

Las funciones del consejero, del auditor y del analista en la información financiera. Caso Grifols.

Ponente: Felipe Herranz Martín.

*** Presidente de la Comisión de Contabilidad del Colegio de Economistas de Madrid**

*** Director del Master en Auditoría y Riesgos Financieros del IEB**

Algunas referencias del ponente

POSICIONES ACTUALES

- Miembro del Consejo Directivo del Consejo General de Economistas de España
- Director del Master en Auditoría y Riesgos Financieros del IEB
- Secretario de la Junta de Gobierno y presidente de la Comisión de Contabilidad del Colegio de Economistas de Madrid
- *Member of the User Panel Working Group at EFRAG. Brussels*
- Vocal de la Junta directiva de AECA
- Presidente de FAIF (Foro AECA de Instrumentos financieros)
- Miembro de la Comisión de Normas Contables de AECA
- Asesor empresarial y profesor de postgrado de Instrumentos Financieros Derivados y Normas Internacionales de Información Financiera IFRS

TITULACIONES Y ACREDITACIONES

- Licenciado y Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales
- Auditor Censor Jurado de Cuentas. Miembro del ROAC
- Acreditado Profesor Doctor de Universidad Pública y Privada
- Profesor Honorario Universidad Autónoma de Madrid

EXPERIENCIA EMPRESARIAL

- Miembro de la Ejecutiva de PwC en España. (2002-2006)
- CEO de PwC Auditores. (2002-2006)
- CFO de PwC en España (1990-2006)
- CFO de Asturiana de Zinc (1985-1990)
- CAO Grupo INESPAL (1980-1985)

ALGUNAS PUBLICACIONES

- Los derivados y el riesgo de mercado. AECA (2001)
- *Does IFRS 9 Consider Financial Statement Users' Preferences with Respect to IFRS 13 Fair Value Hierarchy? A Suggestion to Refine the Definition of OCI.* Estudios de Economía Aplicada. 2018.
- *The Converge Journey.* Garceta. 2015. Chapter *Financial Instruments.*
- Más de 100 publicaciones, las más recientes pueden verse en: <https://aeca.es/foro-aeca-de-instrumentos-financieros-faif/>

Objetivos de la presentación

- El repaso del informe de Gotham sobre Grifols puede servir para recordar las distintas funciones que, en relación con la información financiera, tienen los consejeros, los auditores y los analistas. Por ello, en esta charla, se tratará de identificar y examinar las actuaciones que han llevado cabo cada uno de ellos.
- También se comentarán sucintamente las reacciones del mercado y del supervisor.
- Todo ello, a través de la revisión de conceptos controvertidos, tales como:
 - Las responsabilidades de todas las partes involucradas.
 - La diferencia entre medidas contempladas en la normativa contable aplicable (NIIFs en este caso) y las medidas alternativas de resultados, tales como el EBITDA, con mención de alguna novedad de la NIIF 18.
 - Los covenants que se utilizan en los contratos de financiación.
 - El alcance de un disclaimer
 - Las diferencias entre opinión, denuncia y acusación.
- Concluyendo en algunos consejos prácticos de cara al futuro.

Contenido de la presentación

- Responsabilidades en relación con los estados financieros
 - Consejeros
 - Auditores
 - Analistas
- Medidas reguladas y no reguladas.
 - NIIFs, USGAAP
 - APM (NIIF 18)
- El informe de Gotham
 - Disclaimer
 - Contenido
- Los informes de la CNMV
- Situación actual
- Análisis del caso
- Conclusiones del ponente



Responsabilidades en relación con los estados financieros

Responsabilidad Consejeros

- Formular los estados financieros de la sociedad a la que pertenece, con arreglo a lo establecido en la normativa contable aplicable.
- Empresa industrial cotizada: PGC para individuales y NIIFUE para consolidados.
- Una vez auditados, aprobación Junta General Accionistas, depósito Registro Mercantil, publicación, etc.
- Caso Grifols: Cotiza en Bolsa en España y en USA (a través de certificados de sus acciones y también cotizan sus bonos).
- Información trimestral a CNMV (NIIFUE) y a SEC (USGAAP). Sin embargo, la SEC permite también, para las empresas no americanas, que los estados financieros se hayan preparado de acuerdo con las NIIF (no NIIFUE).
- Estados financieros primarios (BS, CPG, EFE, ECPN) y memoria (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).
- **La legislación no establece la participación obligatoria de un experto contable**

Responsabilidad 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 el auditor para definir su opinión, están previstos en NIAS.
- 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 la aplicación de las normas. Así mismo, revisa las hipótesis, criterios y valoraciones utilizados por la empresa en la formulación de sus estados financieros. No los formula, sino que examina la razonabilidad de los aplicados.

