

# EL FUTURO DE LA OPAS

UNA de las pesadillas de los pequeños accionistas es que los grandes pacten a sus espaldas la compraventa de unos porcentajes inferiores al cien por cien de la empresa sin necesidad, por tanto, de “luz y taquígrafos”. Sin embargo esto podría cambiar en breve cuando se apruebe la ley que modificará la actual regulación de las opas en España.



Las opas parciales suelen pactarse entre los grandes accionistas.

## TOMÁS PASTOR

EN LOS MERCADOS de renta variable españoles son frecuentes las operaciones en las que cambian de mano porcentajes considerables de empresas acordados entre los accionistas mayoritarios. Así ha sido en las últimas, como la compra por ACS del 22 por ciento que poseía el BSCH en la eléctrica Unión Fenosa y la absorción por Sacyr de Vallehermoso. Los minoritarios apenas se beneficiaron de los intercambios. En cambio, en las opas sobre Endesa, las dos empresas ofertantes, Gas Natural y EON, pretenden ha-

## Presidente con un 22 por ciento

LA dispersión del accionariado de una empresa que tiene su capital repartido en millones de títulos y la abstención de muchos inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones anglosajones) de la gestión cotidiana hacen que en los consejos de administración la presencia de la propiedad sea escasa. Como consta en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, hay consejeros de grandes empresas que no poseen más que un puñado de acciones, aunque cobran jugosas retribuciones.

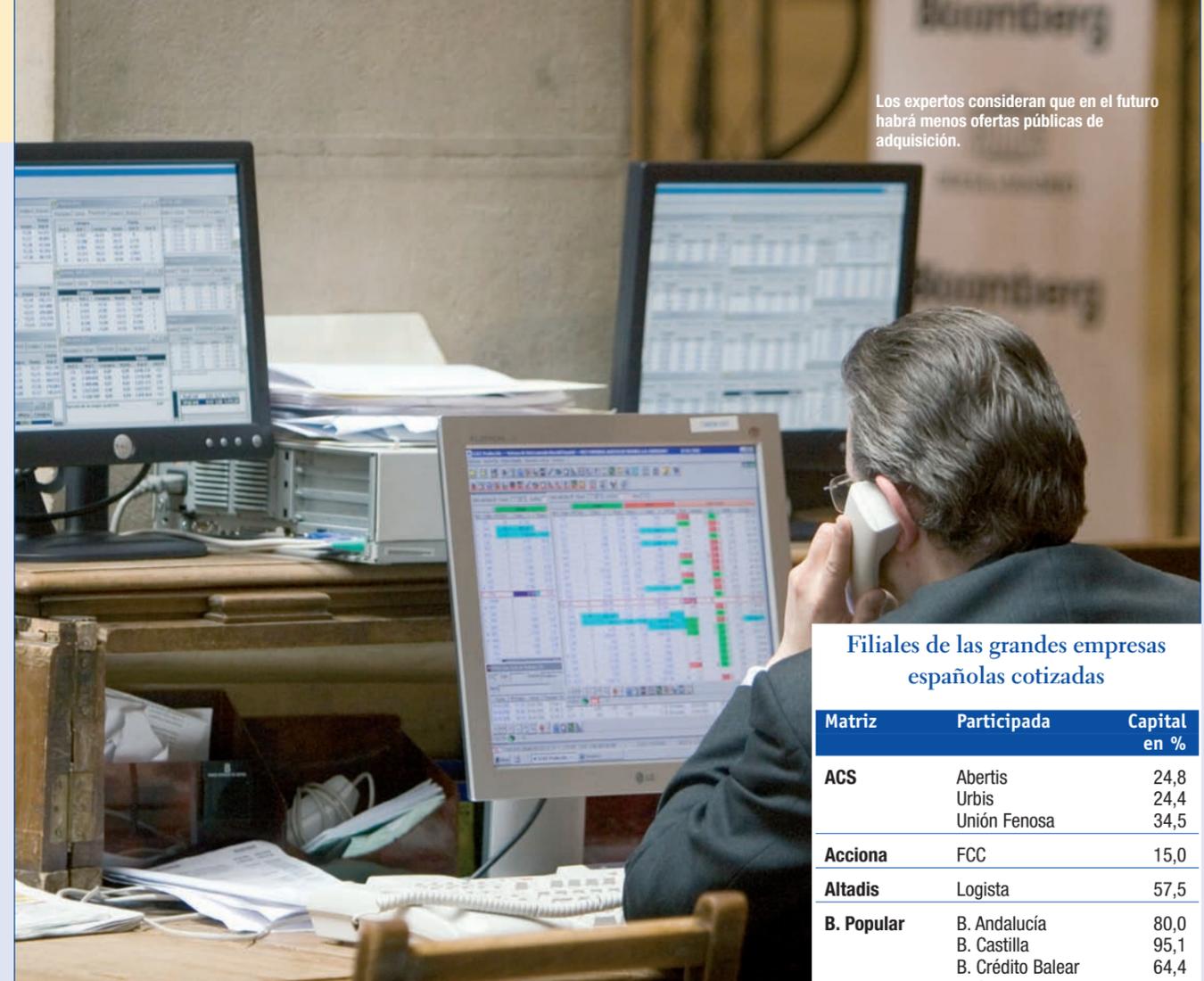
La última gran operación bursátil realizada en los mercados españoles, la compra por ACS al BSCH de un 22 por ciento del capital de la eléctrica de Unión Fenosa, ha acarreado que la constructora nombre el presidente. Es decir, la voluntad de la cuarta parte del accionariado se ha impuesto al resto.

