

# Panorámica empresarial

Carlos Humanes

## 1) El capítulo australiano de la OPA de ACS sobre Hochtief

La batalla que libran la compañía alemana Hochtief y la española ACS se traslada a Australia. La constructora teutona ha pedido al regulador bursátil de ese país que exija a la empresa española presentar una OPA alternativa por el 100 por 100 de Leighton Holdings, una petrolera local participada por Hochtief que, según los expertos, es la joya de la corona de la firma germana, ya que aporta más de un 72 por 100 de los beneficios anuales del grupo.

Si se diese el caso, ACS tendría que hacer frente a dos OPA: la primera, ya anunciada y presentada, por el 100 por 100 de Hochtief y la segunda (aún sin confirmar) para controlar la totalidad del capital de Leighton Holdings, que está participada por la propia Hochtief en un 54,5 por 100. Y los expertos del sector dudan de que el grupo constructor español pueda hacer frente a dos ofertas públicas de semejante tamaño. Sería demasiado caro.

No obstante, fuentes de ACS señalan que la petición de Hochtief “no tiene sentido” puesto que la legislación australiana no recoge que, en las circunstancias de esta operación, el grupo español tengan que presentar una segunda OPA en Australia. Además, varios expertos financieros dan la razón a la empresa que preside Florentino Pérez y afirman que Hochtief tan sólo “trata de ganar tiempo para lograr encontrar un caballero blanco [un inversor que mejore la oferta presentada por ACS por la alemana]”.

En cualquier caso era una cuestión de tiempo que el asunto de ACS y Hochtief se trasladase a Australia, ya que

para la mayoría de analistas del sector ahí reside el principal interés de la constructora alemana. Además del enorme peso que Leighton tiene en los beneficios anuales de Hochtief, el petróleo siempre es un mercado atractivo, al contrario que el de la construcción, que tras la crisis financiera y económica ha resultado herido de gravedad y con pocas perspectivas de volver a lo que fue en su día. Sobre todo en países como España. Los responsables de la petrolera australiana guardan silencio por ahora. Se han limitado a confirmar que vigilan detalladamente la evolución de la operación.

El regulador australiano (ASIC por sus siglas en inglés) no se había pronunciado aún al cierre de esta edición, aunque según fuentes cercanas a la institución no se involucraría en la cuestión si considera que la legislación alemana protege adecuadamente a los accionistas de la petrolera.

Por otra parte, aunque el escenario de batalla se haya trasladado momentáneamente a Australia, en Alemania sigue existiendo un clima de tensión y animadversión hacia la OPA presentada por ACS. Según varios expertos, una intervención del Gobierno de Ángela Merkel, ya fuera esta directa o indirecta, no tendrá lugar salvo que “los puestos de trabajo de Hochtief peligran”. En tal caso, la situación podría complicarse para los planes que espera llevar a cabo Florentino Pérez, que hasta el momento ha asegurado que no cambiará nada en el grupo alemán. Algo que no se creen en Essen (Alemania), sede de Hochtief. “Nadie adquiere una compañía para no cambiar nada”, aseguró un portavoz sindical de los trabajadores de Hochtief. Una versión avalada por el sector financiero: “Es estúpido no hacerlo, por supuesto que lo harán, por el mero hecho de que tendrían que integrar a Hochtief en su estructura”, declaró recientemente un gestor de un fondo de inversión europeo.

Además, las autoridades de la región de Renania del Norte-Westfalia, la más industrializada del país, ya han reconocido que un incremento del capital de ACS en Hochtief "no sería bueno para la región". Harry Voigtsberger, el ministro económico del estado, aseguró que "es del interés de nuestros accionistas y trabajadores que Hochtief se mantenga independiente". Voigtsberger se reunió hace escasas fechas con el director ejecutivo del grupo constructor, Herbert Luetkestratkoetter, para discutir la situación.

Sin embargo, cada vez son menos las opciones que tiene la constructora teutona de mantener su independencia. El sentimiento generalizado entre los analistas especializados en fusiones y adquisiciones (M&A) de Alemania se resume en que es demasiado tarde para evitar las intenciones del gigante español. A pesar de ello, en la ciudad de Essen se mantienen los intentos de evitar el desenlace que pretende lograr ACS. Allí conocen bien la historia de Dragados —la filial portuaria de ACS que fue vendida hace unos meses— y no quieren protagonizar un episodio similar.