Responsabilidad 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.
- Puede y debe utilizar sus propios criterios e hipótesis para llegar a sus conclusiones. Verbigracia:
 - Visiones e hipótesis distintas de las de la empresa. Por ejemplo sobre evolución intereses.
 - Calcular datos non-GAAP de acuerdo con sus criterios y experiencia. Por ejemplo, el apalancamiento.
 - También recalcular con sus criterios datos GAAP si con ello considera que puede llegar a mejores conclusiones. Por ejemplo, leasing operativo como pasivo que no incluye el PGC.
 - 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..

Medidas reguladas y no reguladas (non-GAAP) APM

Medidas reguladas por las normas contables GAAP

- Las normas contables más utilizadas internacionalmente son las NIIF y los USGAAP americanos.
- En España se utilizan normas locales para los estados financieros individuales de todas las sociedades.
 - Plan General de Contabilidad
 - Circular contable Banco España
 - Circular dirección General de Seguros
 - Etc.
- Los estados financieros consolidados de las empresas no cotizadas puede la empresa elegir entre normas locales ty NIIF.
- Los estados financieros consolidados de las empresas cotizadas NIIFUE.

Las normas contables definen numerosos conceptos y criterios de valoración, así como algunos subtotales de los estadios financieros. Todo ello es de obligado cumplimiento.

- En el caso concreto de la cuenta de pérdidas y ganancias, se definen pocos subtotales. Entre ellos.
 - Operaciones discontinuadas.
 - Resultado antes de impuestos.

Medida no reguladas (*non-GAAP measures*)

APM. Alternative Performace Measures (1)

- Se trata de magnitudes muy utilizadas en finanzas, pero que no están reguladas por las normas contables. También se les llama APM. 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.

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bda6f96f5-4b13-4599-bbd3-c753049616f0%7D>

Medida no reguladas (*non-GAAP measures*)

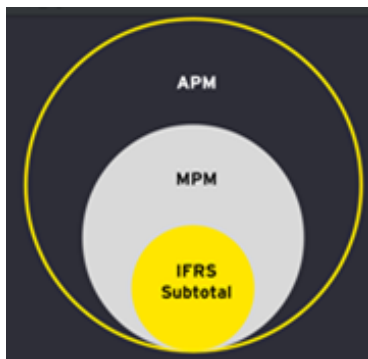
APM. Alternative Performance Measures (2)

- Tampoco le gustaba mucho el EBITDA al inversor recientemente fallecido, Charlie Munger, “mano derecha” de Warren Buffett. Decía “pamplinas”.
- 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* 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 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 en la materia. Incluso, puede darse que, en algún caso puntual, el acreedor acepte un waiver durante un cierto período de tiempo. Se trata de acuerdos entre partes.**

Medida no reguladas (*non-GAAP measures*) *APM. Alternative Performace Measures (3)*

EL PROBLEMA VIENE CUANDO SE UTILIZAN EN LOS ESTADOS FINANCIEROS Y EN LOS COMUNICADOS PÚBLICOS DE LAS EMPRESAS.

- Algunas medidas no reguladas por las normas contables, se regulan por organismos supervisores. Por ejemplo, el ESMA ha regulado el cálculo del EBITDA para cotizadas. En España, AECA tiene un documento emitido al respecto.
- **Pero las empresas pueden definir otros APM. Por ejemplo EBITDA ajustado.**



La nueva NIIF 18, que entrará en vigor 1 de enero de 2027, regula un poco más la materia.

IFRS 18. Presentation and Disclosure in Financial Statements

What are management-defined performance measures (MPMs)?

An **MPM is a subtotal of income and expenses** that: is used in public communications outside financial statements; is used to communicate to investors management's view of an aspect of the financial performance of the company as a whole; and is not listed in IFRS 18 or specifically required by IFRS Accounting Standards.

What disclosures does IFRS 18 require for MPMs?

A company will disclose information about its MPMs in a single note to the financial statements. The note will include a statement that the MPMs provide management's view of an aspect of the financial performance of the company as a whole and are not necessarily comparable with measures sharing similar labels or descriptions provided by other companies.

The note will also include for each MPM:

a description of the aspect of financial performance that it communicates, including why management believes the MPM provides useful information about the company's financial performance;

a description of how the MPM is calculated;

a reconciliation between the MPM and the most directly comparable subtotal listed in IFRS 18 or total or subtotal required by IFRS Accounting Standards, including the income tax effect and the effect on non-controlling interests for each item disclosed in the reconciliation (see Figure 6); and

a description of how the company determined the income tax effect.

