

# Panorámica empresarial

Carlos Humanes

## 1. La SEC trata de arrojar luz sobre las operaciones fuera de balance

El regulador de los mercados financieros de EEUU, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha iniciado una investigación para determinar hasta qué punto se han extendido en el sistema financiero estadounidense los trucos contables que permiten a empresas y estados disfrazar sus deudas sin infringir la ley. El regulador ha puesto en marcha esta iniciativa en un momento en el que California o Nueva York han comenzado a mostrar los mismos síntomas de sobreendeudamiento que llevaron a Grecia al borde de la quiebra, incluidos presupuestos fuera de balance o el uso de derivados para tapar agujeros.

“Es una forma de vida en Wall Street, donde hay juegos de mano que incluyen entidades fuera de balance (vehículos de interés especial), acuerdos de recompra a corto plazo, títulos que los bancos etiquetan como disponibles para su venta y todas las variedades de contabilidad premeditada”, criticaba recientemente David Weidner, columnista de mercados de *MarketWatch*.

Por este motivo, la SEC ha enviado cartas a las firmas del sector que operan en el país para saber con qué frecuencia han utilizado el ardid contable conocido como ‘Repo 105’, el mismo que usaron el quebrado Lehman Brothers y Grecia.

El ‘Repo 105’ es un complejo instrumento mediante el que se trasladan de forma temporal pasivos a otra entidad, con el fin de reducir los números rojos en los balances. Con los repos normales un banco transfiere títulos a otro a cambio de efectivo, con el compromiso de readquirirlos en un plazo convenido y pagar un interés por el dinero utilizado. Como la venta suele ser más costosa que

el préstamo, se producen ventas disfrazadas de préstamos, algo que suele suceder cuando se entregan más valores de lo normal y el otro banco asume el control de los activos. 105 es el nombre de esos repos especiales si los valores son de renta fija y 108 si son títulos de renta variable.

El Estado de New Hampshire fue recientemente condenado por la Corte Suprema del Estado a reponer 110 millones de dólares que había tomado de un *pool* de seguros de negligencia médica con el fin de equilibrar su balance. Connecticut ha intentado emitir sus propias normas de contabilidad y en Hawai se ha aprobado una semana escolar de cuatro días para ahorrar en salarios del profesorado.

California, cuyas finanzas públicas atraviesan una situación muy delicada, ha acelerado el ingreso de los impuestos corporativos de este año, con lo que espera tener recaudado antes del 15 de junio un 70 por 100 del total del ejercicio de 2010. Y muchos estados han equilibrado sus cuentas con los fondos federales para la atención sanitaria que el Congreso aún no ha consignado.

El maquillaje por el momento logra dar una apariencia de solvencia. Si se estudia la deuda de California, el valor de sus bonos en circulación apenas representa un 8 por 100 de su PIB, pero esta cifra podría ascender al 37 por 100 si se cuenta el déficit del sistema de pensiones.

## 2. El capital privado ‘conspira’ de cara al G-20

Varios ‘barones’ del capital riesgo se reunieron hace pocas fechas en un hotel de Nueva York con representantes de grandes inversores institucionales, para discutir la situación de ambos colectivos en la industria del capital

privado y con el objetivo de buscar una posición común de cara a la próxima reunión del G-20 que se celebrará en Toronto (Canadá) el próximo mes de junio.

A ese cónclave de magnates de las finanzas acudieron varios de los gestores internacionales más prestigiosos, como David Rubenstein, cofundador de Carlyle Group; Glenn Hutchins, copresidente ejecutivo de Silver Lake Partners, y Jim Coulter, cofundador de TPG. Por el lado de los fondos soberanos y de los inversores de fondos de pensiones acuden Joe Estimado, jefe de inversiones de Crapel, el sistema de jubilación de los empleados públicos del Estado de California, dotado con 200.000 millones de dólares; así como John Breen, director de inversión del Canada Pension Plan Investment Board, y Ahmed Gubash, el jefe de capital privado en el Abu Dhabi Investment Authority.

Según publica la agencia *Dow Jones*, el inusual encuentro es además una de las señales más fuertes de que los inversores (fondos de pensiones y fondos soberanos) quieren tener una influencia más activa sobre los honorarios que cobran los gestores. Algunas firmas cobran unos "honorarios de acuerdo" en cuanto compran las compañías y luego otros "de salida" cuando las venden, y sólo una parte de esos ingresos se comparten con los inversores.

