



¿Quo Vadis Repsol YPF?

La venta del 20,01% de la petrolera hispano-argentina Repsol YPF, en manos de la constructora Sacyr Vallehermoso, ha desatado un terremoto con réplicas transoceánicas. Primero, porque la compañía es estratégica para los intereses de dos países, España y Argentina, cuyos respectivos Gobiernos siguen con atención todos los movimientos. Segundo, por la relevancia de todas las partes implicadas, como los principales bancos acreedores de Sacyr, Santander y Citigroup, o los potenciales compradores, petroleras de todo el mundo que ven la posibilidad de asentar sus yacimientos en Europa y Latinoamérica con una sólo movimiento. En este último punto, destaca el interés de la rusa Lukoil, que en varias ocasiones ha parecido estar a punto de cerrar la compra, aunque ésta se vislumbra cada vez más difícil, entre otros motivos, por el alto precio que pide Sacyr y los actuales problemas de crédito. Además, su origen soviético se mira con desconfianza desde diferentes estancias, que prefieren un socio europeo o americano para la primera petrolera española y argentina.

Sin embargo, encontrarle novia a Repsol YPF tampoco resulta una tarea fácil. Sobre todo, por el elevado precio que pide Sacyr Vallehermoso por su participación, en torno a 27 euros (37,7 dólares) por título, frente a la horquilla de entre 14 y 15 euros (19,5 y 21 dólares) en que cotiza actualmente la petrolera. Esta fuerte diferencia responde al elevado precio que pagó la constructora hace dos años, 26,75 euros por acción, que financió, en su mayoría, con un crédito de 5.175 millones de euros (7.233 millones de dólares) concedido por un sindicato de bancos a cuya cabeza están Santander y Citigroup. Ahora, estas entidades ven peligrar sus intereses, debido a que Sacyr puso como garantía del crédito las mismas acciones que estaba comprando, es decir, el 20,01% de Repsol YPF... y el desplome de la petrolera en bolsa ha convertido este aval en papel mojado.

Una realidad que lleva a Rafael Pampillón, director del Área de Economía del IE Business School, a afirmar que "Repsol YPF no debería actuar en busca de un socio. Sacyr Vallehermoso es una empresa que está muy mal, prácticamente quebrada, y al final será de los bancos, por tanto, serán éstos quienes se deberán quedar con el 20,01% de la petrolera. Eso sería lo natural". Esta afirmación enlaza con las noticias que han ido surgiendo en las últimas semanas sobre el protagonismo que han asumido las entidades acreedoras de Sacyr para intentar encontrar un comprador a su participación en Repsol YPF. De hecho, la constructora ha encargado a Citigroup y al alemán Dresdner la labor de localizar compañías interesadas.

Pero el escollo del precio seguirá presente en cualquier negociación. Mauro F. Guillén, director del Instituto Lauder de Wharton, señala que "es posible que nadie quiera pagar una prima tan elevada en estos momentos. Los precios de los activos están por los suelos. Esperemos que el mercado repunte para que todo el mundo consiga lo que quiere". A este razonamiento se unen los intereses políticos. Y aquí se abren dos importantes cuestiones. Por una parte, ¿corre el riesgo Repsol YPF de

perder su independencia? Y por otra, ¿qué comprador se ajusta más a los intereses de España y Argentina?

Intereses políticos

En principio, el origen soviético de Lukoil es visto con desconfianza en varios frentes de la opinión pública española. Sin embargo, su condición de empresa privada y el hecho de que tenga como accionista de referencia a la petrolera estadounidense ConocoPhillips, dueña del 20% del capital, han permitido a la rusa seguir avanzando en las negociaciones, aunque con dificultades. Sobre todo, en comparación con otros potenciales candidatos, como la francesa Total, cuyo posible interés despierta menos recelos. También se ha intentado jugar la baza de los fondos soberanos árabes, que entrarían en el accionariado de Repsol sin intenciones de controlar la empresa y con el único objetivo de sacar rentabilidad a su inversión, lo que dejaría fuera de peligro la independencia de la petrolera.

Quizás, el más claro ejemplo de las trabas políticas que está encontrando Lukoil para cerrar la operación (además del señalado escollo del precio) es su perfecto encaje con Repsol YPF, desde un punto de vista puramente empresarial. La rusa es la segunda petrolera privada del mundo por reservas probadas de hidrocarburos y está presente en los yacimientos con mayor potencial de Siberia y los Urales, pero necesita ganar presencia en Latinoamérica, una puerta que le abriría Repsol YPF, con el añadido de poder servir comercialmente a Estados Unidos. Si a esta lógica empresarial se une el interés de los españoles por vender y de los rusos por comprar, ¿por qué lleva tantos meses negociándose la operación sin llegar nunca a cerrarse?

