio	21,49

eCO	2023 (en miles)
Beneficio neto	3.437€
Valor de la empresa	73.844€

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Gestión de eCO y www.boerse-frankfurt.de/en

ii. Ratio Precio valor contable (“PVC”)

El ratio PVC toma en consideración la relación entre la capitalización bursátil con el valor en libros, es decir con los recursos propios de la entidad.

Tabla 12. Aplicación múltiplo PVC. eCO. 2023

Nombre de comparables	PVC
	2023
Pepper Media International N.V.	2,56
Delivery Hero SE	3,50
Global Fashion Group S.A.	0,33
United Internet AG	0,78
Scout24 SE	2,88
Promedio	2.22

eCO	2023 (en miles)
Patrimonio neto	285.022€
Valor de la empresa	633.889€

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Gestión de eCO y www.boerse-frankfurt.de/en

De acuerdo con los resultados obtenidos, se puede estimar que el valor de eCO y su capitalización bursátil podría encontrarse entre los valores de **73.844€ a 633.889€**.

¹⁸ Para el caso de Pepper Media International N.V., Delivery Hero SE, y Global Fashion Group S.A., no se consideró el PER para 2023, dado que presentan una rentabilidad neta bastante baja en comparación con las demás empresas comparables del sector. Lo anterior, ya que podía distorsionar el resultado del valor de la empresa para eCO.

4.5.1.3. Determinación de precio de oferta

Como se menciona en el apartado 2.4.4., un paso muy importante para la OPI es la colocación de las acciones en la bolsa de valores. Para ello, se debe realizar una inspección de la demanda a efectos de obtener ofertas de inversionistas institucionales y minoristas, con los bancos de inversión o instituciones de crédito actuando como suscriptores lo cual ayuda a determinar un rango de precios de las nuevas acciones (*book building*).

Asimismo, la empresa puede obtener idea de los posibles precios a través de sugerencias de bancos de inversión los cuales proponen precios basados en sus análisis y estudios, o con base en valoraciones previas que se hayan realizado antes del proceso de OPI.

No obstante, previo a estimar el precio de oferta de las nuevas acciones, primero se pretende determinar el número de acciones nuevas a emitir por parte de eCO. Para ello, se ha considerado la información de las empresas comparables al momento de su correspondiente OPI y el mínimo del capital flotante requerido.

De acuerdo con la Bolsa de Frankfurt, las empresas comparables emitieron las siguientes acciones nuevas al momento de realizar la OPI.

Cuadro 6. Emisión de nuevas acciones a través de OPI de empresas comparables

Nombre	Número de nuevas acciones emitidas
Pepper Media International N.V.	3.259.000
Delivery Hero SE	18.950.000
Global Fashion Group S.A.	43.210.000
United Internet AG	1.300.000
Scout24 SE	7.600.000

Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

Para el año 2023, eCO cuenta con 211.642 acciones. El mínimo establecido como capital flotante de acuerdo con la Bolsa de Frankfurt y sus segmentos de mercado se encuentra entre el 20%-25%, por lo que eCO podría emitir alrededor de 50.000 acciones a efectos de cumplir con el mínimo requerido. Sin embargo, tomando en cuenta las transacciones de OPI de las empresas comparables y la necesidad de recursos por parte de eCO a efectos de seguir con sus estrategias de negocio, se puede establecer que eCO podría emitir alrededor de 8 millones de acciones nuevas.

Si se establece que el precio de oferta está en línea con las valoraciones de la empresa realizadas en la sección anterior, se podría determinar dicho precio con base en la siguiente información:

- Según múltiplo PER: **9,23€ por acción**
- Según método valor contable: **35.63€ por acción**
- Según múltiplo PVC: **79,24€ por acción**

Como se puede observar el precio de oferta por acción resultante mediante el múltiplo PER se ve altamente afectado por el bajo beneficio neto obtenido por eCO durante el 2023. Dicho esto, dado que el objetivo principal de la OPI es obtener los mayores recursos posibles del mercado, se podría determinar que el rango de precios de oferta posible para las nuevas acciones a emitir por eCO va de **35,63€ a 79,24€ por acción**.

En el **Anexo 4**, se puede encontrar mayor detalle de los cálculos realizados en este apartado.

4.6. Motivaciones y proceso para la salida a bolsa

4.6.1. Motivaciones de eCO para salir a bolsa (OPI)

La salida en bolsa a través de una OPI para una empresa de comercio electrónico, como eCO, puede estar motivada por una serie de razones estratégicas y financieras. Tomando como referencia la descripción del negocio, estrategia y los análisis realizados anteriormente, dichas motivaciones pueden incluir:

a) Acceso a capital para crecimiento y expansión

La obtención de fondos económicos a través de una OPI puede permitir a eCO continuar con su inversión en investigación y desarrollo, dado que esto es una parte crucial y relevante para el negocio y su mejora en la eficiencia técnica y experiencia del usuario. Asimismo, lo anterior puede permitir la continuación en la expansión geográfica en otras regiones y su consolidación en los mercados donde el Grupo ya cuenta con presencia.

b) Financiamiento de fusiones y adquisiciones

La salida a bolsa podría ayudar a captar mayor recursos y capital permitiendo que eCO continúe con su estrategia de consolidador líder dentro de Europa identificando y adquiriendo empresas sinérgicas, y por lo tanto, abonando a su crecimiento inorgánico.

c) Reputación y confianza

Salir a bolsa aumenta la visibilidad y credibilidad de una empresa o un grupo multinacional, tanto frente a consumidores como a posibles socios comerciales y anunciantes. eCO podría fortalecer las relaciones con sus principales editores y anunciantes si saliese a bolsa, a efectos de mejorar la percepción de la marca a nivel global.