En este sentido, hay aún muchas aristas que pulir entre los distintos actores. De puertas adentro, y según publican medios especializados, los directivos de firmas que no cobran este tipo de honorarios critican a los que sí lo hacen. Sin embargo, en un encuentro con los inversores institucionales no está clara cuál es la postura que han tomado.

En otra señal de la tensión entre ambas partes, Calpers ha enviado una carta a Pemira, firma de capital riesgo británica, en la que muestra su preocupación por la posibilidad de que Hugo Boss cierre una fábrica en Ohio, operación que dejaría en la calle a unos 300 trabajadores. Pemira posee una participación de un 75 por 100 en Valentino Fashion Group, al que pertenece la marca Hugo Boss.

La reunión de los grandes representantes del capital privado internacional fue organizada por un grupo de grandes inversores del capital privado, conocido como Institutional Limited Partners Association, o ILPA, que gestionan activos en conjunto de tres billones de dólares.

### 3. La guerra del pasivo crece a golpe de ingenio

Las entidades financieras afilan sus garras y endurecen la guerra del pasivo con rentabilidades cada vez más altas

y diferentes ganchos para atraer la liquidez de los inversores, sobre todo en un momento en el que la tasa de ahorro de los hogares se encuentra en máximos históricos. La última novedad es ligar la rentabilidad de los depósitos a la evolución bursátil de grandes compañías, sobre todo de Telefónica.

Pese a estos esfuerzos, las entidades financieras captaron 41.425 millones de euros en nuevos depósitos en febrero, un 2,29 por 100 menos respecto al mismo mes de 2009. Aunque algunas ofrecen ya rentabilidades que alcanzan el 4 por 100, los bajos tipos de interés continúan restando atractivo a este tipo de productos. Hace sólo un año, ofertaban rendimientos del 6 o del 7 por 100.

Entre las últimas ofertas, Caixa Catalunya ha iniciado la comercialización del depósito 'Telecos 30 por 100' que garantiza el 100 por 100 del capital invertido y ofrece una rentabilidad variable, que se abonará al vencimiento de un plazo de tres años. La rentabilidad se calcula en función de la evolución bursátil de Telefónica, Vodafone, France Telecom y Deutsche Telekom. Si el valor de las acciones supera el 120 por 100 del punto de partida, el cupón será del 30 por 100 sobre la inversión realizada, lo que representaría una tasa anual equivalente (TAE) del 9,10 por 100. Si el valor final es igual o superior al 110 por 100 e inferior al 120 por 100, el cupón será del 20 por 100 (6,24 por 100 TAE). En cambio, si es igual o superior al 100 por 100 e inferior al 110 por 100, el cupón será del 10 por 100 (3,21 por 100 TAE). En el supuesto de que el valor final sea igual o superior al 95 por 100 e inferior al 100 por 100, el cupón será del 2 por 100 (0,66 por 100 TAE). Si es inferior no se abonará cupón y se obtendrá el valor invertido.

La Caja Gipuzkoa San Sebastián Kutxa ha lanzado la segunda edición del 'Depósito 6 UP' vinculada a empresas de los sectores de comunicaciones, energía y tecnología. Este producto ofrece una rentabilidad referenciada a tres acciones de empresas líderes en sectores de la economía europea, con perspectivas de rentabilidad muy interesante (6 por 100 anual) en los cuatro años de vida del producto. Las compañías son Telefónica, Enel y Nokia. La caja explicó que, aunque se contrata a cuatro años, este producto se cancela cuando el valor de las acciones supera a los valores tomados como referencia.

Deutsche Bank ha sacado al mercado 'Nota Combinada Telefónica-Iberdrola IV', un producto de inversión ligado a la evolución bursátil de estas dos compañías. Permite combinar un retorno del 5 por 100 TAE a un año con la oportunidad de invertir en "dos de los valores más representativos de la Bolsa española". En concreto, tras el primer año de inversión, la nota devuelve el 60 por 100

del capital y paga un cupón del 5 por 100 TAE sobre esta cantidad. El 40 por 100 restante continúa referenciado a la evolución en Bolsa de las acciones de Telefónica e Iberdrola.

Si al final del segundo año, el valor de las dos acciones no varía o sube por encima del nivel inicial se obtiene un cupón del 11 por 100 sobre el 40 por 100 del nominal y se devuelve también esta parte del capital inicialmente invertido. En caso contrario, el producto paga un cupón del 2 por 100 sobre este 40 por 100 del capital y continúa un año más. Al final del tercer año, si el precio de las dos acciones es igual o superior a su lectura inicial, se pagará un cupón del 22 por 100 sobre el 40 por 100 del valor nominal y se cancela.

