

S(Opa) de (Opa)S

Este verano no solo han ardido los bosques gallegos, sino que también arde la bolsa. Impulsada por un puñado de OPAs, calentada por un río de rumores, ha vuelto a escalar cotizaciones vertiginosas. Los rumores siempre han formado parte del folclore bursátil. Lo que es nuevo es la proliferación de OPAs. En lo que va de año ya se han presentado 19 ofertas públicas. En todo 2005, no fueron más que 13. Y en 2004 solo 9.

¿Las razones? Llevamos disfrutando de un largo ciclo de crecimiento sostenido, impulsado por un mercado financiero en el que los bancos ofrecen financiación muy barata en cantidades casi infinitas. Los operadores intuyen que el ciclo está tocando a su fin; y que la hidra de la inflación encarecerá el dinero. Además, se aproximan cambios legislativos. El Gobierno, azuzado por una Directiva europea, ha publicado por fin un anteproyecto de Ley para reformar la vetusta y desafortunada legislación. La nueva Ley pondrá fin a una de las más injustas características del mercado español: la posibilidad de lanzar OPAs parciales.

OPAs parciales

Si Vd. quiere tomar el control de una compañía cotizada con un mínimo de desembolso, sin ofrecer la prima de control a todos los accionistas, privilegiando a unos y perjudicando a otros, la OPA parcial es su instrumento preferido. Aun puede Vd. mejorar el resultado añadiendo un puñado de consejeros “independientes” pero que cumplan fielmente sus instrucciones, una pequeña fusión con una sociedad de su propiedad y dos o tres operaciones vinculadas. Cuando la nueva Ley entre en vigor el año que viene, las OPAs parciales pertenecerán al pasado. Mientras tanto, la pervivencia de un régimen destinado a desaparecer, crea un incentivo perverso para aprovecharse de lo que hoy aún es legal y mañana dejará de serlo. Sobre todo para accionistas que tengan menos del 30% de una sociedad cotizada: si lanzan ahora una OPA parcial y logran pasar del 30%, consolidarán una posición de dominio, y en el futuro solo podrán ser desalojados mediante una OPA total que cuente con su beneplácito.

Judicialización

Hasta este año, el sistema de OPAs español podía ser tachado de injusto para el accionista minoritario, pero nunca de lento o ineficaz. El proceso para presentar, autorizar y liquidar una OPA está regulado con detalle y con

bastante acierto. La ley concede a la CNMV amplios poderes, que el supervisor ha ejercido siempre con independencia y eficacia. Las decisiones de la CNMV ciertamente pueden ser recurridas a los Tribunales. Pero en la práctica lo fueron en muy contadas ocasiones. Y cuando fueron recurridas, nunca fueron suspendidas ni anuladas. El resultado es que la duración de las OPAs se ha mantenido siempre dentro de lo razonable.

Todo esto está cambiando a pasos agigantados.

La culpa no la tiene la normativa sobre OPAs, sino la de concentraciones empresariales. Ocurre con cada vez con más frecuencia que la oferta, por su tamaño, tiene que ser aprobada por el Consejo de Ministros (o por la Comisión Europea, si alcanza dimensión comunitaria). Lo que la Ley de Defensa de la Competencia permite es que el Gobierno apruebe, veto o condicione la compra, pero únicamente para evitar la creación de monopolios u oligopolios. Pero en la práctica, las decisiones del Gobierno tienen una amplia carga de discrecionalidad. Obedecen más a razones políticas, que a causas competenciales. Son recurribles ante los Tribunales: y los Jueces, con toda la razón, han decidido revisarlas con lupa, porque muchas de ellas exhalan un tufo a arbitrariedad (no solo las del Consejo de Ministros; las de la Comisión europea son también sistemáticamente rechazadas por los Tribunales europeos). Un dato más: la justicia es lenta, mientras que las OPAs son inmediatas, y una vez ejecutadas, irreversibles. Ante este riesgo, un juez legítimamente puede echar mano de una medida cautelar, y paralizar preventivamente todo el proceso.

En esencia, esto es lo que está ocurriendo en el caso de la OPA sobre Endesa, suspendida por el Tribunal Supremo (y por una Juez de lo Mercantil, también por razones de defensa de la competencia). Es cierto que la paralización está causando daños colaterales importantes: pero se justifican en aras a que los jueces depuren si el Consejo de Ministros actuó con legitimidad o con arbitrariedad (y si hubo o no colusión entre dos competidores de Endesa).

Descubierto el camino de que un juez puede paralizar una OPA con una medida cautelar, existe el riesgo de que lo que hasta ahora ha sido excepcional se convierta en habitual. Y que la paralización se argumente, no en que el Consejo de Ministros haya actuado arbitrariamente, sino en que la CNMV se haya equivocado al aplicar la normativa técnica del proceso. Hay un abismo entre ambas causas. La normativa sobre concentración empresarial deja un amplísimo margen de discreción. El Gobierno puede tener la tentación de abusar de sus poderes, para favorecer operaciones que políticamente le convienen y entorpecer las que le

desagradan. Un estricto control judicial es esencial para la supervivencia del Estado de Derecho (mejor aun sería si las facultades pasaran del Consejo de Ministros a un órgano independiente – no es pura utopía, el Gobierno británico tomó esta heroica decisión).

Los intereses en juego en las decisiones de la CNMV son totalmente diferentes. El supervisor lo único que hace es interpretar la normativa en el caso concreto. Una normativa muy técnica, cuya aplicación exige conocer en profundidad los efectos sobre el mercado. No hay ámbito para la discrecionalidad o la politización. Lo que sí hay es urgencia en la decisión, para que la OPA no se eternice. Hasta ahora, los jueces siempre han confirmado los criterios técnicos de la CNMV y nunca han paralizado una operación. Pero cada vez hay más intentos de judicializar las OPAs hostiles o controvertidas, de paralizar el proceso mediante medidas cautelares. La suspensión “sine die” de una OPA no puede ser más negativa: deja a la “opada” sujeta a la obligación de pasividad, prohibiéndole que realice las operaciones estratégicas necesarias para su desarrollo, favorece un mercado revuelto, lleno de rumores y especulaciones, sin información fidedigna sobre cuál será el valor final de la acción; desincentiva que “opantes” serios se aventuren a presentar una oferta: ¿qué pasará si, cuando finalmente se apruebe la oferta, el valor de la “opada” se ha derrumbado? El oferente seguirá atado por una oferta irrevocable, a un precio histórico, y garantizada con aval bancario... Solo cabe esperar que los jueces sabrán utilizar con cautela y sentido común los amplios poderes que la ley les otorga.

Juan Fernández-Armesto