d) Liquidez para accionistas y empleados

La salida en bolsa ofrece una oportunidad para que accionistas originales y empleados con opciones sobre acciones monetizen sus inversiones. Lo anterior, puede verse como un incentivo importante para atraer y retener talento clave en eCO.

e) Acceso a nuevos inversionistas

eCO podría atraer y obtener una base más amplia y diversificada de inversionistas, tales como fondos de inversión, inversionistas institucionales y minoristas, proporcionando una mayor estabilidad financiera y reducir la dependencia de pocos grandes inversionistas y de deudas con bancos terceros.

f) Optimización de recursos financieros

Gracias a los fondos que se podrían recaudar gracias a la OPI, eCO tendría la oportunidad de optimizar su estructura de capital, reduciendo así deuda y mejorando su balance. Esto podría liberar recursos para reinvertir en áreas estratégicas del negocio.

4.6.2. IPO Readiness: eCO

Como se ha mencionado anteriormente, la salida a bolsa mediante una OPI representa un hito significativo para una entidad o un grupo, ya que ayuda a su crecimiento y expansión. Dicho proceso tiene una serie de pasos críticos los cuales deben ser cuidadosamente revisados y ejecutados a efectos de garantizar una transición exitosa al mercado bursátil.

Dentro de este apartado se realiza una revisión breve (*IPO Readiness*) del proceso que eCO debe seguir considerando su situación actual y los cambios que debe realizar para cumplir con los requisitos establecido en la Bolsa de Frankfurt. Se abordarán aspectos fundamentales, tales como la preparación financiera y legal, selección de asesores y bancos de inversión, capital flotante, cálculo del posible precio de oferta de sus acciones dentro de la OPI y su política de dividendos.

Cuadro 7. IPO Readiness: requisitos y proceso para eCO

Requisitos	Proceso para eCO
<i>Estructura jurídica y corporativa</i>	Actualmente, eCO cuenta con una forma jurídica bajo GmbH, lo cual significa que es una entidad de responsabilidad limitada (<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung - company with limited liability</i>). A efectos de poder salir en bolsa, eCO debe realizar el cambio de su forma jurídica a una entidad SE o AG, y adaptar su estructura corporativa.
<i>Estándares y obligaciones contables</i>	eCO cuenta con estados financieros consolidados preparados según NIIF y auditados por más de tres años
<i>Años de información financiera</i>	eCO cuenta con más de tres años de información financiera. Respecto al número mínimo de años con beneficios positivos, no se establece cómo tal dentro de los requisitos; sin embargo, se menciona que eCO debe demostrar que capacidad de generar dichos beneficios a favor de los inversionistas.
<i>Identificación de oportunidades y riesgos</i>	eCO prepara anualmente un Informe de Gestión, el cual contiene información relacionada a la identificación y manejo de riesgos internos y externos a nivel de Grupo. Asimismo, incluye un apartado donde releva sus estrategias a futuro.
<i>Gobernanza y control de riesgos</i>	Cuenta con un área de gobernanza y control interno de riesgos dentro del departamento de finanzas y supervisado por el CFO. Dicha área se encarga de recopilar y mantener todos los documentos e información necesaria.
<i>Grupo o equipo para la OPI</i>	De acuerdo con la Bolsa de Frankfurt, eCO debe contar con un equipo intermediario altamente especializado a efectos de brindarle apoyo en todo el proceso de OPI. Dicho equipo debe estar formado por instituciones o entidades bancarias o de crédito, tales como: Deutsche Bank AG, Baader Bank AG, Morgan Stanley Europe

**SE, J.P. Morgan SE, ICF BANK AG
Wertpapierhandelsbank, etc.**

Asimismo, dentro de las negociaciones que se realicen, eCO debe definir junto con su equipo de asesores bajo cual tipo de suscripción se realizará la OPI:

- **Compromiso firme:** garantizar la venta de todas las acciones nuevas al precio ofrecido. El intermediario debe colocar todas las acciones y estar dispuesto a comprar en caso la demanda es insuficiente. El riesgo de la emisión es transferido al intermediario, dado que, si se deben vender las acciones a un precio inferior, es el intermediario el que asume dichas pérdidas.
- **Mejor esfuerzo “best effort”:** el intermediario no garantiza la colocación de todas las acciones, sino que su reto es colocar las mismas al mayor precio posible. A menudo, dentro de este tipo de suscripciones se establece una cláusula de “todo o nada”, donde, o se venden las acciones de la OPI o se cancela la operación. Esta modalidad es la menos común.

Bolsa de valores

eCO tiene la opción de poder salir a bolsa y cotizar en el mercado bursátil a través de cualquiera de las bolsas de valores ubicadas en Alemania. No obstante, dada su gran importancia y la posibilidad de llegar a inversionistas internacionales, eCO podría considerar a la Bolsa de Frankfurt.

Prospecto para la OPI

eCO debe iniciar la preparación de un prospecto para su salida a bolsa, en donde debe exponer y explicar todo lo relacionado a la empresa, su funcionamiento, negocio, riesgos y oportunidades, junto con un *due diligence* exhaustivo desde la perspectiva legal, financiera y comercial.

Para lo anterior, eCO podría hacer uso de *due diligences* y/o valoraciones que se realizaron a efectos de las adquisiciones pasadas.

Capital flotante (free float)

Para definir el capital flotante, eCo debe primero decidir el cual de los segmentos de mercado realizar su salida a bolsa:

- *Prime y General Standard:* requieren un capital flotante mínimo del 25%.
- *Scale* (mercado abierto): requiere al menos el 20% de las acciones o al menos 1 millón de acciones o certificados representativos de acciones distribuidos al público.