cerse con el cien por cien del accionariado, lo que ha implicado a los particulares en unas operaciones empresariales que, de haber afectado sólo a la mitad del capital social o menos, no habrían interesado tanto, porque se habría decidido en los consejos de administración.

En España, de momento, son posibles las opas por un porcentaje de la empresa deseada, aunque ello implique hacerse con el control de la compañía, una excepción en el panorama de la Unión Europea. Por ello Bruselas insiste en que nuestro país transponga la Directiva comunitaria sobre esta materia. El gobierno de José Luis Rodríguez

Zapatero, que tenía de plazo hasta el 20 de mayo para cumplir la orden, finalmente presentó el pasado 12 de junio el esperado Anteproyecto de reforma de la ley de opas.

**Directiva a la española.** El Anteproyecto de Ley de Ofertas Públicas de Adquisición no tiene en cuenta, como hasta ahora, el porcentaje de control sobre el capital social de la compañía, sino que atiende a los derechos de voto en las empresas reguladas por esta nueva normativa, según la agencia Efe. El texto, que se tramitará por la vía de urgencia para que se apruebe en el Congreso entre diciembre y enero de 2007 y que



Los expertos consideran que en el futuro habrá menos ofertas públicas de adquisición.

## Filiales de las grandes empresas españolas cotizadas

| Matriz      | Participada       | Capital en % |
|-------------|-------------------|--------------|
| ACS         | Abertis           | 24,8         |
|             | Urbis             | 24,4         |
|             | Unión Fenosa      | 34,5         |
| Acciona     | FCC               | 15,0         |
| Altadis     | Logista           | 57,5         |
| B. Popular  | B. Andalucía      | 80,0         |
|             | B. Castilla       | 95,1         |
|             | B. Crédito Balear | 64,4         |
|             | B. Galicia        | 93,0         |
|             | B. Vasconia       | 96,8         |
| BSCH        | Antena 3 TV       | 10,0         |
|             | Banesto           | 87,3         |
|             | Cepsa             | 45,5         |
|             | Urbis             | 51,7         |
| BBVA        | Promobanc         | 99,6         |
|             | Cem. Leonesa      | 6,5          |
|             | Iberdrola         | 4,9          |
|             | Iberia            | 7,0          |
|             | Repsol YPF        | 5,1          |
|             | Telefónica        | 5,0          |
| Bankinter   | Tubos Reunidos    | 22,0         |
|             | Ence              | 6,5          |
| Ferroviario | Cintra            | 62,0         |
|             | Europistas        | 32,4         |
| FCC         | Portland          | 58,8         |
| Gas Natural | Enagas            | 9,9          |
| Iberdrola   | Gamesa            | 6,6          |
| NH Hoteles  | Sotogrande        | 78,5         |
| Prisa       | Sogecable         | 44,5         |
| Sacyr       | Testa             | 99,2         |
| Telefónica  | Amper             | 6,1          |
|             | Sogecable         | 22,2         |
|             | T. Móviles        | 92,9         |
|             | TPI               | 59,9         |

