

# CASO GRIFOLS: LA INFORMACIÓN FINANCIERA Y LAS DIFERENTES FUNCIONES DE CONSEJEROS, AUDITORES Y ANALISTAS

GOTHAM PODÍA HABER LLEGADO A LAS MISMAS CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES SIN HABLAR EN SU INFORME DE MANIPULACIÓN ¿POR QUÉ LO HIZO? PROBABLEMENTE PORQUE SIN ESA IDEA LA CAÍDA INICIAL DE LAS ACCIONES -Y SU BENEFICIO AL CERRAR LAS POSICIONES CORTAS QUE TENÍA- HUBIERA SIDO MENOR. ¿LO SOLUCIONA TODO UN DISCLAIMER BIEN REDACTADO?

TEXTO Felipe Herranz. Director del Máster en Auditoría y Riesgos Financieros del IEB (Instituto de Estudios Bursátiles) FOTOS Archivo RC





Daniel Yu, propietario de Gotham, que ha destacado que una parte significativa del beneficio consolidado de Grifols no pertenece a la matriz sino a socios externos.

#### CUANDO SURGEN CRISIS FINANCIERAS,

a veces se publican noticias en las que se utilizan conceptos, magnitudes y opiniones, en las que se mezclan aspectos diversos de la información financiera. En estas breves líneas, se intentará aportar algunas ideas básicas al respecto, sobre todo en relación con los distintos papeles del consejero, el auditor y el analista.

#### RESPONSABILIDAD DEL CONSEJO RESPECTO A LA INFORMACIÓN FINANCIERA

Como es sabido, el consejo de administración tiene la obligación de formular en tiempo y forma los estados financieros de la sociedad a la que pertenece, con arreglo a lo establecido en la normativa contable aplicable. Los estados financieros anuales, una vez auditados y aprobados por la Junta General de Accionistas, se publican y se depositan en el Registro Mercantil. Adicionalmente, cuando la sociedad cotiza en Bolsa, debe emitir y presentar estados financieros con carácter trimestral en la CNMV y si cotiza también en USA, en la SEC.

Por ejemplo, en el caso de una empresa industrial o comercial española que cotice en Bolsa en España y en EEUU<sup>1</sup>, sus normas aplicables son:

- Para sus estados financieros individuales, el Plan General de Contabilidad español.
- Para sus estados financieros consolidados, las NIIF<sup>2</sup>.

• Adicionalmente, debe presentar la información trimestral a la SEC y hacerlo de acuerdo con los USGAAP<sup>3</sup>. Sin embargo, la SEC permite también, para las empresas no americanas, que los estados financieros se hayan preparado de acuerdo con las NIIF. Los estados financieros primarios (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de flujos de efectivo y estados de cambios en patrimonio neto), ofrecen una amplia información numérica, clasificada en distintos epígrafes, totales y subtotales de gran interés. Asimismo, un estado financiero adicional, la memoria<sup>4</sup>, ofrece los criterios e hipótesis utilizados en la preparación de los estados financieros primarios, amplios desgloses numéricos y abundantes explicaciones de todos los aspectos materiales de las operaciones de la empresa. Entre otros muchos aspectos, las normas NIIF establecen los criterios que debe seguir la empresa para determinar cuando debe incluir en su consolidación a otras sociedades. En particular la NIIF 10 establece que cuando se tiene el control de una sociedad, ésta debe consolidarse por el método de integración global<sup>5</sup>. Dicho control puede manifestarse por tener una participación mayoritaria, pero la norma también establece otros criterios<sup>6</sup> basados en el control efectivo de la sociedad; entre ellos, la capacidad para nombrar consejeros. Por esta razón, será clave que Gri-

“

S&P confirmó el rating de Grifols y la CNMV adelantó que no hay por qué dudar de la información suministrada. Pero será clave que Grifols demuestre su control efectivo de Haema y BPC Plasma”

fols demuestre que tiene el control efectivo de las sociedades Haema y BPC Plasma<sup>7</sup>, que forman parte de su consolidación. En la conferencia con los inversores, las explicaciones facilitadas por Grifols en este punto, pudieron ser más precisas.

#### Las medidas non-GAAP

Se trata de magnitudes muy utilizadas en finanzas, pero que no están reguladas por las normas contables. También se les llama APM<sup>8</sup>. Algunos ejemplos relevantes de medidas non-GAAP son:

- *EBITDA*. (Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización).
- *Net financial debt*. Deuda financiera neta. (Deuda financiera – efectivo y equivalentes)
- *Leverage*. Apalancamiento. (Deuda financiera neta/EBITDA).

Las normas contables no impiden que se utilicen también estas magnitudes no reguladas en los estados financieros, siempre que se explique la forma en la que se han

calculado reconciliando estas magnitudes con el dato regulado más cercano.