En el caso que eCO decida emitir 8 millones de acciones nuevas, adicionales a las ya existentes, se podría estimar que eCO tendría un capital flotante de alrededor del 97%.

Política de dividendos

eCO actualmente no cuenta con una política de dividendos establecida. Sin embargo, a efectos de que la OPI sea exitosa, se debe establecer una política que sea suficientemente atractiva para los futuros inversionistas. Una posible política de dividendos para la potencial OPI, puede ser que eCO se comprometa a la distribución de dividendos un año posteriormente a su salida a bolsa.

Precio de oferta para salida a bolsa

De acuerdo con la sección 4.5.1.3., el rango de precios de oferta posibles para eCO va de **35,63€ - 79,24€ por acción.**

No obstante, a efectos de definir claramente el precio de oferta se debe considerar factores como la demanda de los inversionistas y del mercado, condiciones y sentimiento de los mismos hacia el sector del comercio electrónico y los riesgos asociados a la empresa y a su sector.

Fuente: Elaboración propia

5. Conclusiones

El presente trabajo ha explorado de manera exhaustiva el proceso de salida a bolsa a través de una OPI en la Bolsa de Frankfurt, Alemania, para una empresa de comercio electrónico, proporcionando un análisis detallado desde varias perspectivas, tales como teóricas, macroeconómica, financiera y cualitativa. A continuación, se presentan las principales conclusiones derivadas de este estudio.

Alemania ofrece un entorno favorable para las OPI, dado que cuenta con una economía prácticamente estable y un mercado de capitales bastante desarrollado. La Bolsa de Frankfurt, como principal mercado bursátil y bolsa de valores, proporciona distintos segmentos de mercado los cuales permiten a las empresas seleccionar el más adecuado con base en sus características y necesidades.

A efectos de realizar una salida a bolsa mediante una OPI, se deben seguir y cumplir ciertos requisitos. La Bolsa de Frankfurt ofrece esta oportunidad dentro de sus segmentos de mercado, tales como: Prime Standard, General Standard, los cuales son parte del mercado regulado; y el *Scale* que se encuentra dentro del mercado abierto. Cada segmento cuenta con distintas exigencias y requisitos para emitir los títulos valores, uno más exigentes que otros principalmente en materia de transparencia.

El análisis industrial y macroeconómico muestran un panorama complejo y desafiante. En 2023, la economía mundial experimentó una desaceleración y se espera que en 2024 el crecimiento sea bajo, gracias a los factores como el conflicto geopolítico, inflación y las políticas económicas de cada país. Por su parte, la economía alemana ha enfrentado una recesión en los últimos meses y se espera, de igual forma, un crecimiento muy bajo para el 2024.

Por su parte, el sector del comercio electrónico, a pesar de su desaceleración en su crecimiento durante 2023, se muestran oportunidades gracias a la digitalización, tecnologías avanzadas como la inteligencia artificial, y el creciente uso de dispositivos móviles. Asimismo, Alemania sigue siendo un mercado fuerte para el comercio electrónico.

Con respecto a la empresa alemana de comercio electrónico denominada eCO, la cual espera proceder con su salida a bolsa en un futuro, el análisis sobre su modelo de negocio revela que eCO cuenta con una estructura robusta, fortalezas en su cadena de valor y segmentos de negocio diversificados. No obstante, el Grupo enfrenta amenazas como la alta competencia y la rápida evolución tecnológica que requieren adaptaciones constantes.

Por otro lado, el análisis financiero de eCO demuestra que el año 2023 tuvo un crecimiento significativo gracias a las últimas adquisiciones las cuales han mejorado su posición de ingresos y EBITDA. No obstante, el alto endeudamiento y los ratios negativos de rentabilidad sobre activos y patrimonio reflejan desafíos continuos en la gestión de la deuda y en la generación de valor para los accionistas. A pesar de dichos desafíos, la tendencia de mejora en 2023 y la expansión geográfica y de segmentos de negocio son señales positivas para el futuro del Grupo. Es fundamental que eCO continúe mejorando su eficiencia operativa y gestione de manera prudente su estructura de deuda para asegurar una posición financiera sólida y sostenible en el largo plazo.

Es decisivo que eCO se prepare adecuadamente para el proceso de OPI, realizando un *due diligence* exhaustivo y definiendo una estrategia clara para su salida a bolsa.

Adicionalmente, es importante decidir sobre el segmento de mercado más adecuado para su salida, considerando los requisitos específicos y los beneficios que cada segmento ofrece. Posterior a la salida a bolsa, eCO deberá cumplir con varias obligaciones de transparencia y reporte continuo, lo cual es esencial para mantener la confianza del mercado y asegurar un desempeño exitoso a largo plazo en el mercado bursátil.

Finalmente, la salida a bolsa dentro de la Bolsa de Frankfurt presenta una oportunidad significativa para eCO, ya que ofrece mayor acceso a capital y visibilidad en el mercado. No obstante, requiere que la empresa tenga una preparación meticulosa y una gestión continua para cumplir con los requisitos regulatorios y aprovechar al máximo los beneficios de ser una empresa cotizada.