El profesor Guillén responde a esta pregunta con la siguiente reflexión: "Para Lukoil, adquirir el 20% de Repsol YPF es una tajada apetitosa, por la distribución. Para la compañía española supone, quizás, salir del atolladero en el que se encuentra: es una potencia gasista, pero como petrolera no tiene apenas reservas. Sin embargo, con esta operación, Repsol puede perder su independencia, según se estructuren los acuerdos finales. Para Argentina, no supone tanto problema como para España, donde Repsol tiene una proporción del mercado demasiado importante como para perder el control. A todo esto se unen otras muchas incógnitas sobre el futuro de empresas estratégicas para España, como la también petrolera Cepsa o las principales eléctricas del país. Por tanto, se trata de una situación delicada".

Rafael Pampillón coincide con su colega de Wharton en que España tiene más problemas para dar entrada a una compañía rusa en el accionariado de un grupo estratégico nacional que Argentina, cuyo Gobierno, además, mantiene mejores relaciones con el entorno soviético. "Considero que Argentina no tendría ningún problema con Lukoil, porque los Kirchner (la presidenta y su marido, ex presidente del país) tiene muy buenas relaciones con Venezuela y Cuba y están manteniendo acercamientos con Rusia. El reciente viaje de la presidenta Cristina Kirchner es el mejor indicativo de su interés por estrechar relaciones con Rusia", asegura el profesor de IE Business School.

Fue en la segunda semana del pasado mes de diciembre cuando la presidenta argentina viajó a Rusia para reunirse con el premier ruso Vladimir Putin y el presidente Dimitri Medvedev. Aunque todas las partes prefirieron mantener en secreto las cuestiones de fondo de esta reunión, se ha especulado con que Lukoil dejó ver su interés por participar en la exploración *off shore* de las aguas argentinas, donde está presente Repsol YPF, e incluso ofreció a Kirchner abrir una

sede en la capital de su país, Buenos Aires. El ejecutivo latinoamericano, por su parte, vería con buenos ojos la entrada de una compañía rusa en el negocio de las exploraciones.

No obstante, por mucho interés que pueda tener Cristina Kirchner por estrechar lazos con el Kremlin, en el caso concreto de esta operación, el profesor Pampillón recuerda que el Gobierno argentino necesita cuidar a los inversores extranjeros que tiene actualmente, como Repsol YPF. "El Ejecutivo ha cometido errores de libro en los últimos años, como pasó con la nacionalización de los planes de pensiones privados pero ahora está obligado a hacer gestos en favor de las compañías extranjeras, debido a la encrucijada en que se encuentra la economía del país, debido a la caída del crudo y del precio de las materias primas, entre otros aspectos. Todo esto le obliga a un cambio de actitud con los inversores extranjeros".

Consenso de intereses

También se ha hablado mucho sobre la *acción de oro* o derecho de veto que conserva el Gobierno de Kirchner en YPF y que podría llegar a bloquear cualquier operación sobre el 20% de Repsol. Aunque existen discrepancias sobre el alcance real de este derecho de veto (algunos expertos apuntan que sería suficiente para evitar la operación mientras que otros descartan tal posibilidad), lo cierto es que añade otro ingrediente de protagonismo político sobre el futuro de la petrolera. El Gobierno español, cuando privatizó las grandes compañías energéticas del país, también se reservó una opción similar, que la Unión Europea le obligó a retirar. Sin embargo, en momentos como el actual, muchos se preguntan si no hubiera sido preferible reservarse algún mecanismo de defensa.

El profesor Mauro Guillén admite que quizás, para preservar la independencia de Repsol YPF, "se podría reinstaurar la acción de oro o algún tipo de control administrativo", aunque admite que "Bruselas objetaría. Es una situación muy delicada, pero está claro que Repsol necesita un socio". Ese compañero de viaje será más ideal cuanto mejor encaje con los intereses de los gobiernos españoles y argentinos. Y un candidato que apunta Rafael Pampillón es la brasileña Petrobrás. "Sería la compañía que mejor equilibraría los intereses de ambos países, realmente, la considero una gran solución de consenso, porque se trata de un aliado natural", asegura.

Por una parte, ya comparte intereses con Repsol YPF, sobre todo, dentro del consorcio que el pasado mes de junio descubrió en aguas profundas de la cuenca de Santos, en Brasil, un yacimiento de recursos de petróleo de alta calidad. Otro aspecto que juega a favor de Petrobrás, según el profesor de IE Business School, es "que se trata de una compañía próxima a Argentina y con buenas relaciones con Estados Unidos, otro frente que los Kirchner están interesados en solucionar".

Sin embargo, la petrolera brasileña negó a finales del pasado mes de noviembre que estuviera interesada en adquirir los títulos de Repsol YPF. Un desmentido que se suma al rosario de negativas que petroleras de todo el mundo han venido realizando desde que Sacyr Vallehermoso empezó a buscar un comprador para sus acciones, a finales del pasado verano. No obstante, a esta partida de póker parecen quedarle todavía muchas cartas por jugar y, en cualquier momento, los jugadores participantes cambiar de estrategia