Si trascurridos tres años, el valor de alguna de las dos acciones ha bajado, existen dos posibilidades. Si la acción con peor evolución está igual o por encima del 60 por 100 de su nivel inicial, la nota abona un cupón del 2 por 100 sobre el 40 por 100 y se devuelve el 100 por 100 del capital restante. En el supuesto de que la acción con peor evolución estuviese por debajo del 60 por 100, se abonaría un 2 por 100 sobre el 40 por 100 del nominal pero habría una pérdida sobre ese 40 por 100 similar a la caída de la acción.

Entre las novedades de la última semana DWS también ha registrado en España el fondo de renta variable 'DWS Acumula', que posee la máxima calificación crediticia. El fondo ha conseguido batir a su índice de referencia en ocho de los últimos 10 años. A cinco años registra una rentabilidad del 22,5 por 100 frente al 5,4 por 100 de su índice durante el mismo período. El fondo invierte de forma global sin restricciones tanto en los ámbitos geográfico y sectorial como en cuanto al tamaño o estilo de inversión. Es decir, se trata de un fondo flexible (invierte en compañías de gran capitalización y también en PYME) con cierta orientación a compañías de tipo "valor". La divisa se gestiona de forma activa al igual que la liquidez del fondo. Actualmente, este vehículo posee un patrimonio superior a los 3.600 millones de euros.

#### 4. La regulación de los CDS tendrá que esperar

La Comisión Europea (CE) ha confirmado que será el próximo otoño cuando se aborde la regulación de los cada vez más populares *credit default swaps* (CDS), los seguros que se compran en las inversiones en bonos para eliminar el riesgo de suspensión de pagos. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha advertido hoy

contra la disparidad entre los precios de estos títulos y los de la deuda pública de algunos países como España.

La portavoz de Mercados Internos de la CE, Chantal Hughes, ha confirmado que será el próximo otoño cuando la Comisión estudie "una iniciativa específica relacionada con los CDS". "Actualmente no podemos decir exactamente cómo afectará la regulación financiera a este mercado", dijo Hughes. Esto es, precisamente, lo que pide saber la CNMV, que recientemente advirtió de que los mercados de CDS mantienen una trayectoria, en algunos casos, que no concuerda con el estado de la deuda soberana que cubren. Así, por ejemplo, España ha logrado rebajar el precio de su deuda pública en el mercado secundario a un ritmo razonablemente constante, pero esa trayectoria no ha encontrado eco en los CDS, que han experimentado súbitos encarecimientos difíciles de entender salvo que respondan, una vez más, a cuestiones relacionadas con la falta de transparencia y la especulación en este mercado.

La rentabilidad de la deuda española, que llegó a situarse el pasado mes de febrero casi en el 4,20 por 100, se negociaba a principios de abril ligeramente por encima del 3,85 por 100. Es decir, inferior a la de los bonos equivalentes de países como EEUU o Reino Unido que rondaban o superaban el 4 por 100.

El regulador español ha declarado en un comunicado que existe "un comportamiento dispar entre la evolución de los CDS y los *spreads* (diferenciales) de los bonos subyacentes". "Este hecho ha generado cierta confusión y controversia acerca del papel de los CDS y, de forma singular, de sus potenciales efectos desestabilizadores en los mercados de deuda pública", añadía.

La regulación que sacará adelante la CE viene precedida de presiones por parte de algunos gobiernos, como el español, que se han visto a merced de la especulación financiera en los últimos meses. Los países económicamente más débiles de la Unión Europea (UE), como Irlanda, Portugal, Grecia o España vieron cómo bancos de inversión y *hedge funds* advertían contra su deuda.

#### 5. ¿Resucitan a las salidas a bolsa en Europa?

Los que opinan que el optimismo ha comenzado a regresar al mercado han encontrado un nuevo argumento. Según la firma Dealogic, las 21 salidas a bolsa en Europa registradas durante el mes de marzo alcanzaron un valor de 3.500 millones de euros (4.800 millones de dólares), una cifra inédita desde junio de 2008.

Las *Initial Public Offering* (IPO) más destacadas han sido las realizadas por African Barrick Gold, Kabel Deutschland, Brenntag, SuperGroup y CPP. Salvo la de African Barrick Gold, los demás estrenos bursátiles experimentaron en su primer día de cotización una gran aceptación por parte de la comunidad inversora. "El mercado específico de las salidas a bolsa en Europa se mostró en marzo paralelo al sentimiento general del mercado financiero. La confianza ha vuelto y los inversores parecen más decididos", asegura el director del departamento de Equity Markets para Europa, Oriente Medio y África de la entidad Credit Suisse, Nick Williams, al portal *Dow Jones*.