6. Bibliografía

- Bolsas y Mercado Españoles (BME). *Información y FAQs sobre ETFs* <<https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Para-Inversores/FAQS-ETFs>> [Consulta: 15 de mayo 2024]
- BÖAG Börsen AG. *Overview: Three exchanges under one roof* <<https://www.boersenag.de/drei-boersen-unter-einem-dach/>> [Consulta: 15 de mayo 2024]
- Börse Berlin <https://www.boerse-berlin.com/index.php/Boerse_Berlin/About_us> [Consulta: 17 de mayo 2024]
- Börse Frankfurt. *Glossary* <<https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/glossary/sme-growth-market>> [Consulta: 17 de mayo 2024]
- Börse Frankfurt. *A stock exchange - what is it?* <<https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/about/was-sind-wertpapierboersen>> [Consulta: 18 de mayo 2024]
- Börse Frankfurt. *Organization of the stock exchange: Sanction Committee* <<https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/about/organisation-der-boerse/sanctions-committee>> [Consulta: 18 de mayo 2024]
- Coppola, D. (2024) *E-commerce as share of total retail sales worldwide 2021-2027*. Statista. <<https://www.statista.com/statistics/534123/e-commerce-share-of-retail-sales-worldwide/>> [Consulta: 05 de julio 2024]
- Cramer-Flood, E. (2024) *Worldwide Retail Ecommerce Forecast 2024*. eMarketer. <<https://www.emarketer.com/content/worldwide-retail-ecommerce-forecast-2024>> [Consulta 10 de julio 2024]
- Deutsche Börse. *Deutsche Börse Our Markets* <<https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/markets>> [Consulta: 24 de mayo 2024]
- Deutsche Börse. *Deutsche Börse Direct listing* <<https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/listing-trends/direct-listing>> [Consulta: 24 de mayo 2024]
- Deutsche Börse. *Deutsche Börse Road to IPO* <<https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/ipo-line-going-public/ipo>> [Consulta: 24 de mayo 2024]
- Deutsche Börse. *Deutsche Börse SPAC* <<https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/listing-trends/direct-listing>> [Consulta: 24 de mayo 2024]

- Deutsche Börse Group. *Our Company* <<https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company>> [Consulta: 24 de mayo 2024]
- eCO (2023). Informe de gestión 2023-2022
- EUREX <<https://www.eurex.com/ex-en/find/about-us>> [Consulta: 15 de mayo 2024]
- guidance.com. (2023) *Voice Ordering: The Future of e-commerce.* <<https://www.guidance.com/blog/voice-ordering>> [Consulta: 10 de julio 2024]
- Haarmann, C., & Busch, D. (2024). *In brief: the IPO market and regulatory framework in Germany* <<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b54b2fb8-6701-44d7-9e83-09fa607f4eae>> [Consulta: 02 de junio 2024]
- HSBC. *Global e-commerce: 12 Key Trends in 2024.* <<https://www.businessgo.hsbc.com/en/article/global-ecommerce-key-trends>> [Consulta: 08 de julio 2024]
- ifo Institute. (2024) *ifo Economic Forecast Spring 2024: German Economy Paralyzed.* <<https://www.ifo.de/en/facts/2024-03-06/ifo-economic-forecast-spring-2024-german-economy-paralyzed>> [Consulta: 20 de mayo 2024]
- IMF. (2023) *World Economic Outlook: Navigating Global Divergences.* International Monetary Fund. <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>> [Consulta: 07 de junio 2024]
- IMF. (2024) *World Economic Outlook Update: January.* IMF. <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/01/30/world-economic-outlook-update-january-2024>> [Consulta: 08 de julio 2024]
- Murinde, Victor. (2006). "*Capital Markets: Roles and Challenges*" en la conferencia internacional *Accelerating Africa's Development Five Years into the Twenty-First Century* (Noviembre 2006). Disponible en: <<https://www.afdb.org/sites/default/files/documents/publications/09484315-en-capital-markets-roles-challenges-draft1.pdf>> [Consulta: 15 de mayo 2024]
- OECD y WTO. (2017). *Aid for Trade at a glance 2017: Promoting trade, inclusiveness and connectivity for sustainable development.* Geneva. <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/aid_glance-2017-en.pdf?expires=1721900890&id=id&accname=guest&checksum=1E93D7782C073711F61D9C8F55FB69C5> [Consulta: 15 de julio 2024]
- RetailX. (2024) *Germany 360°: Performance, consumer insights and market dynamics — a 360° view of retail, ecommerce and D2C in Germany, 2024.* <<https://internetretailing.net/report-hub/germany-360-ecommerce-report-2024/>> [Consulta: 05 de julio 2024]

- Schwander, A., y Trojette, I. (2019). *IPOs in Germany: What Potential Shareholders should know*. Germany. Bloomberg Law. <https://www.kirkland.com/-/media/publications/article/2019/10/ipos-in-germany_what-potential-shareholders-should/bloomberg-law-ipos-in-germanyschwandertrojette-oct.pdf> [Consulta: 02 de junio 2024]
- Seulen, D. (2024). *Initial Public Offerings Laws and Regulations 2024*. Germany: Global Legal Insights. <<https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/germany/>> [Consulta: 02 de junio 2024]
- Statista. (2024). *Global consumer confidence in developed and emerging countries from January 2020 to December 2023*. <<https://www.statista.com/statistics/1035883/global-consumer-confidence-index/>> [Consulta: 07 de junio 2024]
- Statista. (2023). *eCommerce: market data & analysis*. <<https://www.statista.com/study/42335/ecommerce-report/>> [Consulta: 08 de julio 2024]
- TradingHours.com. (2022) <<https://www.tradinghours.com/publications/german-stock-exchanges-explained>> [Consulta: 15 de mayo 2024]
- van Gelder, K. (2024). *E-commerce worldwide - statistics & facts*. Statista. <<https://www.statista.com/topics/871/online-shopping/#topicOverview>> [Consulta: 10 de julio 2024]
- Vazquez Brotte, E. S. (2023). *El Comercio electrónico y el desarrollo sostenible*. Buenos Aires: Perspectivas: Revista Científica de la Universidad de Belgrano, V 6, N°2, 2023. <<https://revistas.ub.edu.ar/index.php/Perspectivas/article/view/232/224>> [Consulta: 15 de julio 2024]
- World Economic Forum. (2024). *The Global Risks Report 2024*. World Economic Forum. <<https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2024/>> [Consulta: 07 de junio 2024]

