

## Quedarse corto por sistema

Las diferencias entre las previsiones que realizan los analistas y los resultados finales que presenta Telefónica y sus filiales cotizadas han terminado convirtiéndose en un clásico dentro del sector de telecomunicaciones. Por sistema, las previsiones de los analistas se quedan siempre cortas, lo que luego permite a la compañía, presidida por César Alierta, publicar unos resultados que, en muchos casos, llevan aparejado el adjetivo de espectaculares. Ejemplos no faltan. El más reciente han sido los resultados de TPI-Páginas Amarillas. La compañía presentó ayer los beneficios de los nueve primeros meses, que han crecido un 38,3%, hasta los 64,25 millones de euros. Los analistas habían estimado una ganancia de 54 millones. Hace una semana, Telefónica Móviles siguió la misma mecánica. La compañía presentó los resultados de los nueve primeros meses el pasado día 5 de noviembre. Aunque Telefónica Móviles sigue en pérdidas, por las fuertes provisiones realizadas en el primer semestre para poner a cero el valor de las licencias de UMTS en Alemania e Italia, el tercer trimestre mostró una evolución fuera de todo pronóstico. Los beneficios entre julio y septiembre se situaron en 410 millones de euros, un 41 por ciento más que en el mismo

periodo de hace un año. Los analistas, en el caso más optimista, apenas habían previsto, unos días antes, un crecimiento del treinta por ciento, hasta los 380 millones de euros de beneficios. ¿Acaso se equivocan todos? ¿Es que son excesivamente pesimistas? En numerosas ocasiones, los analistas han explicado que los datos que elaboran en forma de previsiones son, de alguna forma, presentados a los responsables de las relaciones con los inversores de las compañías para que "limen" las estadísticas y así se eviten grandes variaciones. Es decir, Telefónica tiene constancia del denominado consenso de analistas previamente a que se presenten los resultados oficiales. En ocasiones, las variaciones son tan elevadas que entre lo que opinan los expertos y lo que finalmente publica la compañía hay un abismo. El caso más notable fue el del primer trimestre de este año. Los analistas preveían que Telefónica Móviles creciera en torno a un 53 por ciento en beneficios, hasta los 237 millones de euros. La compañía dejó estupefactos a analistas e inversores cuando anunció un incremento del 85%, hasta los 286 millones de euros. El día de la presentación de resultados, el 13 de mayo, la compañía tuvo un sensible repunte en bolsa, con un alza del 1,3 por ciento.



César Alierta, presidente de Telefónica. / JUAN M. MARTÍN

## Entre la estrategia y la mentira

"Las previsiones de resultados son un arma estratégica con la que cuentan las compañías", asegura Santiago Iñiguez, del Instituto de Empresa. "Tanto las comunicaciones previas como los resultados finales permiten enviar mensajes al mercado y a los empleados. Por ejemplo, una rebaja de las expectativas puede ser el primer aviso de una reducción de plantilla o una señal para la Administración de que es necesario regular las tarifas". Pero Iñiguez reconoce que, "entre estas prácticas y el engaño hay una amplia distancia. La diferencia radica en que las empresas sean capaces de justificar por qué no han cumplido las previsiones".

**Dar explicaciones**  
"Siempre existe un margen de error, que varía en función del sector en el que se muevan las compañías. Por ejemplo, en escenarios expansivos, vería aceptable hasta un cuarenta por ciento de diferencia entre las previsiones y los resultados finales, mientras que en mercados maduros y tradicionales resultaría chocante", añade Iñiguez, que también recuerda "el golpe que supone para la imagen de los directivos no cumplir las previsiones que transmiten al mercado".

En España, algunas compañías también han estado bajo sospecha. "El programa de *stock options* de Telefónica, en la época Villalonga, se pudo ejercitar en el primer tramo por un grupo de ejecutivos que se beneficiaron de las alzas del título. ¿Intuían o sabían estos ejecutivos, por la propia evolución interna de la operadora, que aquella tendencia estaba llegando a su fin? Lo que es evidente es que ellos vendieron y los

que se quedaron perdieron el setenta por ciento del valor de la acción", asegura Carlos Moreno León, de la firma Soler-Padró/Morrow.

**Práctica común**  
Los escándalos empresariales, sin embargo, apenas son la punta del iceberg de una más que asumida práctica del mercado: el uso de las previsiones para conseguir elevar el valor de la acción. "Las empresas pueden, en cierto modo,

jugar con las expectativas. La bolsa se mueve por modas y ahora, tras unos años de euforia, los inversores piden cautela", asegura Juan José Figares, de Link Securities.

