

PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES				INDICE GENERAL DE MADRID		TIPOS DE INTERES		EVOLUCION SEMANAL EURO/DOLAR		COTIZACION DE DIVISAS	
Madrid	Ibex 35	9.376,70	-4,03%	-4,68%		Bono español a 10 años	5,62%		Euro/Dólar	133,0869	
Nueva York	Dow Jones	10.019,71	-5,92%	8,03%		Bono alemán a 10 años (Bund)	5,40%		Euro/Yen	115,15	
Tokio	Nikkei	17.601,57	-2,55%	27,16%		Diferencial España-Alemania	0,22%		Euro/Libra	1,5345	
Londres	Footse 100	5.907,30	-4,71%	0,42%		Bono EEUU a 10 años (T-Bond)	6,30%		Dólar/Peseta	152,84	
Frankfort	Xetra	5.184,23	-4,34%	-3,64%		Euro/Cá un año	3,69%		Libra/Peseta	255,07	
París	Cac 40	4.524,42	-4,18%	14,76%							
Milán	MI-30	32.081,00	-5,37%	-8,73%							

SU DINERO.

INVERSION / MERCADOS / FONDOS

FUSIONES / Tabacalera pierde más de un 11% desde el pasado 5 de octubre. OHL comenzó a cotizar en junio con ese nombre y, desde entonces, ha caído casi un 25%. También descienden Pryca y Continente. Los expertos consideran que aún deben demostrar que crean valor para el accionista.

La Bolsa da la espalda a las últimas grandes fusiones

BSCH Y REPSOL SON LAS UNICAS EMPRESAS ESPAÑOLAS QUE ESTE AÑO ACUMULAN GANANCIAS DESPUES DE ANUNCIAR SUS RESPECTIVOS ACUERDOS DE INTEGRACION

Fusiones. De ellas se dice que son el fenómeno empresarial del fin de siglo, que su impulso se debe a la necesidad de competir en un mundo globalizado y que, aunque pueden dañar a la competencia, son necesarias para ahorrar costes. Presentadas con el objetivo de crear valor para el accionista, muchas de las megasempresas constituidas este año, tanto en EEUU como en España, muestran una evolución bursátil negativa, peor, en algunos casos, que la de los principales índices del mercado.

En los últimos nueve meses, la Bolsa española ha sido testigo de cinco grandes fusiones empresariales. Por orden cronológico: Santander-BCH, Obrascón-Huarte y Lain, Repsol e YPF, Pryca-Continente, y Tabacalera-Seita.

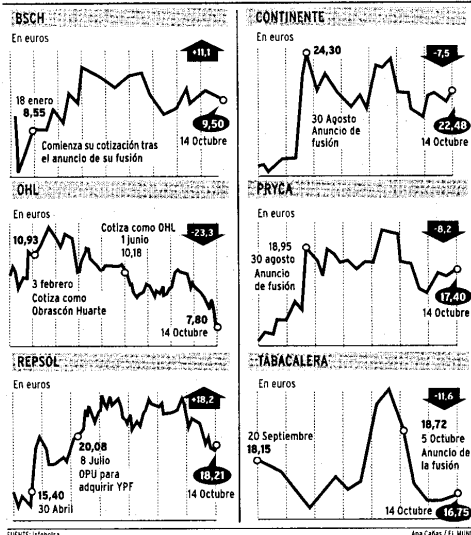
Del análisis de su comportamiento bursátil se puede extraer una primera conclusión: sólo BSCH y Repsol acumulan ganancias desde que anunciaron públicamente sus respectivos acuerdos de integración. (ver gráfico adjunto).

Los expertos consultados señalan que las causas del fracaso bursátil de las últimas fusiones no sólo obedecen al mal comportamiento del mercado español de renta variable. "Las empresas tienen que demostrar que la fusión crea valor para el accionista", señala Juan Luis García Alejo, responsable del departamento de Análisis de Eurosafei. "El mercado se ha vuelto muy selectivo, y ya no vale presentar cualquier cosa a los inversores. Todo lo que pongan en los papeles tiene después que cumplirse".