Anexos

Anexo 1. Relación del Trabajo con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030

Grado de relación del trabajo con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)

Objetivos de Desarrollo Sostenibles	Alto	Medio	Bajo	No Procede
ODS 1. Fin de la pobreza.		X		
ODS 2. Hambre cero.				X
ODS 3. Salud y bienestar.			X	
ODS 4. Educación de calidad.			X	
ODS 5. Igualdad de género.		X		
ODS 6. Agua limpia y saneamiento.				X
ODS 7. Energía asequible y no contaminante.				X
ODS 8. Trabajo decente y crecimiento económico.	X			
ODS 9. Industria, innovación e infraestructuras.	X			
ODS 10 Reducción de las desigualdades.		X		
ODS 11 Ciudades y comunidades sostenibles.		X		
ODS 12 Producción y consumo responsables.	X			
ODS 13 Acción por el clima.		X		
ODS 14 Vida submarina.				X
ODS 15 Vida de ecosistemas terrestres.				X
ODS 16 Paz, justicia e instituciones sólidas.	X			
ODS 17 Alianzas para lograr objetivos.	X			

Descripción de la alineación del TFM con los ODS con un grado de relación más alto.

- **ODS 8: Trabajo Decente y Crecimiento Económico**

La salida a bolsa puede permitir a una empresa de comercio electrónico o e-commerce acceder a capital o recursos adicionales, ayudando a impulsar su expansión y creación de empleo, contribuyendo así al crecimiento económico.

- **ODS 9: Industria, Innovación e Infraestructura**

Una empresa de comercio electrónico que salga a cotizar a una bolsa de valores puede aumentar sus inversiones en infraestructura tecnológica, mejorando su eficiencia y resiliencia.

- **ODS 12: Producción y Consumo Responsables**

Una empresa que cotiza en bolsa se ve obligada a ser más transparente en sus informes, donde se podría incluir información sobre su impacto ambiental y sus prácticas sostenibles.

- **ODS 16: Paz, Justicia e Instituciones Sólidas**

El proceso de salida a bolsa y las exigencias posteriores requieren que la empresa cumpla con altos estándares de gobernanza y transparencia, promoviendo así instituciones sólidas y responsables.

- **ODS 17: Alianzas para lograr los Objetivos**

La empresa puede formar alianzas estratégicas con otras entidades para avanzar en los objetivos de sostenibilidad y desarrollo.

Anexo 2. Hojas informativas sobre los segmentos de la Bolsa de Frankfurt

a) Hoja informativa – Prime Standard

Principales requisitos de admisión	
Candidato	Admisión de valores: emisor junto con un co-solicitante (participante en la negociación en una bolsa de valores nacional) Para certificados representativos de acciones: emisor de los certificados y emisor de las acciones representadas junto con un co-solicitante Introducción de valores a cotización: emisor
Prospecto informativo	Prospecto válido y aprobado
Normas contables	Estados financieros consolidados: Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o normas nacionales de contabilidad reconocidas como equivalentes por la UE Estados financieros individuales: normas nacionales de contabilidad o NIIF
Historial de presentación de informes	Al menos tres años
Capitalización bursátil	Mínimo 1,25 millones de euros
Cantidad mínima	Al menos 10.000 acciones
Capital flotante (<i>Free float</i>)	Mínimo del 25% entre los Estados miembros de la UE o del EEE
Valores admisibles	Acciones originales (ordinarias o privilegiadas) o certificados representativos de acciones
Compensación y liquidación	Los valores deben poder entregarse a través de Clearstream.
Documentos que deben presentarse	<ul style="list-style-type: none">○ Prospecto y certificado de aprobación○ Extracto del registro mercantil○ Escritura de constitución o de asociación○ Resoluciones del consejo de administración y del consejo de vigilancia
Documentos que deben presentarse	<ul style="list-style-type: none">○ Certificado de constitución

	<ul style="list-style-type: none"> ○ Confirmación del emisor relativa a la difusión pública de los valores del emisor ○ Copia del certificado global ○ Estados financieros anuales auditados de los 3 últimos años
--	---

Principales obligaciones de seguimiento derivadas de la admisión

Informe financiero anual	Presentación del informe financiero anual dentro de los 4 meses siguientes a la expiración del periodo de referencia (ESEF)
Informe financiero semestral	Presentación del informe financiero semestral dentro de los 3 meses siguientes a la expiración del periodo de referencia
Estado trimestral	Presentación del estado trimestral dentro de los 2 meses siguientes a la expiración del periodo de referencia
Obligaciones de divulgación	Divulgación simultánea ad hoc en alemán e inglés, operaciones de los consejeros, listas de personas con información privilegiada, notificación de los derechos de voto
Calendario corporativo	Actualización y presentación continuas del calendario corporativo
Conferencia de analistas	Al menos una vez al año
Idioma de divulgación de las obligaciones de seguimiento	Alemán e inglés. Inglés para emisores con sede en el extranjero