Desde principios de año, en Europa, todos los sectores han rebajado sus previsiones, salvo las compañías de automoción y las inmobiliarias, según un estudio de la firma de recogida de estimaciones IBES. En el último trimestre, las em-

presas de telecomunicaciones han sido las únicas en elevar sus expectativas, "pero esta corrección se debe a las fuertes rebajas que habían realizado para devolver la confianza al sector", añade Hoyos. La última tendencia del parque es la prudencia, y los directivos no han tardado en ser conscientes de ella. "Cada vez se muestran más remisos a comunicar resultados -asegura Figares-, debido a la falta de

confianza y al miedo de no cumplir las expectativas". Pero las compañías también pueden jugar a la baja con las previsiones, ya que "siempre que un grupo consigue unos beneficios por encima de los esperados, el mercado premia el valor de en bolsa", destaca Hoyos. "Si realmente existe un sistema de control y vigilancia en el seno del Consejo, serán más difíciles actuaciones de este tipo", sentencia Moreno León.

## AOL y la tentación de las 'stock options'



Steve Case, fundador de AOL. / B. B.

Entre febrero y junio de 2001, quince altos directivos de AOL Time Warner vendieron sus acciones de la compañía. A cambio, obtuvieron un beneficio de quinientos millones de dólares. Durante el primer semestre de ese ejercicio, el grupo de comunicación mantuvo unas elevadas previsiones de crecimiento que, un año después, la SEC -autoridad bursátil de Estados Unidos- está investigando. La sombra de la sospecha procede de una demanda colectiva que acusa a algunos altos cargos del grupo de ejecutar sus opciones sobre acciones cuando disponían de "información relevante adversa no pública". Ted Turner, que ganó 17 millones de dólares; Steve Case, con 100 millones de dólares; Bob Pittman, que consiguió 66 millones de dólares; o Dick Parson, que se embolsó 21 millones de dólares, figuran entre los directivos que se beneficiaron del alto valor de los títulos de AOL y, por tanto, que pudieron caer en la tentación de mantener unas más que optimistas perspectivas para evitar el descenso del precio de los títulos. A pesar de la recesión económica, de la caída de la publicidad y del desgaste de Internet, la compañía siguió comunicando al mercado unos ambiciosos objetivos de crecimiento de los ingresos del doce por ciento, y del treinta por ciento para los beneficios. Los acontecimientos

del 11 de septiembre fueron los únicos capaces de poner freno a semejante espiral de optimismo. Estas alegres perspectivas, además, estuvieron acompañadas por unas dudosas prácticas contables. Antes de saltar a la luz la posible manipulación de las previsiones, la SEC ya estaba investigando a la compañía por presuntas irregularidades contables en America Online, la división de Internet del grupo, que contabilizó de forma poco convencional ingresos publicitarios por valor de 270 millones de dólares antes de su fusión con Time Warner. Cuando ambas empresas se integraron, en enero de 2000, los ingresos publicitarios en Internet estaban al alza y anunciaron que la filial de Internet sería el motor de las ventas y de los beneficios del grupo. Pero, en pocos meses, el sueño de Internet había quedado en el olvido y cedió el testigo como protagonista a los escándalos empresariales. La compañía ha reconocido que pudo haber registrado erróneamente ingresos en tres contratos publicitarios y de comercio electrónico, entre septiembre de 2000 y marzo de 2002, pero redujo el valor de estas faltas a 49 millones de euros. Sea como fuere, sigue sin resolverse un interrogante: ¿Sabían los directivos que el valor de las acciones era artificial y utilizaron mecanismos poco ortodoxos para mantenerlo?

### Previsiones a la baja

Sector	Var. 3º trim. (%)	Var. mes pasado (%)
Industria	▼ 7,2	▼ 2,8
Energía	▼ 7,2	▼ 1,9
Mat. primas	▼ 6,6	▼ 2,6
Consumo	▼ 4,1	▼ 1,5
Consum. per.	▼ 3,9	▼ 1,7
Farmacia	▼ 4,1	▼ 2,0
Tecnología	▼ 2,3	▼ 6,8
Telecom.	▲ 36,7	▲ 6,2
Finanzas	▼ 8,7	▼ 4,6
Utilities	▼ 6,2	▼ 3,5

Fuente: IBES