Sin embargo, los criterios utilizados para el cálculo de estas medidas pueden ser diferentes en unas empresas y otras. Por ello, las autoridades reguladoras de los mercados no ven bien que se abuse de ellas. Por ejemplo, no hace mucho, la CNMV emitió un documento clamando porque se evite el uso abusivo de estas magnitudes<sup>9</sup>. Tampoco le gustaba mucho el EBITDA al inversor recientemente fallecido, Charlie Munger, “mano derecha” de Warren Buffett.

En estos casos, la indefinición de estas magnitudes no es problema porque en el propio contrato, el prestamista y el prestatario acuerdan la forma en la que deben ser calculadas. Por ejemplo, por lo que ha manifestado en prensa la empresa, para el cálculo de la deuda financiera neta Grifols acordó con los acreedores no computar los pasivos por operaciones de leasing previstos en la NIIF 16.

Por lo tanto, el uso de estas magnitudes en *covenants* no tiene problema porque ambas partes son conocedoras y expertas

el auditor para definir su opinión, están previstos en NIAS<sup>12</sup>. Dicha opinión, se expresa en el correspondiente informe de auditoría que incluye información relevante que le permiten al lector identificar los aspectos más importantes de la auditoría.

En este proceso de auditoría, el auditor revisa no solo la aplicación de las normas, sino las hipótesis, criterios y valoraciones utilizados por la empresa en la formulación de sus estados financieros. Es decir, el auditor no formula dichas hipótesis, criterios, etc., sino que los examina para evaluar su razonabilidad.

## ¿Manipulación? Las conclusiones de Gotham se basaron en la información dada por Grifols, no en información oculta

No obstante, se usen mucho o poco estas magnitudes non-GAAP en los estados financieros, lo que es cierto es que se utilizan con profusión en múltiples cálculos financieros. Un caso muy típico es el uso de alguna de estas magnitudes en los *covenants*<sup>10</sup> de los contratos de préstamos. Por ejemplo, estableciendo el compromiso del prestatario de mantener una determinada ratio de apalancamiento durante la duración del préstamo.

en la materia. Incluso, puede darse que, en algún caso puntual, el acreedor acepte un *waiver*<sup>11</sup> durante un cierto período de tiempo. Se trata de acuerdos entre partes.

### RESPONSABILIDAD DEL AUDITOR

El auditor debe dar una opinión independiente respecto a si los estados financieros formulados por la empresa se ajustan a lo establecido en las normas contables. Los criterios y procedimientos que debe seguir

### RESPONSABILIDAD DEL ANALISTA

El analista tiene libertad para valorar e interpretar la información disponible en la forma que considere oportuna para determinar los consejos que puede dar al mercado o a sus clientes. Si, además, el analista realiza operaciones por cuenta propia, lógicamente, su opinión puede ser menos objetiva.

En todo caso, el analista puede y debe utilizar sus propios criterios e hipótesis para llegar a sus conclusiones. Verbigracia:

- El analista puede tener visiones e hipótesis distintas de las de la empresa. Por ejemplo, la empresa, puede estimar que los tipos de interés van a bajar y el analista que van a subir.

## OPINIÓN DEL AUTOR SOBRE EL INFORME GOTHAM



En consonancia con los argumentos precedentes, Gotham tiene el derecho de publicar sus análisis, tanto positivos o negativos como resulten de sus trabajos. Puede utilizar las hipótesis de la empresa u otras que considere más apropiadas en las circunstancias. Puede llegar a la conclusión de que el apalancamiento de Grifols es muy alto, incluso utilizando cálculos más rigurosos de los utilizados por Grifols en sus *covenants* acordados con sus acreedores. Igualmente, puede criticar el entramado de sociedades, la gobernanza de la empresa, las relaciones entre partes vinculadas, etc., si en su opinión no son adecuadas.

*Pero, dicho cuanto antecede, el informe de Gotham sobre Grifols podía haber llegado a las mismas conclusiones negativas, sin necesidad de hablar de manipulación; cuando, además, dichas conclusiones se han basado en la información suministrada por Grifols, no en información oculta.*

De las opiniones y juicios de valor de Gotham nada hay que decir, salvo enfrentarlas con otras opiniones, en su caso. Pero no es lo mismo una opinión que una acusación. Solo se tratará de manipulación si la información oficial suministrada por Grifols no se ha preparado de acuerdo con la normativa contable aplicable.

La pregunta, a juicio del autor de estas líneas, es la siguiente: ¿Si Gotham podía haber llegado a las mismas conclusiones y recomendaciones en su informe sin hablar de manipulación, por qué lo hizo? Caben muchas respuestas, pero la más probable es que la caída inicial de las acciones hubiera sido menor y, consecuentemente, el beneficio de Gotham al cerrar o disminuir su posición corta también hubiera sido menor.