Comisiones

Comisión de admisión	41.499 euros más una comisión variable que oscila entre 80,00 y 5,00 euros por cada millón de euros de capitalización bursátil (redondeada al millón entero superior) (máx. 118.499 euros)
Comisión de introducción	2.721 euros
Comisión anual de admisión a cotización	Comisión básica de 15.220 euros más una comisión variable de 0,10 euros por cada millón de euros de capitalización bursátil (redondeada al millón entero superior)

Índices

Índices	La admisión a Prime Standard conlleva la inclusión automática en los índices CDAX® (sólo cotizaciones alemanas),
----------------	--

<p>Índices</p>	<p>Prime All Share y, según la clasificación sectorial, en los índices Classic All Share®,</p> <p>Technology All Share y los índices sectoriales DAX®.</p> <p>Índices de selección más importantes para cotizar en un mercado regulado: DAX®, DAX® ex Financiero, DAX® ex Financiero 30, SDAX®, MDAX®, TecDAX®, DAX ESG Target, DAX ESG screened, MDAX ESG screened, DAX 50 ESG, DAX® International, DAX® International Mid 100</p> <p>Índices de selección basados únicamente en listados Prime Standard: Familia DAXplus®, GEX</p>
-----------------------	--

Fuente: Elaboración propia a partir de www.deutsche-boerse.com.

b) Hoja informativa – General Standard

Principales requisitos de admisión	
Candidato	<p>Admisión de valores: emisor junto con un co-solicitante (participante en la negociación en una bolsa de valores nacional)</p> <p>Para certificados representativos de acciones: emisor de los certificados y emisor de las acciones representadas junto con un co-solicitante</p> <p>Introducción de valores a cotización: emisor</p>
Prospecto informativo	Prospecto válido y aprobado
Normas contables	<p>Estados financieros consolidados: Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o normas nacionales de contabilidad reconocidas como equivalentes por la UE</p> <p>Estados financieros individuales: normas nacionales de contabilidad o NIIF</p>
Historial de presentación de informes	Al menos tres años
Capitalización bursátil	Mínimo 1,25 millones de euros
Cantidad mínima	Al menos 10.000 acciones
Capital flotante (<i>Free float</i>)	Mínimo del 25% entre los Estados miembros de la UE o del EEE
Compensación y liquidación	Los valores deben poder entregarse a través de Clearstream.
Documentos que deben presentarse	<ul style="list-style-type: none"> ○ Prospecto y certificado de aprobación ○ Extracto del registro mercantil ○ Estatutos o escritura de constitución ○ Resoluciones del consejo de administración y del consejo de supervisión ○ Certificado de constitución ○ Copia del certificado global ○ Dictamen jurídico (en su caso) ○ Confirmación del emisor relativa a la difusión pública de los valores del emisor ○ Estados financieros anuales auditados de los 3 últimos años

Principales obligaciones de seguimiento derivadas de la admisión

Informe financiero anual	Presentación del informe financiero anual dentro de los 4 meses siguientes a la expiración del periodo de referencia (ESEF)
Informe financiero semestral	Presentación del informe financiero semestral dentro de los 3 meses siguientes a la expiración del periodo de referencia
Obligaciones de divulgación	Divulgaciones ad hoc, operaciones de los consejeros, listas de iniciados, notificaciones de derechos de voto

Comisiones

Comisión de admisión	41.499 euros más una comisión variable que oscila entre 80,00 y 5,00 euros por cada millón de euros de capitalización bursátil (redondeado al millón entero superior) (máx. 118.499 euros)
Comisión de introducción	2.721 euros
Comisión anual de admisión a cotización	Comisión básica 14.397 euros más comisión variable 0,10 euros por cada millón de euros de capitalización bursátil (redondeada al siguiente millón completo)

Índices

Índices	<p>La admisión a General Standard conlleva la inclusión automática en los índices CDAX</p> <p>General All Share y, según la clasificación sectorial, en los índices DAXsector All y DAXsubsector All.</p> <p>Índices de selección más importantes para la cotización en Mercado Regulado: DAX®, DAX® ex Financiero, DAX® ex Financiero 30, SDAX®, MDAX®, TecDAX®, DAX ESG Target, DAX ESG screened, MDAX ESG screened, DAX 50 ESG,</p> <p>DAX® International, DAX® International Mid 100 Índices de selección basados únicamente en listados Prime Standard: Familia DAXplus®, GEX</p>
----------------	--

Fuente: Elaboración propia a partir de www.deutsche-boerse.com.

c) Hoja informativa – Scale

Principales requisitos de admisión	
Candidato	Emisor junto con un Deutsche Börse Capital Market Partner solicitante (banco o institución de servicios financieros)
Prospecto/documentos de inclusión	Documento de inclusión o, en caso de oferta pública, un prospecto válido, aprobado y publicado.
Normas contables	Normas nacionales de contabilidad (para emisores con domicilio social en la UE o en los Estados del EEE) o Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
Historial de presentación de informes	Al menos dos años
Capitalización bursátil	Capitalización bursátil mínima estimada de 30 millones de euros en el momento de la inclusión en la negociación
Capital flotante (<i>Free float</i>)	Al menos el 20% de las acciones o al menos 1 millón de acciones o certificados representativos de acciones distribuidos al público (sólo se aplica si el valor nominal mínimo es de 1 euro o, en el caso de acciones sin valor nominal, cada una tiene un valor nominal aritmético de al menos 1 euro).
Valores admisibles	Acciones originales (ordinarias o privilegiadas) o certificados representativos de acciones
Compensación y liquidación	Los valores deben poder entregarse a través de Clearstream.
Cumplimiento de al menos tres de los siguientes criterios/indicadores de resultados	<ul style="list-style-type: none"> ○ Facturación de al menos 10 millones de euros ○ Beneficios del ejercicio de al menos 0 euros ○ Capital social superior a 0 euros ○ Número de empleados de al menos 20 personas ○ Capital propio acumulado antes de la OPI de al menos 5 millones de euros
Análisis financiero (<i>equity research</i>)	El emisor presenta la confirmación relativa a los análisis financieros totalmente cumplimentada y firmada. En esta confirmación, el emisor nombra al socio del mercado de capitales para la preparación de los análisis financieros y confirma que publicará los análisis financieros en su sitio web.
Documentos que deben presentarse	<ul style="list-style-type: none"> ○ Documento de inclusión o prospecto ○ Extracto del registro mercantil ○ Estatutos