Performance measures		
Subtotals of income and expenses		Other performance measures
MPMs	IFRS-Specified	
<ul style="list-style-type: none"> Adjusted profit Adjusted operating profit Adjusted earnings before interest, tax, depreciation and amortisation 	<ul style="list-style-type: none"> Operating profit Operating profit before depreciation, amortisation and impairments within the scope of IAS 36 <i>Impairment of Assets</i> 	<ul style="list-style-type: none"> Free cash flow Return on equity Net debt Number of customers Customer satisfaction

IFRS 18 does not define EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortisation). Instead, IFRS 18 specifies that 'operating profit or loss before depreciation, amortisation and impairments within the scope of IAS 36' (OPDAI) is not an MPM.

The IASB considered introducing a defined subtotal for EBITDA. However, the IASB's research showed that there is no consensus among investors about what EBITDA represents.

If a company provides an EBITDA subtotal in its public communications that is not calculated in the same way as OPDAI, that subtotal would be an MPM, so the company will need to provide disclosures about it.

¿QUÉ PASA CON EL EBITDA?

El informe de Gotham

Disclaimer de Gotham en relación a su informe sobre Grifols.

- El principal negocio de Gotham no es emitir recomendaciones de inversión.
- Este informe es solo para información y no es una oferta para comprar o vender ningún producto.
- Nuestras afirmaciones, estimaciones, proyecciones y opiniones **pueden resultar ser substancialmente incorrectas** y por lo tanto sujetas a significativos riesgos e incertidumbres fuera del control de Gotham.
- No se da ninguna garantía sobre la exactitud, integridad, alcanzabilidad o razonabilidad de cada afirmación u opinión.
- **El lector confirma que tiene suficiente sofisticación** en inversiones para evaluar críticamente la información, los análisis y las opiniones de este informe.
- El lector no tiene derecho a reclamar a Gotham por cualquier pérdida directa o indirecta que se le haya producido a causa de este informe.
- Gotham tiene una **posición corta superior al 0,5% de Grifols.**
- **Conflicto de interés. El lector debe tener en cuenta que el interés de Gotham es ver que las cotizaciones de las acciones de Grifols bajen.**

Informe Gotham sobre Grifols (1)

Afirmación Gotham

Manipulación del cálculo de deuda financiera y EBITDA para manipular apalancamiento.

Comentario ponente

Grifols utiliza el concepto EBITDA AJUSTADO (APM no regulada por ESMA)

En la deuda no incluía NIIF 16. ¿Acordado con acreedores?

la **CNMV ha hallado deficiencias relevantes** -si se evalúan en su conjunto- en dos ámbitos: El detalle y exactitud de los **desgloses y notas explicativas** que soportan las cifras de la información financiera en algunos ejercicios del periodo analizado y La presentación las medidas alternativas del rendimiento (APM por su denominación en inglés), en particular el **EBITDA y la ratio deuda/EBITDA**.

Estas deficiencias, si bien son complejas de valorar individualmente y por separado, en su conjunto deben considerarse significativas, en la medida que han dificultado en algunos ejercicios la capacidad de los inversores de entender adecuadamente la situación financiera, resultados y flujos de efectivo del emisor.

Informe Gotham sobre Grifols (2)

Afirmación Gotham

Consolidación por integración global de BPC + Haema a pesar de haberlas vendido

Comentario ponente

La NIIF 10 requiere el control, no la propiedad.

La CNMV considera que **los juicios** profesionales y asunciones realizados por Grifols para concluir que ostenta el control de Haema AG y BPC Plasma Inc., y que, por lo tanto, deben ser consolidadas por integración global, de acuerdo con la NIIF 10 Estados financieros Consolidados, **son razonables y que la referida conclusión es conforme con las NIIF adoptadas por la Unión Europea.**

Informe Gotham sobre Grifols (3)

Afirmación Gotham

Si nuestra estimación del verdadero apalancamiento de Grifols es correcto, Grifols tendrá que afrontar costes de financiación notablemente más altos". Consecuentemente, creemos que no se debe invertir en sus acciones, **con valor aproximado de cero.**"

Comentario ponente

Gotham deshizo de posiciones corta muy por encima de cero.

Informe Gotham sobre Grifols (4)

Afirmación Gotham

La mayor parte de los beneficios corresponden a socios externos.

Comentario ponente

Aparecía en las cuentas

Informe Gotham sobre Grifols (5)

Afirmación Gotham

Préstamo a Scranton de 95 millones de \$ en 2018

Comentario ponente

Se menciona en la memoria, pero no en el informe anual de gobierno corporativo

CNMV: Año 2018: préstamo otorgado a Scranton Plasma B.V., por importe de 80.151 miles de euros (95 millones USD), como parte de la compra de Haema AG y BPC Plasma Inc. La entidad **desglosa** el saldo resultante de la operación y de manera narrativa, **en las notas de la memoria** consolidada, pero no se desglosaba como tal en el cuadro de las operaciones realizadas en el ejercicio. En los ejercicios 2019 a 2022 dicho préstamo sigue desglosándose como saldo con otras partes vinculadas. No ha sido objeto de desglose alguno en el IAGC.