La CNMV ya está analizando la información adicional suministrada por Grifols, aunque ha adelantado<sup>14</sup> que, por el momento, no hay razones para dudar de las cuentas de Grifols. Asimismo, la agencia de calificación crediticia S&P ha confirmado que mantiene su rating de Grifols. Por otro lado, el gigante asiático Haier ha confirmado

“ Gotham reconoce en su disclaimer que está interesado en que Grifols caiga en Bolsa y que sus “declaraciones, estimaciones, proyecciones y opiniones pueden resultar sustancialmente inexactas”



Para el cálculo de la deuda financiera neta Grifols acordó con los acreedores no computar los pasivos por operaciones de leasing previstos en la NIIF 16.

- Puede calcular datos *non-GAAP* de acuerdo con sus criterios y experiencia, y considerando el caso particular de la empresa analizada. Por ejemplo, el apalancamiento.
- Incluso puede también recalcular con sus criterios datos *GAAP* si con ello considera que puede llegar a mejores conclusiones. Por ejemplo, a veces, la empresa no incluye en sus pasivos los leasings operativos<sup>13</sup> y el analista puede y debe añadirlos, si lo estima adecuado para

determinar con más precisión la deuda financiera de la empresa.

- También es función del analista llamar la atención respecto a información que aparece en los estados financieros de la empresa estudiada y que puede ser especialmente significativa, de forma positiva o negativa. Por ejemplo, puede destacar que una parte significativa del beneficio consolidado, no pertenecen a la sociedad matriz, sino a socios externos.

Con todo ello, por supuesto, el analista puede y debe realizar una valoración de la empresa, determinar un valor objetivo de sus acciones, aconsejar la compra o la venta, etc. ■

que sigue adelante con la compra a Grifols del 20% de Shanghai Raas, operación que se prevé para mediados de 2024 y que disminuirá la deuda de Grifols.

**Por otro lado, es curioso** el amplio disclaimer<sup>15</sup> que precede al informe de Gotham. En el mismo, insiste en que su informe no es independiente porque está interesado en la caída de la cotización de las acciones de Grifols al tener una posición corta sobre las mismas; que los lectores deben abstenerse de tomar ninguna decisión basada en el mismo, sin antes haber hecho ellos mismos sus propias estimaciones; etc. Incluso dice expresamente “que sus declaraciones, estimaciones, proyecciones y opiniones pueden resultar sustancialmente inexactas”.

**Sin embargo, flota en el mercado** una preocupación: Si un analista advierte de antemano que puede estar equivocado, que el mercado no actúe salvo que haga sus propios análisis, etc. ¿puede lanzar cualquier acusación que dañe la reputación de una empresa? ¿Un disclaimer bien redactado lo soluciona todo?

**De momento, dos hechos son notorios:** por un lado, las acciones de Grifols no han recuperado su cotización anterior al informe<sup>16</sup> y, por otro, se han cruzado diversas demandas que, con seguridad, propiciarán controversias, retrasos y costes, cualesquiera que sean los desenlaces. Seguiremos los acontecimientos.

<sup>1</sup> Como es el caso de Grifols; ya que, sus acciones cotizan en el Nasdaq a través de certificados de sus acciones y también cotizan sus bonos.

<sup>2</sup> Normas Internacionales de Información Financiera.

<sup>3</sup> *Generally Accepted Accounting Principles* en EEUU, que son las normas emitidas por el FASB (*Financial Accounting Standards Board*) americano.

<sup>4</sup> También denominada notas a los estados financieros. *Disclosures*, en inglés.

<sup>5</sup> Es un método de consolidación que incorpora a la consolidación todos los activos, pasivos, ingresos y gastos de la sociedad dependiente. Separando posteriormente la parte de patrimonio y resultados que pertenece a la matriz y la parte que pertenece a los socios externos, cuando lo hay.

<sup>6</sup> Ver Revista Consejeros de Enero 2015. Cañibano, L., Herranz, F. “Cambios contables: Nueva definición de control” <https://www.aeca.es/old/faif/articulos/consejeros101.pdf>.

<sup>7</sup> El informe de Gotham acusaba a Grifols de haber consolidado indebidamente estas sociedades.

<sup>8</sup> Alternative performance measures. Medidas alternativas de resultados.

<sup>9</sup> La CNMV recuerda a las sociedades cotizadas que deben explicar mejor sus medidas alternativas de rendimiento para no confundir a los inversores <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bda6f96f5-4b13-4599-bbd3-c753049616f0%7D>.

<sup>10</sup> Condiciones acordadas entre el prestamista y el prestatario.

<sup>11</sup> Aceptación de incumplimiento, generalmente por un tiempo limitado.

<sup>12</sup> Normas Internacionales de Auditoría.

<sup>13</sup> Por ejemplo, el Plan General de Contabilidad español no los incluye.

<sup>14</sup> Comunicado de la CNMV en relación con Grifols <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7Bdb609f21-bb23-42fa-95e4-e0309dd183d7%7D>.

<sup>15</sup> Descargo de responsabilidad.

<sup>16</sup> En el momento de cerrar este artículo, la cotización de Grifols se ha recuperado hasta los 10,45 euros, pero lejos aún de los 14,24 euros con los que cotizaba antes de aparecer el informe de Gotham.