Documentos que deben presentarse	<ul style="list-style-type: none"> ○ Contrato con el socio colaborador de la Deutsche Börse Capital Market ○ Perfil de la empresa ○ Calendario corporativo ○ Estados financieros anuales de los dos últimos años (el último auditado) ○ En caso necesario, estados financieros semestrales
---	---

Principales obligaciones de seguimiento derivadas de la admisión

Informe financiero anual	Presentación y publicación de los estados financieros anuales auditados, incluido el informe de gestión, en un plazo de 6 meses a partir de la expiración del período de referencia.
Informe financiero semestral	Presentación y publicación de los estados financieros semestrales, incluido el informe de gestión intermedio, en los 4 meses siguientes a la expiración del período de referencia.
Calendario corporativo	Actualización y presentación continuas del calendario corporativo
Conferencia de analistas/evento informativo para analistas e inversores	Al menos una vez al año
Análisis financiero (<i>equity research</i>)	Publicación de la investigación inicial a más tardar seis semanas después de su inclusión en la Escala y publicación de las actualizaciones de la investigación a más tardar dos semanas después de la expiración del plazo de transmisión de los estados financieros anuales o semestrales.
Principales obligaciones informativas	Divulgaciones ad hoc, operaciones de directores, listas de iniciados (por ley), así como notificación a Deutsche Börse AG de cambios significativos relativos al emisor o a los valores incluidos (de acuerdo con los Términos y Condiciones de Deutsche Börse).
Lenguaje de divulgación para el seguimiento de las obligaciones de inclusión	Alemán o inglés
Contrato con un socio supervisor del mercado de capitales de la Deutsche Börse	Relación contractual con un Socio del Mercado de Capitales de la Deutsche Börse para toda la duración de la inclusión

Comisiones

Comisión de admisión	Hasta 89.000 euros (mínimo 20.000 euros + comisión de inclusión variable en función de la capitalización bursátil (máximo 69.000 euros))
Tasa de cotización por trimestre	3.250 euros

Índices

Índices	La inclusión en Scale conlleva la inclusión automática en el Scale All Share Index, el índice de selección correspondiente es el Scale 30
----------------	---

Fuente: Elaboración propia a partir de www.deutsche-boerse.com.

Anexo 3. Empresas comparables y cálculos del análisis financiero

a) Descripción de empresas comparables – extraído de la Bolsa de Frankfurt

Pepper Media International N.V.	<p>ad pepper media International N.V. was founded in 1999. In the days when ISDN was still in widespread use, we were hard at work developing media strategies for digital marketing that far exceeded the standards of the era. Much has changed since then and not just in terms of technology. Advertising spending for online marketing has overtaken traditional media such as TV, print and radio. We were at the forefront of the development of online marketing, actively shaping and advancing the industry to meet new challenges as they arose.</p>
Delivery Hero SE	<p>Delivery Hero is the world's leading local delivery platform, operating its service in around 70 countries across Asia, Europe, Latin America, the Middle East and Africa. The Company started as a food delivery service in 2011 and today runs its own delivery platform on four continents. Additionally, Delivery Hero is pioneering quick commerce, the next generation of e-commerce, aiming to bring groceries and household goods to customers in under one hour and often in 20 to 30 minutes. Headquartered in Berlin, Germany, Delivery Hero has been listed on the Frankfurt Stock Exchange since 2017 and is part of the MDAX stock market index.</p>
Global Fashion Group S.A.	<p>Global Fashion Group is a leading fashion and lifestyle destination in LATAM, SEA and ANZ. From our people to our customers and partners, we exist to empower everyone to express their true selves through fashion. Our three ecommerce platforms: Dafiti, ZALORA and THE ICONIC connect an assortment of international, local and own brands to 800 million consumers from diverse cultures and lifestyles. GFG's platforms provide seamless and inspiring customer experiences from discovery to delivery, powered by art & science that is infused with unparalleled local knowledge. Our vision is to be the #1 fashion & lifestyle destination in LATAM,</p>

	<p>SEA and ANZ, and we are committed to doing this responsibly by being people and planet positive across everything we do.</p>
<p>United Internet AG</p>	<p>With around 28 million fee-based customer contracts and over 39 million ad-financed free accounts, United Internet AG is a leading European internet specialist. At the heart of United Internet is a high-performance “Internet Factory” with 10,700 employees, of which around 3,800 are engaged in product management, development and data centers. In addition to the high sales strength of its established brands (such as 1&1, GMX, WEB.DE, IONOS, STRATO, and 1&1 Versatel), United Internet stands for outstanding operational excellence with over 67 million customer accounts worldwide.</p>
<p>Scout24 SE</p>	<p>Scout24 is one of the leading digital companies in Germany. With the digital marketplace ImmoScout24, for residential and commercial real estate, we successfully bring together homeowners, real estate agents, tenants, and buyers - and we have been doing so for more than 20 years. With more than 19 million users per month on the website or in the app, ImmoScout24 is the market leader for digital real estate listing and search. To digitise the process of real estate transactions, ImmoScout24 is continually developing new products and building up an ecosystem for renting, buying, and commercial real estate in Germany and Austria. Scout24 is a listed stock corporation (ISIN: DE000A12DM80, Ticker: G24) and member of the MDAX and the DAX50 ESG. Further information is available on LinkedIn. Since 2012, ImmoScout24 has also been active in the Austrian real estate market.</p>