Informe Gotham sobre Grifols (y 6)

Afirmación Gotham

Grifols tiene operaciones de reversal factoring (confirming) que no menciona en sus EEFF.

Comentario ponente

Puede considerarse como deuda financiera en algunos casos. Las NIIF no lo definen, aunque algunas empresas importantes ya lo hacen.

El ICAC ha emitido un regla al respecto.

CNMV: El importe de saldos de confirming (reverse factoring) del grupo Grifols es **claramente inmaterial** para la imagen fiel de la situación financiero patrimonial del grupo Grifols en los ejercicios 2022 y 2021 y, por lo tanto, la CNMV no realizará actuaciones de supervisión adicionales. La CNMV considera que un factoring sin recurso, tal y como Grifols lo describe y clasifica en sus informes financieros anuales consolidados, no es computable como deuda financiera.

Artículo ponente

<https://www.ieb.es/el-confirming-en-la-evaluacion-de-riesgos-cuenta-comercial-a-pagar-o-deuda-financiera/>

Los informes de la CNMV

Informes CNMV

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bda6f96f5-4b13-4599-bbd3-c753049616f0%7D>

CNMV alertando uso APM. 17 de abril de 2023

Uno de los principios básicos y fundamentales de las directrices es que **las APM no se presentarán con mayor prominencia,** énfasis o autoridad que las medidas que se obtienen directamente de los estados financieros, no debiendo, en consecuencia, las APM desviar la atención de la presentación de las medidas derivadas directamente de los estados financieros.

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7Bdb609f21-bb23-42fa-95e4-e0309dd183d7%7D>

Informe inicial CNMV. 23 de enero de 2024

No es posible, obviamente, anticipar dichas conclusiones ni las actuaciones correspondientes en la fase actual, **ni tampoco hay evidencias** a día de hoy, con la información pública disponible, **de que la información publicada y auditada de Grifols no sea conforme con la normativa**

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b8f94660e-6179-4884-9916-18c73bc5e7f2%7d>

Informe CNMV. 21 de marzo de 2024. Página siguiente.

Conclusiones CNMV. 21 marzo 2024

- Como se detalla en la presente comunicación, la CNMV **no identifica actualmente la necesidad de llevar a cabo reformulación alguna de las cuentas de Grifols**. Del mismo modo, **no se aprecia la necesidad de proceder a una re-expresión en las diversas cuestiones analizadas más arriba, con la excepción de la cuestión detallada en la sección 2.f**, sobre la que la CNMV considera probable que sea necesario reexpresar la cuenta de pérdidas y ganancias de 2022 y 2023 por el eventual impacto de la revisión de la operación de Inmunotek, cuando concluya el análisis de este punto.
- **La deficiencia de mayor relevancia consiste, a juicio de la CNMV, en el uso del EBITDA ajustado** sin excluir los resultados atribuibles a las participaciones no controladas a la hora de explicar la ratio de apalancamiento financiero del grupo Grifols y su capacidad financiera para satisfacer la deuda, lo cual no es conforme con las obligaciones legales de reflejar información útil, relevante, objetiva y neutral. Adicionalmente, Grifols tampoco publicaba la información necesaria para que los inversores pudieran calcular el EBITDA excluyendo dichos resultados.
- **No debe denominar inadecuadamente elementos como no recurrentes, infrecuentes o inusuales**. En ese sentido, partidas que afectaron al periodo pasado y afectarán al futuro serán raramente consideradas como no recurrentes, infrecuentes o inusuales, como pueden ser los costes de **reestructuración o las pérdidas de deterioro. (se comenta después)**

Sección 2.f (necesario reexpresar)