Florentino Pérez ha decidido contar con los servicios de asesoramiento que ofrece el despacho estadounidense Linklaters para conseguir incrementar su participación en Hochtief. Este bufete dispone actualmente de un equipo de 2.200 abogados repartidos por sus oficinas de todo el mundo, incluyendo la ubicada en la calle Zurbarán de Madrid, inaugurada hace una década. Linklaters está especializado en derecho mercantil, en asuntos de competencia bancaria y también en los temas que reclaman un asesoramiento inmobiliario, financiero o fiscal. En la lucha por controlar IBERDROLA, ACS cuenta con Clifford Chance.

### La herida de E.ON no se olvida en Alemania

Los empresarios alemanes no perdonan a España el "bloqueo" (según la terminología usada por distintos analistas germanos) impuesto contra E.ON en 2006 cuando la compañía energética germana quiso hacerse con ENDESA. "Para los empresarios alemanes España es como una tienda cerrada donde se mira y no se toca", se comenta en círculos financieros de la primera potencia europea. Según informan varios medios locales, esta fue una de las herramientas que trató de utilizar el presidente y consejero delegado de Hochtief, Herbert Luetkestratkoetter, para presionar al Gobierno de Merkel. Otro de los reproches esgrimidos contra la OPA de ACS es que el sector de la construcción español llegó a fortalecerse durante años gracias a las ayudas comunitarias que brindaba la Unión Europea (UE) a España, y que provenían en su mayor parte de Alemania. En Essen confían en que al Gobierno teutón le interese que la industria

de la construcción germana siga siendo competitiva a escala internacional.

## 2) La bolsa bate a la deuda pública en el largo plazo

Un reciente informe de Bolsas y Mercados Españoles (BME) confirma que pocas inversiones son tan rentables con la renta variable cuando el horizonte temporal se dilata. Invertir en bolsa ofrece una mayor rentabilidad que otras alternativas y además protege de la inflación, según el estudio de BME. Así, el rendimiento de la inversión en acciones en España en los últimos 30 años ha superado en casi cinco puntos de rentabilidad anual a la inversión en deuda pública al mismo plazo. Entre enero de 1980 y junio del presente ejercicio, la bolsa se ha revalorizado un 16 por 100 acumulativo anual, mientras que un bono de deuda con vencimiento a diez años, el principal título de deuda de referencia en el ámbito internacional, habría escalado casi un 11 por 100 acumulativo anual, según los datos manejados por el gestor de las bolsas españolas.

Por otro lado, BME señala que frente a la inversión en depósitos bancarios a corto plazo, las acciones están 7,35 puntos de rentabilidad media anual acumulativa por encima.

El informe destaca que los análisis de la evolución de los principales mercados bursátiles mundiales, y de la bolsa española en especial, muestran que a largo plazo el rendimiento de la inversión en renta variable compensa el riesgo asumido con rentabilidades adicionales.

La gestora de la bolsa española sostiene que si la inversión en acciones a largo plazo se deflacta, el resultado es que con el tiempo la bolsa también protege contra la pérdida de valor del dinero a causa de la inflación. Así, el estudio constata que entre 1980 y 2010, una inversión de 100 euros en el índice total de la bolsa en el país, se habría convertido en 1.862 euros reales. Esto lo que supone es un rendimiento medio anual acumulativo de la inversión bursátil del 10 por 100.

El director del Servicio de Estudios de BME, Domingo García Coto, ha declarado que este trabajo se ha realizado para poder aportar argumentos en tres direcciones: confirmar el rendimiento positivo diferencial de la inversión a largo plazo en bolsa frente a la deuda pública, la protección que suponen las inversiones en bolsa contra la inflación y, por último, explicar la medición histórica de la prima de riesgo en el mercado bursátil español.

### 3) Las eléctricas españolas desean imitar el modelo alemán de la energía nuclear

A pesar de que en un primer momento las eléctricas españolas rechazaron de lleno el posible impuesto sobre las centrales nucleares, en la industria se empieza a hablar de la posibilidad de justificar la tasa con la excusa de alargar la vida útil de estas instalaciones. Según han asegurado fuentes del sector, esta opción "neutralizaría" la nueva carga impositiva que tendrían que soportar. De este modo, España emularía el modelo alemán, que ha supuesto el establecimiento de un nuevo impuesto a cambio de prolongar el funcionamiento de las centrales. En algunos círculos empresariales también se baraja la posibilidad de que ese eventual nuevo impuesto sería un método políticamente correcto de dar marcha atrás al cierre de la planta de Garoña.