Fuente: CNMV

será desarrollado reglamentariamente, simplifica el actual sistema español de opas al eliminar la obligación de lanzar ofertas parciales en determinados supuestos. El sistema vigente obliga a presentar a priori una oferta cuando se registren aumentos en el paquete de acciones entre el 25 y el 50 por ciento del capital, lo que se denomina “opas parciales”. Según el anteproyecto los “convenios o acuerdos” que puedan tener diferentes accionistas y que afecten al “control de la sociedad cotizada” como, por ejemplo, los denominados pactos “parasociales” también se tendrán en cuenta para los supuestos de obligación de lanzamiento de opas totales. Además, como transición entre la actual normativa y la nueva, se establece que, durante los 24 meses posteriores a la entrada en vigor de la ley, deberá lanzar una opa “quien posea un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento a la entrada en vigor de la presente Ley e incre-

mente dicha participación en la cuantía y plazo que se determinen” reglamentariamente. El texto también contempla que los administradores de la sociedad opada podrán defenderse de la oferta siempre que cuenten con la “autorización previa” de al menos dos tercios de los derechos de voto en la Junta General de Accionistas. Esa condición, sin embargo, no será aplicable cuando las empresas objeto de una opa deseen buscar otras ofertas competidoras o cuando tengan que enfrentarse a empresas que no están obligadas a cumplir estos mismos requisitos, que previsiblemente se establecerán en los países de la Unión Europea.

**La ley y los blindajes.** Por otro lado, las empresas que cuenten con blindajes frente a opas deberán comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) cuando entre en vigor la ley si tienen intención de dejar sin efecto

Será obligatorio lanzar una opa por el cien por cien del capital si la participación iguala o supera el 30 por ciento de los derechos de voto



Podríamos asistir a que grandes empresas tengan que pujar por la totalidad de sus participadas.

## Posturas nacionalistas

La defensa del accionista podría ser una excusa para el intervencionismo público, como ocurre en Francia, cuya economía figura entre las más reguladas de la zona euro y cuyo Gobierno está entre los más nacionalistas. En febrero de 2006, el ministro de Finanzas, Thierry Breton, presentó su proyecto para reformar la ley de opas nacional. Una de las medidas incluidas es la autorización a las empresas que sean objeto de opa para vender a sus accionistas títulos a un precio inferior al del mercado, con lo que se complicaría el éxito de las operaciones consideradas hostiles.

dichos blindajes, al ser objeto de este tipo de ofertas. En cualquier caso, el texto fija que, tras una opa, los oferentes que hayan alcanzado el 75 por ciento o más del capital de una cotizada que confiera derechos de voto podrán levantar todos los blindajes en la primera junta de accionistas tras la culminación de la oferta. Además –aclara la Agencia Efe– introduce por primera vez en la normativa española el concepto de compra-ventas forzosas, por el que una empresa que haya conseguido el 90 por ciento o más de los derechos de voto de una cotizada tras una opa podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un “precio equitativo” y viceversa. Asimismo, la nueva normativa establece, en una opa de exclusión, el límite de adquisición de acciones propias en el 10 por ciento mientras que contiene otras medidas para proteger los “legítimos intereses” de los accionistas en “procedimientos equivalentes” a la OPA de exclusión como, por ejemplo, según los expertos, podría ser una fusión por absorción.

El economista Emilio José González cita tres motivos para la reforma de la legislación actual: “En primer término, las operaciones de Unión Fenosa y Vallehermoso, tal y como se han llevado a cabo han supuesto un desprecio total por los intereses de los accionistas minoritarios de las empresas vendidas; en segundo lugar, los casos antes citados representan claramente operaciones de concentración, bien definidas en la Ley de Defensa de la Competencia; y precisamente porque se trata de operaciones de concentración que pueden terminar en fusiones con sus compradores, hay que darlas un tratamiento distinto en la ley de opas, de forma que los dirigentes de las empresas

que se puedan fusionar no impongan a todo el mundo las ecuaciones de canje de acciones que les interese a ellos para llevar a cabo su estrategia de forma más barata”.

La regulación no es sólo importante para los pequeños accionistas, sino, también, para la estabilidad de las empresas.

**Las opas hoy.** La legislación actual sólo obliga a presentar una opa por el 100 por ciento del capital social cuando la participación anterior supere el 50 por ciento o permita el nombramiento de más de la mitad de los consejeros. En cambio, en la Directiva europea la oferta por la totalidad del accionariado es forzosa cuando la participación otorgue “el control de la empresa”, un concepto indeterminado y difuso.

Tras la aprobación de la nueva ley española podíamos asistir a que grandes empresas tengan que pujar por la totalidad de sus participadas, lo que puede afectar a Telefónica, el BSCH, el BBVA, el Popular o FCC. Saldrían así del mercado compañías cotizadas con un *free float* (porcentaje del capital que se mueve libremente en Bolsa) muy bajo; éste fue el caso de Terra, que influyó en su frenética revalorización. Incluso podría darse la paradoja de que Gas Natural, una sociedad controlada por Repsol y por La Caixa, acabase engullida por la petrolera, que posee el 30 por ciento de su capital. Si la opa sobre Endesa triunfase y Repsol tuviese que adquirir el 100 por ciento de Gas Natural, la petrolera acabaría con un inmenso grupo energético, del que tendría que vender gran parte para mantener las reglas de competencia.