2.f. La CNMV considera que el tratamiento contable dado al acuerdo de colaboración con ImmunoTek GH, LLC., y por el que se creaba la sociedad Biotek America LLC., en los informes financieros anuales consolidados de Grifols de los ejercicios 2022 y 2021 no era adecuado. En lugar de como una inversión financiera, debería haberse registrado como una **operación conjunta**, de acuerdo con lo señalado en la NIIF 11 Acuerdos conjuntos, y haber registrado el interés de Grifols en los activos, pasivos y resultados de la operación conjunta. En el informe financiero anual consolidado del ejercicio 2023 este acuerdo de colaboración se ha presentado, de manera prospectiva, con un ajuste negativo contra reservas de 39,3 millones de euros, de los que 33,3 millones se referirían al resultado de 2022, como una operación conjunta desde el 1 de enero de 2023, y se han integrado los activos y pasivos de dicha operación, si bien, no habrían incorporado los resultados del ejercicio 2023, cuyo importe está pendiente de concretar, pero podría situarse en el **entorno de los 15 millones € de pérdidas**. Las cifras de resultados de la operación conjunta de los ejercicios 2022 y 2023 no registrados en la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de Grifols podrían llegar a considerarse materiales (a fecha actual, los ajustes 4/10 negativos serían de 33,3 millones de euros en el ejercicio 2022 y de 15 millones en 2023) , lo cual podría dar lugar, en tal caso, a una re-expresión de las cifras comparativas en su próxima información financiera, ya sea la del primer semestre de 2024, o una anterior, en el supuesto de que la entidad publique resultados del 1º trimestre. No obstante, está pendiente de obtener detalles adicionales de la contabilización realizada de esta operación en las cuentas anuales consolidadas de 2023. En caso de concluir la CNMV sobre la necesidad de esta re-expresión, se remitiría el oportuno requerimiento. De manera adicional, la información suministrada en el informe financiero anual consolidado de los ejercicios 2022 y 2021 no era suficiente para conocer los riesgos y beneficios que estaba asumiendo Grifols en este acuerdo de colaboración, entre otros, los compromisos de inversión por alrededor de 520 millones de euros. Esta información sí se desglosa en el informe financiero anual consolidado del ejercicio 2023.

Situación actual

Cotizaciones

En el momento de cerrar esta presentación, la cotización de Grifols se ha recuperado hasta los 9,52, lejos de la cotización de 6,90 euros del 6 de marzo, pero lejos también de los 14,24 euros con los que cotizaba antes de aparecer el informe de Gotham.

Resumen de mercados > Grifols SA Class A

9,52 EUR

+ Seguir

-4,42 (-31,72 %) ↓ últimos 6 meses

5 jun, 17:36 CEST • Renuncia de responsabilidad

1 D | 5 D | 1 M | 6 M | YTD | 1 A | 5 A | Máx.



Reclamaciones cruzadas siguen vigentes

<https://www.eleconomista.es/salud/noticias/12624994/01/24/una-docena-de-bufetes-en-estados-unidos-y-espana-preparan-demandas-contr-grifols.html>

Una docena de bufetes en Estados Unidos y España preparan demandas contra Grifols

<https://cincodias.elpais.com/companias/2024-01-26/grifols-demanda-a-gotham-city-en-ee-uu-y-pide-una-compensacion-economica.html>

Grifols demanda a Gotham City en EE UU por “falsedades” y pide una compensación económica

<https://www.lavanguardia.com/economia/20240118/9500085/grifols-contrata-bufete-proskauer-demandar-gotham-ee-uu.html>

Grifols contrata al bufete Proskauer para demandar a Gotham en EE.UU.

Análisis del caso

El derecho del analista

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.

Este hecho no es baladí, pues desvía la atención del inversor. ¿Qué es lo relevante?

¿QUÉ LAS CUENTAS ESTÉN BIEN HECHAS O NO? O ¿QUE LA EMPRESA VAYA BIEN O NO?

No lo mismo una opinión que una acusación

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... y parece que ese no es el caso en nada sustancial.

Hasta que punto las denuncias y las acusaciones no deberían hacerse obligatoriamente ante las autoridades competentes. Por supuesto sin disclaimer. Sino al contrario, aportando garantías para resarcir en caso negativo.

¿Un juez admitiría un acusación con un disclaimer?

¿No debería la CNMV haber exigido formalmente y públicamente a Gotham la presentación de sus denuncias y acusaciones ante ella, sin disclaimer y con garantías? Más en el caso de una auditoría de una big four.

El impacto mediático de la acusación es mayor que el la opinión

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.

El disclaimer es sorprendente

Por otro lado, es curioso el amplio disclaimer 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”.

Se dice una cosa y, aparentemente, se pretende la contraria.

Preocupación en el mercado

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?

Algunos perjuicios se producirán en todo caso

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

Vaya bien o mal la empresa (cosa que no se ha despejado aún por el ruido de las acusaciones que han oscurecido las opiniones) el coste de las disputas judiciales y el reputacional es inevitable.

Mención importante CNMV

Comentario de la CNMV ya citado: No debe denominar inadecuadamente elementos como no recurrentes, infrecuentes o inusuales. En ese sentido, partidas que afectaron al periodo pasado y afectarán al futuro serán raramente consideradas como no recurrentes, **infrecuentes** o inusuales, como pueden ser los costes de reestructuración o las **pérdidas de deterioro**.