Guste o no y pese a que el asunto no ha trascendido a la esfera oficial, la sombra de una nueva tasa nuclear, y también hidráulica, comenzó a sobrevolar sobre el sector antes del verano, sobre todo después de que el Gobierno y el Partido Popular anunciaran su intención de alcanzar un Pacto de Estado en materia de energía, un acuerdo que, por el momento, parece haberse congelado.

El impuesto sería una fórmula contra los *windfall profits* (los supuestos beneficios extra de las centrales nucleares e hidráulicas, que tienen bajos costes de mantenimiento y están ampliamente amortizadas). En el sector se niega la existencia de esos beneficios y se asegura que la tesis sobre la amortización es algo absolutamente falso ya que la vida útil muestra que esas centrales "están muy lejos de estar amortizadas". Además, según aseguran fuentes de la industria eléctrica, carecería de sentido reducir los *wind profits* en mercados liberalizados y no resolvería el problema del déficit tarifario.

Los datos publicados muestran que este déficit (que se produce porque los costes reconocidos del sistema superan los ingresos regulados) ha ascendido a 2.585 millones de euros en los siete primeros meses del año y que es un 19,9 por 100 superior a las previsiones de la Comisión Nacional de Energía (CNE), que calcula un déficit de tarifa para el presente año 2010 de 3.190 millones de euros. Es decir, son necesarios más de 3.000 millones de euros para cubrir el agujero del sector eléctrico. Además del recorte de las primas al sector fotovoltaico, otra de las opciones es la tasa a las centrales nucleares.

Según los cálculos que han elaborado las compañías eléctricas, la indefinición sobre las políticas de reducción

del déficit de tarifa ha provocado que el sector haya perdido más de 6.000 millones de euros desde el pasado mes de junio. Además, advierten de que también podría perjudicar su calificación crediticia.

En términos homogéneos y tomando la referencia de 11 euros por megavatio/hora, la tasa a las centrales nucleares españolas se elevaría a 635 millones de euros, según los cálculos elaborados por el banco japonés Nomura. En el caso de las hidráulicas, el Gobierno lograría recaudar 252 millones de euros. En total, casi 900 millones, que contribuirían a reducir en aproximadamente un 30 por 100 el déficit de tarifa previsto para este año.

### 4) Vuelven los voltios a la banca de inversión de EE.UU.

La banca de inversión renueva su apuesta por el negocio de la energía. En las últimas semanas, Goldman Sachs, Morgan Stanley o JP Morgan han anunciado la compra de activos de gas y electricidad, una furia compradora que quizás tenga alguna relación con las perspectivas alcistas de los precios del barril de petróleo, que se mantiene en el rango de entre 70 y 85 dólares por barril desde hace más de un año.

La próxima operación apunta como protagonista a JP Morgan, que podría comprar los activos de gas de Norteamérica de RBS Sempra, según publicó *Financial Times* en su página web. En esa información se recuerda que ya en julio, el banco estadounidense adquirió el negocio de activos globales de petróleo, metales y carbón de la firma energética estadounidense.

Poco antes del estallido de la crisis económica, la banca de inversión también apostó por la energía. La imposibilidad de almacenar la electricidad impide que se pueda negociar en los mismos mercados que otras materias primas, por lo que su compraventa se realiza a través de un sistema de subastas o los intercambios se producen con suministros constantes a precios acordados. Las entidades no se limitan a ejercer de intermediarias, sino que tienen sus propias centrales eléctricas para asegurarse la producción. Hace cuatro años, según las estimaciones de algunos analistas, en torno al 35 por 100 de la capacidad de generación eléctrica de EEUU ya estaba en manos de las compañías de inversión.

Los analistas parecen coincidir en que esta carrera de adquisiciones se debe a que los compradores creen que las compañías de energía están infravaloradas. Además, la legislación estadounidense ha favorecido este tipo de ope-

raciones dado que la normativa obligaba a las eléctricas a deshacerse de las generadoras para fortalecerse en el segmento de la distribución.