La mayor salida a bolsa en Europa registrada en marzo fue la de Kabel Deutschland, que logró recaudar 741,2 millones de euros (alrededor de 1.000 millones de dólares). African Barrick Gold, por su parte, se posicionó en un segundo lugar al ingresar con su IPO 657 millones de euros (889 millones de dólares).

No obstante, varios expertos del sector han advertido que, en la actual coyuntura, para sacar una operación de este tipo adelante, es fundamental la ayuda de los inversores institucionales. "Antes, para realizar una IPO con éxito, podías bastarte solo, pero ahora son vitales los participantes clave para ello", explica Sam Dean, de Barclays Capital.

La bolsa española también ha comenzado a animarse, tanto en el mercado continuo como en el mercado alternativo bursátil (MAB). La crisis financiera internacional que estalló en 2007, sumada a la recesión económica propia que sufre España, ha frenado numerosas salidas a bolsa. El panorama empezó a cambiar el año pasado, cuando salieron al MAB Zinkia e Imaginarium. Este año también debutaron en esta bolsa especializada en PYME Gowex y Medcomtech en el mismo escenario.

## 6. El caso Vivendi-Telefónica provoca el cambio de la Ley de OPA en Brasil

El regulador bursátil de Brasil modificará las normas de las ofertas públicas de adquisición (OPA), cuyas deficiencias quedaron expuestas el año pasado cuando la compañía francesa de telecomunicaciones Vivendi se hizo con el control de la operadora local GVT. La *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) exigirá una mayor transparencia en los periodos en los que las ofertas estén en vigor.

Tradicionalmente, los propietarios de las empresas brasileñas consideraban que sus acciones estaban a salvo del interés de otros inversores. La posibilidad de ofertas hos-

tiles parecía remota en 2002, año en el que se elaboraron las normas actuales. Pero ocho años después, los mercados de capitales de Brasil han registrado una profunda expansión, tanto en términos de volumen como en el número de empresas cotizadas, y las OPA han comenzado a aparecer.

Las propuestas del supervisor, que serán más estrictas que las de algunos reguladores europeos, pondrán límites de tiempo a las OPA y exigirán a las empresas ofertantes que cuenten con un respaldo financiero suficiente. Además, deberán comunicar sus operaciones en el mercado mientras la oferta esté en vigor.

El primer intento de adquisición hostil en el país latinoamericano lo protagonizó la compañía de alimentación Sadia en 2006, cuando lanzó una oferta sin éxito para hacerse con su rival Perdigão. Sin embargo, ha sido el caso de GVT el que ha revelado las deficiencias de las normas actuales. Todo comenzó cuando Vivendi lanzó una oferta por el 100 por 100 de la operadora brasileña. Telefónica respondió con una contraoferta con mejores condiciones. Pero antes de que el resultado de la subasta se llevara a cabo, y cuando el mercado ya daba por ganadora a la compañía española, el grupo francés comunicó por sorpresa que había alcanzado un acuerdo de compra con los accionistas fundadores y que mantiene el control de la compañía brasileña para asegurarse el 57,5 por 100 del capital de GVT, desplazando así a Telefónica.

Poco después la Fiscalía de Brasil abrió una investigación para identificar supuestas irregularidades en la operación, que podrían haber perjudicado a los accionistas minoritarios. El objetivo es que, en el caso de que se comprueben esas prácticas, se pueda iniciar una acción ante la Justicia, exigiendo que se penalice a los involucrados, según ha destacado la prensa brasileña. Lo que se cuestiona es el porcentaje de acciones de que disponía realmente Vivendi cuando anunció la toma de control de GVT, el pasado 13 de noviembre, a un precio de 56 reales (en torno a 23,5 euros al tipo de cambio actual) por acción. Entonces Vivendi manifestó haber adquirido un 37,9 por 100 del capital y disponer de opciones irrevocables de compra sobre otro 19,6 por 100 en manos del fondo británico Tyrus.

La duda está en si el fondo podía garantizar la entrega de esas acciones, ya que el anuncio provocó que el mercado considerase como no viable, al ser más barata, la OPA que había lanzado Telefónica a 50,5 reales por acción. El perjuicio para el accionista minoritario se habría producido al impedir, con ese anuncio, que Telefónica hubiera mejorado su oferta hasta 70 reales por acción. La investigación podría llevar incluso a que se revirtiese la operación, aunque es una opción remota.