La fusión entre el Santander y el Central Hispano se dio a conocer a la opinión pública el 15 de enero. En su primer día de cotización, el precio se situó en 8,55 euros. Ahora está en los 9,50, un 11% más.

El BSCH, hacia arriba
¿Un éxito? Depende de cómo se mire. De momento, forma parte del puñado de valores del Ibex que no está en números rojos. Acumula un 13% de rentabilidad anual, que no está mal teniendo en cuenta los malos resultados de la renta variable, pero que no le sirve para alcanzar el primer lugar

EVOLUCION BURSATIL DE LAS FUSIONES



entre los grandes del sector bancario, ocupado por Bankinter.

Repsol también está en cifras positivas desde que comunicó su fusión con la petrolera argentina YPF, allá por el 30 de abril. Desde entonces, el valor se ha revalorizado casi un 20%, gracias fundamentalmente al importante incremento del precio del crudo.

"Desde la fusión con YPF", apunta García Alejo, "Repsol es un valor más expuesto al precio del crudo. Su apuesta es ahora la producción y, en los últimos días, el petróleo ha frenado su escalada alcista".

¿Coca retirada? No parece que haya llegado el momento. Natalia Aguirre, analista de Renta 4, considera que la acción de la petrolera española sigue a buen precio y que puede alcanzar los

23 euros a final de año, lo que supondría más de 30% de rentabilidad anual. "Repsol va a presentar unos magníficos resultados en el tercer trimestre, lo que otorgará un nuevo impulso a la cotización del valor".

Pero no es oro todo lo que reluce. Desde que la compañía realizó en julio la mayor ampliación de capital de la historia del mercado español, precisamente para poder hacer frente a la adquisición de YPF, el precio de sus títulos ha caído más de un 9%.

Tres 'fracasos' bursátiles
Al margen de los problemas puntuales, BSCH y Repsol presentan, al menos, un buen balance bursátil. Todo lo contrario que las otras tres grandes fusiones de este año. De momento, el in-

versor está dando la espalda a las uniones de Obrascón con Lain, Pryca con Continente, y Tabacalera con Seita.

La constructora de Juan Miguel Villar-Mir anunció el pasado 3 de febrero su fusión con Lain, aunque hasta junio no inició su cotización en la Bolsa de Madrid como OHL. Arrancó con ese nombre en 10,18 euros y ahora está en 7,80, un 25% menos. Desde agosto, su descenso es imparable, si bien su cotización va muy a la par del índice del sector de las constructoras.

¿A qué se debe éste prolongado descenso? OHL está pagando su apuesta por la construcción, mientras que sus principales competidoras han optado por todo lo contrario: la diversificación. Tampoco parece que fuera una buena elección hacer coincidir la salida al mercado con una ampliación de capital de más de 30.000 millones de pesetas.

En Pryca y Continente, la coincidencia general es que la fusión beneficia más a las matrices que a las filiales españolas. Ambos valores caen más de un 7% desde el anuncio de la fusión a finales de agosto -un poco más Pryca que Continente-, si bien las tornas cambian si se toma como referencia la rentabilidad anual.

Los dos grupos de distribución han tenido en contra la evolución negativa del mercado, aunque también les ha afectado la dura competencia de los supermercados.

Tabacalera, muy mal parada

Cada día que pasa surgen más voces críticas contra Tabacalera tras su acuerdo con la francesa Seita. Renta 4 y Eurosafei coinciden en que la ecuación del canje de acciones ha sido muy desfavorable para la tabaquera española. Cajamadrid, por su parte, no ve claros los efectos derivados de las sinergias y del ahorro de costes.

La fusión entre Tabacalera y Seita prevé unos recortes de costes anuales por valor de 12.000 millones de pesetas anuales. ¿Se cumplirán las previsiones? Los expertos creen que se trata de una operación defensiva y que no se han explicado correctamente los términos del acuerdo.