Además, las futuras operaciones se encarecerían, pues tendrán que hacerse, como ya hemos dicho, por el 100 por ciento de la empresa objetivo. ■

MIGUEL ÁNGEL BELLOSO

## Capitalismo cañí



No vivimos el mejor clima para el mundo de los negocios en Europa. Los gobiernos se resisten a que las empresas más destacadas del país, sean públicas o privadas, caigan en manos extranjeras. Hay un fervor nacionalista para declarar arbitrariamente estratégico cualquier sector en el que la industria doméstica tenga un tamaño relativamente importante, merecedor de protección administrativa. Hay, en consecuencia, dificultades enormes para practicar el siempre benéfico ejercicio de la hostilidad entre compañías, de la competencia entre las mismas, que suele estimular las compraventas y desatar una figura capital del sistema: la OPA. Este mes se cumple el plazo de que dispone el Gobierno español para adaptar la directiva comunitaria al respecto, y hay una cierta inquietud sobre cuál será la orientación que tome. En mi modesta opinión, ésta debería ser muy clara. La base ideológica de una oferta de adquisición pública, de una opa, es el ofrecimiento generalizado de una misma prima a todos los accionistas de la compañía objeto de deseo. Me dirán ustedes: “Obvio, qué tonterías dice este tipo”. Pues no. Debo prevenirles de que, en este caso, no se trata de tonterías. Dentro

“Dentro del mundo desarrollado, España es el único país, o uno de los pocos en el que todavía es posible hacer opas parciales”

del mundo desarrollado, España es el único país, o uno de los pocos –por si me falla la memoria– en el que todavía es posible hacer opas parciales. ¿Y cuál es el propósito inconfesable pero evidente de una opa parcial? Pues lisa y llanamente el de obtener el control de una sociedad por un precio sensiblemente inferior al de una opa al cien por cien, es decir, al lógico. Los argumentos que se emplean para justificar esta postura son muy discutibles y algunos infumables: el diferente riesgo que corren unos accionistas y otros, el dispar compromiso con la compa-

ña de éstos y aquéllos, la necesidad de obtener blindajes ante tiburones indeseables y cosas por el estilo. Toda esta clase de ardides para blanquear moralmente la insólita existencia de opas parciales son espurios, ocultan el genuino interés de sus promotores y desde luego suponen un perjuicio injustificado para los accionistas minoritarios.

Los últimos años en España han sido prolivos en estas operaciones de diseño empresarial por las que, primero adquiriendo una parte del capital inferior a la legalmente establecida para lanzar una opa, o, con posterioridad, lanzando una opa parcial sobre un mínimo porcentaje adicional de las acciones, algunos grupos destacados se han hecho, ‘de facto’, con el control de compañías importantes. Actuaciones de este tipo ya forzaron al Gobierno del PP a modificar la norma sobre opas, pero como la pericia financiera y la destreza empresarial van siempre muy por delante de la prevención administrativa –y es bueno que así sea–, los abusos se han seguido produciendo, y esto ya es peor. Algunos de estos señores de postín han pagado primas aparentemente escandalosas por porciones de capital relativamente discretas, de modo que, más de una vez, nos hemos quedado perplejos. ¿Cómo es posible? Después de pensar cinco minutos, la respuesta era evidente. La prima incluía la obtención del control total de la empresa por la puerta de atrás. ¿Y cuál es la puerta de atrás? Pues la que está en el extremo contrario de la de delante, de la más franca, de la ortodoxa, que es haber lanzado una opa al cien por cien, pagando la misma prima,

que debiera haber sido probablemente menor, a todos los accionistas.

La próxima Directiva europea que hay que adaptar estos días apuesta claramente por esta opción, pero deja algún vericuetto posible al particularismo que, debidamente interpretado, podría consolidar la modalidad de la opa parcial en España. Sería un

despropósito. Tendríamos que volver a preguntarnos por qué somos el último país de la OCDE en aceptar este sistema, e incluso podríamos sospechar de algún tipo de complicidad política para favorecer que determinados grupos empresariales obtengan beneficios injustificados. Alguien podría decir, y no le faltaría razón, que España ha optado por un tipo de capitalismo cañí.

Miguel Ángel Belloso es vicepresidente del Consejo Editorial del diario “Expansión”.

Los administradores de la sociedad opada podrán oponerse si cuentan con la ‘autorización previa’ de al menos dos tercios de los votos en la Junta General