POR ALGO NO REGULAN LAS NORMAS CONTABLES LAS PARTIDAS INFRECIENTES

VER PÁGINAS SIGUIENTES

Millones de euros

2020

	Resultado ajustado	Ajustes	Resultado contable
Conciliación de los resultados ajustables con los resultados contables			
Margen de intereses	31.994	—	31.994
Comisiones netas	10.015	—	10.015
Resultado por operaciones financieras*	2.187	—	2.187
Otros resultados de explotación**	404	(321)	83
Margen bruto	44.600	(321)	44.279
Gastos de administración y amortizaciones	(20.967)	(163)	(21.130)
Margen neto***	23.633	(484)	23.149
Dotaciones por insolvencias****	(12.174)	(258)	(12.432)
Otros resultados y dotaciones*****	(1.785)	(11.008)	(12.793)
Resultado antes de impuestos	9.674	(11.750)	(2.076)
Impuesto sobre beneficios	(3.516)	(2.116)	(5.632)
Resultado del ejercicio ajustado procedente de actividades continuadas	6.158	(13.866)	(7.708)
Resultado de operaciones interrumpidas (neto)	—	—	—
Resultado ajustado consolidado del ejercicio	6.158	(13.866)	(7.708)
Resultado atribuido a intereses minoritarios (participaciones no dominantes)	1.077	(14)	1.063
Beneficio atribuido a los propietarios de la dominante	5.081	(13.852)	(8.771)

* Resultado por operaciones financieras incluye las siguientes partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias estatutaria, que se presentan netos para informes internos e informes de gestión: 'Ganancias o pérdidas al dar de baja en cuentas activos y pasivos financieros no valorados a valor razonable con cambios en resultados, netas', 'Ganancias o pérdidas por activos y pasivos financieros mantenidos para negociar, netas', 'Ganancias o pérdidas por activos financieros no destinados a negociación valorados obligatoriamente a valor razonable con cambios en resultados, netas', 'Ganancias o pérdidas por activos y pasivos financieros designados a valor razonable con cambios en resultados, netas', 'Ganancias o pérdidas resultantes de la contabilidad de coberturas, netas y Diferencias de cambio, netas'.

** Otros resultados de explotación incluye las siguientes partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias estatutaria, que se presentan netos para informes internos e informes de gestión: 'Ingresos por dividendos', 'Resultado de entidades valoradas por el método de la participación', 'Otros ingresos de explotación', 'Otros gastos de explotación', 'Ingresos de activos amparados por contratos de seguro o reaseguro' y 'Gastos de pasivos amparados por contratos de seguro o reaseguro.'

- *** El Margen neto es utilizado como reporte interno a la dirección del Grupo pero no es un epígrafe de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada estatutaria.
- **** 'Dotaciones por insolvencias' está incluido en la partida de la cuenta de pérdidas y ganancias estatutaria de 'Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de activos financieros no valorados a valor razonable con cambios en resultados y pérdidas o ganancias netas por modificación'. Adicionalmente incluye una dotación de 50 millones de euros correspondientes principalmente a resultados por compromisos y riesgos contingentes incluido en la partida de la cuenta de pérdidas y ganancias estatutaria de 'Provisiones o Reversión de provisiones'.
- ***** 'Otros resultados y dotaciones' incluye las siguientes partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias estatutaria, que se presentan netos para informes internos e informes de gestión: 'Provisiones o reversión de provisiones' excepto una dotación de 50 millones de euros correspondientes principalmente a resultados por compromisos y riesgos contingentes; 'Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de inversiones en negocios conjuntos o asociadas'; 'Deterioro del valor o reversión del deterioro del valor de activos no financieros'; 'Ganancias o pérdidas al dar de baja en cuentas activos no financieros, netas'; 'Fondo de Comercio negativo reconocido en resultados' y 'Ganancias o pérdidas procedentes de activos no corrientes y grupos enajenables de elementos clasificados como mantenidos para la venta no admisibles como actividades interrumpidas'.

Explicación de los ajustes:

- Ajuste de la valoración de los fondos de comercio originados en las adquisiciones del Grupo por importe de -10.100 millones de euros, que se recogen en la línea de 'Otros resultados y dotaciones'.
- Ajuste a la valoración de los activos por impuestos diferidos del grupo consolidado tributario en España por importe de -2.500 millones de euros, que se recogen en la línea 'Impuestos sobre Beneficios'.
- Costes de reestructuración por impacto neto de -1.114 millones de euros, que se recogen por su importe bruto principalmente en la línea de 'Otros resultados y dotaciones'.
- Otros cargos por -138 millones (relacionados con ventas de cartera morosa en España, cancelación de costes de compromisos por pensiones y otros gastos), que se recogen por su importe bruto en la línea de 'Otros resultados y dotaciones', 'dotaciones por insolvencias' y 'Gastos de administración y amortizaciones'.