En Europa, y más concretamente en España, el esquema es similar. ENDESA, la eléctrica controlada por la compañía estatal italiana ENEL, ha anunciado la venta, por 800 millones de euros, del 80 por 100 de su red de gas natural a dos fondos de infraestructuras gestionados por el banco norteamericano Goldman Sachs. También este año, Gas Natural pactó la venta de parte de su red de distribución de gas en Madrid al fondo Morgan Stanley Infraestructure y a la sociedad portuguesa Galp Energia también por un importe de 800 millones de euros. Este precio implica una valoración de unos 1.600 euros por punto de conexión y comercialización. Según aseguran los expertos, las infraestructuras eléctricas constituyen un negocio muy atractivo para los inversores, ya que ofrecen un flujo de caja constante, un motivo que también facilita la financiación de estas adquisiciones.

A la banca de inversión estadounidense también le preocupa la situación de las energías renovables en España, un sector donde tienen muchos intereses. En su reunión con los tiburones de Wall Street, el presidente del Gobierno, José Luis Rodríguez Zapatero, les explicó, sin ser demasiado específico y sin entrar en el sector fotovoltaico, que se están racionalizando las primas para evitar excesos. En cualquier caso, Zapatero dijo que el Ejecutivo español dialoga de forma continua con las empresas y destacó que las empresas españolas son líderes en este sector.

### 5) Singapur, puerta de entrada de las multinacionales latinoamericanas hacia Asia

Con el actual entorno internacional, las grandes empresas latinoamericanas saben que para conquistar el mundo es necesario primero desembarcar en Asia. Por ese motivo, las multinacionales latinas han decidido aumentar su presencia en Singapur para convertir a esta ciudad-estado en la puerta de entrada al mercado de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (Asean), que agrupa a diez países asiáticos.

Entre las compañías de América Latina que ya están presentes en Singapur destacan las brasileñas Braskem, Embraer, Petrobras y Vale, la chilena Concha y Toro o la mexicana PMI, que se encarga de las operaciones internacionales de compraventa de los productos petrolíferos de Pemex.

El ministro de Comercio e Industria de Singapur, Lim Hng Kiang, ha señalado en el foro empresarial "Latin Asia Business Forum 2010" que las últimas firmas en establecer sus sedes asiáticas han sido la brasileña Braskem y la mexicana PMI.

A principios de año, Concha y Toro, la mayor productora y exportadora de vino de Chile, inauguró en Singapur una central de ventas y distribución para la región asiática.

El Gobierno de Singapur considera que todavía es necesario aumentar la cooperación económica entre Asia y Latinoamérica, ya que, según Kiang, se trata de las dos regiones con mayor potencial de crecimiento del planeta.

La Asociación de Naciones del Sudeste Asiático tiene como objetivos principales acelerar el crecimiento económico, así como fomentar la paz y la estabilidad regional. Sus países miembros son Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Brunéi, Vietnam, Laos, Birmania y Camboya.

La importancia que tiene Asia no ha pasado desapercibida para ninguno de los mandatarios de América Latina, que han aprovechado cualquier circunstancia para estrechar los lazos económicos con los países asiáticos.

### 6) El sector inmobiliario español necesita más ajuste de precios, según Bruselas

Mientras que en países como EEUU y Reino Unido, la crisis del sector inmobiliario ha derivado en una fuerte corrección a la baja de los precios inmobiliarios, en España ese ajuste no se ha completado. Al menos eso se deduce del informe trimestral sobre el sector inmobiliario que ha publicado recientemente la Comisión Europea. El precio de la vivienda en España continúa sobrevalorado, en concreto, en un 17 por 100 sobre su valor real actual, frente al 3 por 100 de sobrevaloración media de la Unión Europea. Este dato muestra que España todavía está lejos de completar el reajuste necesario en el sector de la construcción para consolidar así la recuperación económica, pese a haber experimentado la segunda mayor caída del precio de la vivienda en la zona del euro, con un retroceso del 18 por 100, desde el máximo que alcanzó el precio de la vivienda en España durante el año 2007.

El estudio de Bruselas muestra también que, a finales de 2008, los precios de la vivienda en España todavía estaban sobrevalorados un 24 por 100, la 'prima' más alta de la Unión Europea.