De momento, lo único cierto es que los títulos de Tabacalera se dispararon unos días antes del anuncio de la

DINERO

Los inversores castigan las fusiones

Las dudas sobre las operaciones hacen bajar los títulos, salvo los de BSCH y Repsol

LUIS APARICIO

Esto de las fusiones empresariales recuerda a las uniones matrimoniales. Las hay de muchos tipos y con muy distintos intereses. En teoría, las fusiones empresariales tienen su lógica en reducir los costes con el fin de mejorar la cuenta de resultados; en ganar cuota de mercado, o instalarse en un mercado distinto en el que no se tiene presencia, aprovechando una nueva dimensión empresarial. Sin embargo, también se producen por otras razones menos económicas, como puedan ser las políticas, donde se busca evitar la entrada de algún competidor extranjero. Ahí está el caso de Olivetti y Telecom Italia en busca de la creación de un grupo nacional.

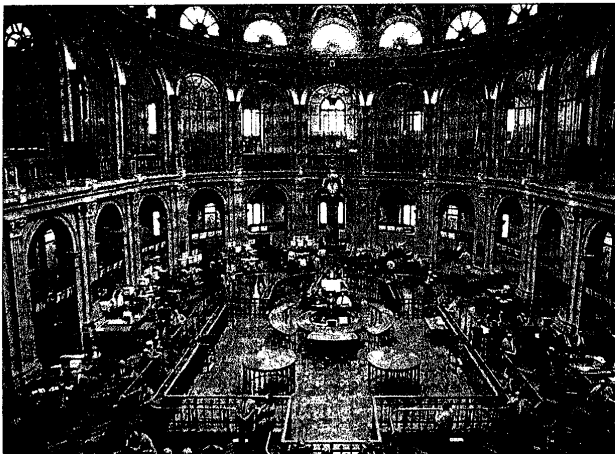
Este año, la Bolsa española ha conocido seis grandes fusiones, amén de las absorciones de filiales que realizaba Endesa. Una tendencia muy común en los mercados mundiales, donde esta misma semana se conocía la creación de un megabanco japonés, u operaciones tan voluminosas como las de las telecomunicaciones en Estados Unidos. Una estrategia por el tamaño que no pocas veces choca con la tan ansiada competencia que estas mismas fusiones abanderan como uno de sus principios.

Pues bien, el comportamiento de los valores fusionados en el mercado ha decepcionado. De las seis operaciones realizadas en el mercado español, sólo dos han sido claramente rentables para los accionistas. El precio o canje establecido para la fusión, el momento económico de los sectores en los que se inscriben las empresas fusionadas y el propio momento del mercado son determinantes para explicar estos comportamientos de las acciones, además de esas ventajas que hacen que uno más uno no sumen dos: a veces suman tres y otras uno y medio.

Más eficiencia

La fusión del Banco Santander con el Central Hispano, pionera en la bolsa española, ha traído ganancias a los accionistas de ambas entidades, y el nuevo BSCH acumula una ganancia en el año superior al 16%, claramente más ventajosa que la marcha de un mercado que anda buscando la ganancia. Asimismo, la compra que realizaba Repsol sobre la argentina Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) ha sido un éxito para los inversores, con una revalorización de los títulos cercana al 19%.

En el caso del BSCH, los analistas destacan el elevado potencial que esta fusión ha dado a la entidad resultante para ganar en eficiencia. "Es evidente que, mediante el ahorro de costes y la mejora de la venta cruzada, el BSCH tiene potencial para ponerse a la altura del BBV en eficiencia. Para el 2001, la mejora podría suponer unos beneficios adicionales de 338 millones de euros (56.238 millones de pesetas) en el negocio minorista, incluyendo Banesto, más otros 124



La cotización de la mayoría de las empresas fusionadas ha ido a la baja tras la operación. / ULY MARTÍN

Intentos y rumores

Se puede elegir cualquier mes de este año para inscribir la escena. Un broker sale de su despacho y grita entusiasmado que ya está, que el BBV se fusiona con Argentaria: "Ya no hay tiempo de avisar a los clientes". Esta es la operación que más rumores levanta en el mercado y sobre la que ya los analistas realizan estimaciones del impacto en beneficios para ambas entidades. Por ejemplo, Merrill Lynch estima que supondría un ahorro de costes de un 10% para Argentaria y BBV.

