

La chaise longue

Los pequeños accionistas de Dragados, Vallehermoso y Metrovacesa deben estar compartiendo el mismo dilema que ya sintió el Fausto de Goethe: “¡Dos almas pugnan, ¡ay! dentro de mí!”.

Por un lado el ángel de la gratitud: los accionistas deberían estar encantados por la evolución de sus valores en lo que va de año. Los persistentes rumores sobre inestabilidades accionariales en estas compañías han propiciado unas significativas revalorizaciones. Y en una época en que los osos campan a sus anchas por todas las bolsas del mundo, lo ocurrido en el sector inmobiliario español debería encender una chispa de agradecimiento aun en el más recalcitrante de los corazones inversores.

Frente al ángel de la gratitud, surge el demonio de la envidia. Si a los pequeños accionistas les ha ido bien, a los accionistas de control les ha ido aun mejor. Han logrado vender sus paquetes de acciones con unas primas sustanciales, mediante tres operaciones no solo muy cercanas en el tiempo, sino que también muestran múltiples rasgos comunes: el vendedor ha sido siempre un gran banco, controlador *de facto* de la empresa, y el comprador, un competidor perteneciente a su mismo sector; la estructura ha consistido siempre en una simple venta de un paquete accionarial de algo menos del 25%, sin OPA ni fusión, con una prima de entre un 30% y un 60% sobre el valor de mercado. También sorprende la unanimidad de los titulares periodísticos: en todos los casos se ha descrito lo sucedido como la adquisición por el comprador del control sobre Dragados, Vallehermoso o Metrovacesa.

Reacciones

Las reacciones frente a estas tres operaciones no han tardado en manifestarse. Cómo quizá era de esperar, esas reacciones se han centrado en el aspecto más primario y más evidente: uno de los principios sagrados del derecho bursátil es que, si un comprador paga una prima, esa prima debe ser ofrecida a todos los accionistas, sean grandes o chicos, financieros o de control. En desarrollo de ese principio de equidad, la ley ha introducido las OPA's obligatorias para garantizar que, en un cambio de control, todos los accionistas reciban un trato igualitario. Es evidente que en estos casos el objetivo legal no se ha cumplido: ha habido prima para unos y no para otros, ha habido accionistas más iguales que otros. Para resolver el entuerto, han surgido opiniones que proponen modificar la norma del mercado de valores y ampliar el espectro de la OPA obligatoria,

para que cubra aquellos casos en los que, sin alcanzar el 25%, el adquirente tome el control.

Esta reacción, tan lógica a primera vista, me trajo a la mente un chascarrillo al que mi padre era muy aficionado: es el del alemán que, regresando inesperadamente a su casa, descubre a su mujer y al vecino en situación comprometida sobre la “*chaise longue*” y para zanjar el problema, decide tirar la “*chaise longue*” por la ventana.

Es un error muy frecuente el de confundir efecto con causa, el de intentar tratar el síntoma, sin atacar la enfermedad. Y esto me parece que es lo que está ocurriendo también en este caso.

Remedios

La pregunta fundamental que estas operaciones plantean es la siguiente: ¿si la bolsa es un mercado racional y dispone de toda la información, y si valora una acción en un determinado precio, cómo se justifica que venga un tercero, y pague la mitad más por esa acción? La contestación es bien sencilla: el adquirente está dispuesto a pagar más, porque espera controlar la sociedad y a través de ese control, generar unas rentas adicionales que le recompensen sobradamente por la prima que ha pagado.

Ahora bien, ¿es posible en España que un accionista que posee menos del 25% del capital llegue a controlar una sociedad cotizada? Y si el adquirente de ese paquete además es competidor ¿puede extraer de ella más valor que un accionista de a pie, de forma que recupere la prima pagada? El derecho evidentemente contesta con un no rotundo a ambas preguntas. La bolsa sin embargo contesta que sí: tras la compra el precio de las acciones de las empresas adquiridas no ha incorporado la prima, lo que indica que los pequeños accionistas no confían en extraer un flujo de beneficios igual al del adquirente. Y las acciones de los adquirentes no han sufrido bajadas, lo que muestra que el mercado confía en que ellos sí van a lograr extraer rendimientos que justifiquen la inversión.

Como ha demostrado convincentemente Cándido Paz-Ares en esta misma columna, el gran problema de las sociedades cotizadas en España es que los accionistas de control son capaces de extraer beneficios privados de las sociedades cotizadas, no metiendo la mano en la caja, sino mediante estrategias sofisticadas dotadas de un propósito empresarial plausible (operaciones vinculadas, co-inversiones, información privilegiada, venta de activos, oportunidades de negocio y muchas más).

Y el mercado es plenamente consciente de que esto ocurre con impunidad. Es consciente que la ley mercantil no logra evitar que un accionista, a pesar de tener menos del 25% del capital, *de facto* controle una sociedad cotizada. Por mucho que la ley prevea en teoría una proporcionalidad entre participación en el capital y representación en el consejo de administración, todos sabemos que la realidad es muy otra. Además, los consejeros independientes con frecuencia no cumplen fielmente su obligación de defender los intereses del capital flotante, y finalmente la ley no regula adecuadamente los deberes de lealtad de administradores y socios de referencia (los famosos *fiduciary duties* del derecho anglosajón), lo que facilita que logren extraer rentas adicionales de control.

En una palabra: las operaciones de Dragados, Vallehermoso y Metrocacesa lo que muestran es que el gobierno de las grandes empresas españolas exige una puesta al día (idea con la que, por cierto, ha coincidido Rodrigo Rato en una reciente conferencia).

¿Y la normativa de OPA's? Todos sabemos que necesita reformas: hay que suprimir la OPA parcial, como ya lo hicieron Italia y Francia; hay que abordar el tema de los blindajes estatutarios; hay que reformar las OPA's competidoras. ¿Pero rebajar el límite del 25%, o sustituirlo por una vacuosa definición de toma de control? No es la fórmula seguida en la mayoría de países europeos, que en general comparten el sistema español, aunque con porcentajes más altos. Por muy buenas razones: definiciones vacuosas incrementan la inseguridad jurídica y la discreción del órgano de control. Y en todo caso no solucionan el problema de fondo. Son una "*chaise longue*" volando por una ventana.

Juan Fernández-Armesto