Actuación CNMV

¿era obligada su intervención?

¿no debía haber requerido una denuncia formal, SIN DISCLAIMER?

Gotham ya ha atacado más veces pero ¿lo ha hecho con una empresa auditada por una big four?

¿Y si todo es falso?

¿Y si lo es parcialmente?

La SEC ha delegado en la CNMV

E EMPRESAS

La SEC vigila a Grifols, pero deja la investigación a la CNMV

SERGIO SÁIZ Nueva York

22 ABR. 2024 - 21:31



Conclusiones del ponente



Conclusiones del ponente

- Es necesario regular estas situaciones de forma apropiada. ¿Puede alguien dirigirse a un supervisor a través de la publicación de un informe?
- Un juez no aceptaría una denuncia o acusación, precedida de un disclaimer.
- La CNMV probablemente actuó para evitar males mayores.
- El mercado está confuso.
- Aparentemente, existen debilidades y fortalezas en Grifols que deben ser analizadas convenientemente.
- Las denuncias y acusaciones han oscurecido el análisis.
- Se necesitan análisis independientes y eso es difícil.
- En todo esto, la figura del experto contable se hecha de menos.

ANEXOS






ANEXO I

DISCLAIMER DE GOTHAM PRECEDIENDO A SU INFORME SOBRE GRIFOLS




Disclaimer: This report (the “Report”) has been produced by GOTHAM CITY RESEARCH LLC (“GCR”), an affiliate of General Industrial Partners LLP (“GIP”). GIP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom (FRN 705149) and is a Registered Investment Advisor with the U.S. Securities and Exchange Commission (CIK 0001719883). GCR is not registered as an investment advisor in any jurisdiction. GCR is not an independent analyst nor an investment firm nor a credit institution and **its main business is not to produce investment recommendations** within the meaning of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse; GCR is not an expert within the meaning of the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014. **This Report is for informational purposes only and is not an offer or solicitation to buy or sell any investment product.**

GCR is not proposing any particular investment proposal nor a particular investment decision nor recommending or suggesting an investment strategy, explicitly or implicitly, concerning Grifols, S.A. and therefore the Report is not information recommending or suggesting an investment strategy or investment recommendation nor other information recommending or suggesting an investment strategy within the meaning of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse and the Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No 596/2014.




Our research expresses our opinions, which we have based upon publicly obtainable information, field research, inferences and deductions through our due diligence and analytical process.

Our research and Report include forward-looking statements, estimates, projections, and opinions prepared with respect to, among other things, certain accounting, legal, and regulatory issues the issuer faces and the potential impact of those issues on its future business, financial condition and results of operations, as well as more generally, the issuer's anticipated operating performance, access to capital markets, market conditions, assets and liabilities. **Such statements, estimates, projections and opinions may prove to be substantially inaccurate and are inherently subject to significant risks and uncertainties beyond GOTHAM CITY RESEARCH LLC's and its affiliates' control. No representation is made, or warranty given as to the accuracy, completeness, achievability or reasonableness of such statements of opinion**




You agree to do your own research and due diligence before making any investment decision with respect to securities covered herein. **You represent to GCR that you have sufficient investment sophistication to critically assess the information, analysis, and opinions in this Report. In no event will you hold GOTHAM CITY RESEARCH LLC or any affiliated and related parties liable for any direct or indirect trading losses caused by any information in this Report.**

Affiliated and related parties include, but are not limited to partners, principals, officers, directors, employees, members, clients, investors, advisors, consultants and agents. In no event shall GOTHAM CITY RESEARCH LLC or their affiliates and their related persons be liable for any claims, losses, costs or damages of any kind, including direct, indirect, punitive, exemplary, incidental, special or, consequential damages, arising out of or in any way connected with any content of this Report. You further agree that you will not communicate the contents of this report to any other person unless that person has agreed to be bound by these same terms.



CONFLICT OF INTEREST: At the time of publication of this Report, **GOTHAM** CITY RESEARCH LLC, its affiliates, or related persons (possibly along with or through its members, partners, affiliates, employees, and/or consultants), **hold short positions in the issuer mentioned in this Report in excess of 0.5%** calculated in accordance with Article 3 of Regulation (EU) No 236/2012 and with Chapters III and IV of Commission Delegated Regulation (EU) No 918/2012 and stand to profit in the event the issuer's stock declines. Thus, while GOTHAM CITY RESEARCH LLC has made every effort to present the information contained in the Report in an objective manner, **the reader of the Report must bear in mind that GOTHAM CITY RESEARCH LLC's interest and that of its affiliates is to see the price of the issuer's stock decline**

A vertical decorative bar on the left side of the page, featuring a golden-yellow background with embossed financial symbols including the dollar sign (\$), the yen sign (¥), and the pound sign (£).