Fuente: Elaboración propia a partir de www.boerse-frankfurt.de/en

b) Cálculos de ratios financieros

Indicadores económico-financieros

RATIOS

Compañía comparables	eCO		Promedio	Pepper Media International		Promedio
SOLVENCIA - ENDEUDAMIENTO	2023	2022		2023	2022	
Pasivos totales	€ 260,166	€ 165,776		€ 24,060	€ 28,290	
Activos totales	€ 545,188	€ 277,206		€ 42,940	€ 43,950	
Ratio de endeudamiento	0.91	1.49	1.20	1.36	1.81	1.58
Deuda neta	€ 149,260	€ 96,312		€ 3,398	€ 10,442	
Deuda neta/EBITDA	4.80	16.02	10.41	141.58	8.19	74.89
RESULTADOS Y RENTABILIDAD	2023	2022		2023	2022	
<i>en miles de EUR</i>						
EBITDA	€ 31,083	€ 6,012		€ 24	€ 1,275	
EBIT	€ 3,066	-€ 7,842		-€ 800	€ 190	
Ingresos/ventas	€ 181,691	€ 116,017		€ 21,750	€ 24,870	
EBIT sobre ventas	1.69%	-6.76%	-2.54%	-3.68%	0.76%	-1.46%
Resultado (pérdida) neto	€ 3,437	-€ 13,914		-€ 699	-€ 250	
Total activos	€ 545,188	€ 277,206		€ 42,940	€ 43,950	
Rendimiento sobre activos (ROA)	0.63%	-5.02%	-2.19%	-1.63%	-0.57%	-1.10%
Total patrimonio	€ 285,022	€ 111,430		€ 17,660	€ 15,670	
Rendimiento sobre patrimonio (ROE)	1.21%	-12.49%	-5.64%	-3.96%	-1.60%	-2.78%

Delivery Hero SE		Promedio	GFG SA		Promedio
2022			2023	2022	
€ 8,838,500	€ 9,068,100		€ 566,300	€ 695,100	
€ 10,487,800	€ 12,860,200		€ 862,000	€ 1,173,900	
5.35	2.43	3.89	1.92	1.46	1.69
€ 8,836,841	€ 9,065,682		€ 140,800	€ 146,000	
-11.93	-6.34	-9.13	-1.14	-1.44	-1.29
2022			2023	2022	
-€ 740,800	-€ 1,429,800		-€ 123,700	-€ 101,500	
-€ 1,656,900	-€ 2,276,200		-€ 161,800	-€ 151,400	
€ 9,941,900	€ 8,577,300		€ 838,000	€ 1,102,100	
-16.67%	-26.54%	-21.60%	-19.31%	-13.74%	-16.52%
-€ 2,304,700	-€ 2,975,100		-€ 181,500	-€ 196,600	
€ 10,487,800	€ 12,860,200		€ 862,000	€ 1,173,900	
-21.98%	-23.13%	-22.55%	-21.06%	-16.75%	-18.90%
€ 1,653,500	€ 3,738,100		€ 295,400	€ 475,500	
-139.38%	-79.59%	-109.49%	-61.44%	-41.35%	-51.39%

United Internet AG		Promedio	Scout24 AG		Promedio	Promedio sector			
2022			2023	2022					
€	5,690,570	€	5,060,080	€	571,880	€	532,150		
€	11,245,630	€	10,358,470	€	2,019,414	€	1,880,621		
	1.16		1.07		0.40		0.39		0.39
€	4,846,087	€	4,323,354	€	119,858	€	105,338		
	5.53		4.81		0.43		0.46		0.44
									1.73
2022			2023	2022					
€	876,227	€	898,773	€	278,732	€	230,595		
€	753,963	€	781,414	€	242,401	€	188,294		
€	6,213,220	€	5,915,060	€	509,114	€	447,539		
	12.13%		13.21%		47.61%		42.07%		44.84%
€	362,240	€	464,740	€	178,758	€	123,531		
€	11,245,630	€	10,358,470	€	2,019,414	€	1,880,621		
	3.22%		4.49%		8.85%		6.57%		7.71%
€	4,898,020	€	4,750,090	€	1,447,210	€	1,348,470		
	7.40%		9.78%		12.35%		9.16%		10.76%
									-28.86%

Anexo 4. Cálculos del análisis bursátil y valoración de la empresa

Análisis bursátil

RATIOS (en miles)

Compañía comparables	eCO	Pepper Media International	Delivery Hero SE	GFG SA	United Internet AG	Scout24 AG	Promedio sector (2023)
Años	2023	2023	2023	2023	2023	2023	
PER (P/E)		-61.00	-2.80	-0.24	16.90	26.07	21.49
PVC		3.05	3.89	0.15	0.81	3.22	2.22
Valoración de eCO							
Patrimonio neto	€ 285,022						
Beneficio neto	€ 3,437						
Valor de eCO (PER)	€ 73,843.95						
Valor de eCO (PVC)	€ 633,888.93						
Valor de eCO (valor contable)	€ 285,019.00						
Numero de acc (en miles)	8,000						
Precios de oferta		9.23 € por acción	79.24 € por acción	35.63 € por acción			