GOTHAM CITY RESEARCH LLC and its affiliates may take additional positions in the issuer (both long and short) at a future date, and disclaim any obligation to notify the market of any such changes except to the extent that it is legally required. For UK recipients: **This Report is only intended for investors who qualify as FCA defined Professional Clients** (the “Recipient(s)”), and who are expected to make their own judgment as to any reliance that they place on the research Report). This document is not suitable for, nor intended for any persons deemed to be a “Retail Client” under the FCA Rules. For US recipients: This Report is being distributed in the US in compliance with the Investment Advisors Act 1940. The information contained in **this Report is intended solely for institutional investors only** and may not be used or relied upon by any other person for any purpose. Such information is provided for informational purposes only and does not constitute a solicitation to buy or an offer to sell any securities under any U.S. federal or state securities laws, rules or regulations



ANEXO II

INFORME DE GOTHAM SOBRE GRIFOLS

GOTHAM CITY RESEARCH'S OPINIONS

- GRF manipulates reported debt & EBITDA to artificially reduce reported leverage to 6x which we believe is closer to 10x-13x.
- Both GRF and Scranton Enterprises (a Grifols family vehicle) fully consolidate BPC + Haema onto their financial statements. This treatment is materially deceptive and incorrect.
- Should our estimate of the Grifols' true leverage be correct, GRF will face notably higher financing costs. Consequently, we believe shares are uninvestable, likely zero.

SUMMARY OF THE BASES OF OPINIONS

- GRF has fully consolidated BPC + Haema since 2018 - despite owning zero percent of each. GRF does not disclose how it accounts for this treatment in its 2022 & 2021 Annual reports.
- 40.1% of 2022 GRF profit attributable to NCIs come from BPC + Haema. 99% of GRF's 2023 YTD profit attributable to NCIs.
- Both GRF and Scranton Enterprises fully consolidate BPC + Haema onto their financial statements.
- Grifols lent Scranton \$95 million in 2018. This loan appears tied to the BPC/Haema transaction, yet this loan is undisclosed in Grifols' corporate governance filings .
- Scranton 2021 filing shows an increase in liabilities of EUR 59 million relating to "advance payments from Grifols Worldwide Operations Ltd". This transaction is undisclosed in GRF filings.
- Scranton owns 8.4% of GRF, borrowed EUR350 million against its stake. This activity is undisclosed in GRF filings.

Company: Grifols SA

CEO: Thomas H Glanzmann

Ticker: GRF



Share price: €14.24

Market cap: €8.71B

Enterprise value: €21.67B

52-week high: €15.92

52-week low: €8.37

Shares outstanding: 679M

2023 H1 Leverage: 6.9x

2023 H1 GCR Leverage: 9.6x

2023 H1 net debt: €9.422B

2023 H1 GCR net debt: €8.919B

2023 H1 Adj. EBITDA: €1.361B

2023 H1 GCR EBITDA: €0.928B

- Scranton is levered ~23x and c.100% of its income come from BPC+Haema.
- GRF engages in reverse factoring and does not disclose this activity in its consolidated financial statements.
- NCI has grown from nearly 0% of earnings in 2017 to nearly 100% of net income as of 2023 YTD. GRF fully includes earnings from NCI in its EBITDA per credit agreement, despite not actually having claim to these earnings.
- Grifols purchase of Bio Products centers makes no sense to us given the implied price per center is \$14.8 million per center. We estimate the cost is ~\$3 million per center.
- Grifols' EUR124 million advanced payment to Immunotek

appears to be an unexplained outflow of cash not relate to the development of these centers.

* Grifols CEO Thomas Glanzmann has been with GRF since 2006. He has been vice chairman since 2017 and on the board when the suspect transactions we describe in this report occurred.

2022 FCF: -€1.99B

2004-2022 total FCF: -€4.41B

FYE: Dec. 31

Auditors: KPMG

Analyst ratings: 20 buy, 5 neutral, 0 sell

Informe completo:

<https://www.gothamcityresearch.com/post/grifols-sa-scranton-and-the-undisclosed-debts>

ENLACES

<https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bda6f96f5-4b13-4599-bbd3-c753049616f0%7D>

CNMV alertando uso APM

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7Bdb609f21-bb23-42fa-95e4-e0309dd183d7%7D>

Informe inicial CNMV

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b8f94660e-6179-4884-9916-18c73bc5e7f2%7d>

Informe CNMV marzo 24

https://aeca.es/wp-content/uploads/2024/02/consejeros_fh_feb24.pdf

Artículo FH en Consejeros



GRÀCIES!
!GRACIAS!
THANKS!