Pero no sólo el sector bancario ha sido tocado por el hado de las fusiones. La inmobiliaria Bami hacía sus escarceos con su compañera de actividad Zabálburu, aunque la verdadera apuesta de los analistas ha sido la fusión de esta última compañía con Prima Inmobiliaria. Otra de las más previsibles es la de Urbis y Vallehermoso, cuyos principales accionistas han coincidido en el grupo del BSCH.

Otras fueron operaciones cantadas que se acabaron frustrando, como la posible entre Dragados y FCC. Los rumores llegaron a su fin con la ruptura de su acuerdo en actividades internacionales. Pero la bolsa está dispuesta a dar sorpresas de fusiones en los próximos años, debido a esa nueva dimensión que trae el euro al mercado europeo y a la globalización de la economía.

nos positivas. La más reciente, la de Tabacalera con la francesa Seita, que abre la lista de las operaciones que no han gozado, por el momento, del beneplácito de los inversores.

Los analistas de Merrill Lynch Jonathan Fell y Jesús Romero consideran que "las principales inquietudes de los inversores en relación con la fusión son el riesgo de ejecución que implica la estructura de cogestión y la falta de sinergias importantes de ingresos y costes del conjunto del grupo en el negocio de cigarrillos". Una fusión que, según estos expertos, obedece más a razones de carácter estratégico que a la generación de importantes ahorros de costes. Tabacalera acumula en el año un descuento del 22,21%, y desde el inicio de la operación de fusión el valor ha caído más de un 13%.

Por su parte, Luciano Díez-Canedo, de Banif Gestión, apunta otras causas para explicar el mal comportamiento de la tabacalera. "Tabacalera estaba cotizando en el mercado a multiplicadores superiores a los de Seita. El mercado francés está más ajustado en precios, mientras que en el español hay más margen de subida de precios en el tabaco. Antes de la fusión, cualquier subida habría beneficiado al cien por cien a Tabacalera, y ahora debe compartir esa ventaja, que, lógicamente, se diluye. Además, los previsibles ahorros de costes ya estaban definidos por ambas compañías y el mercado contaba con ellos. Eran planes ya anunciados."

Hipermercados

En la fusión de Continente y Pryca se han sumado las propias maldades de un momento no especialmente bueno para los hipermercados, con los problemas que puede acarrear el cierre de establecimientos con el fin de no colisionar con las normas de la competencia. Algunos analistas califican esta unión como típicamente defensiva y propiciada por el Gobierno gao con el fin de evitar que cualquiera de los dos grupos franceses (Carrefour y Promodés) cayera en manos de una compañía norteamericana. Esta operación está todavía a falta de la aprobación de las autoridades comunitarias. Esto introduce unas incertidumbres de las que huye el inversor vendiendo los títulos, y, por tanto, provocando la caída en el precio de los mismos.

Pocas explicaciones encuentran los expertos a la fusión de las constructoras Obrascón-Huarte con Lain. Aquí, la mala evolución bursátil del sector constructor justifica esta penalización a una operación que tiene su lógica de ahorro de costes y que, además, permite ganar cuota porque el tamaño es decisivo para concurrir a determinados concursos de obra pública que se realizan tanto en España como en el extranjero. En fin, se trata de un ejemplo que demuestra que el mercado de acciones no está en estos momentos para muchas alegrías y ahora mira con lupa cualquier operación, que se analiza, además, con un cierto sesgo de desconfianza.

COMPORTAMIENTO EN BOLSA DE LOS VALORES FUSIONADOS

Valores fusionados	Sociedad resultante	Proporción (acciones)	Precio al cierre de 1998 (euros)	Precio al momento de anuncio (euros)	Precio al 13/10/99 (euros)	Evol. títulos Bolsa desde fusión (%)	Evol. anual sociedad resultante (%)
Santander - BCH	BSCH	3 BSCH por 5 BCH	8,22	8,41	9,55	13,55	16,18
Continente - Pryca	---	21 Pryca por 16 Continente	28,91	24,30	23,00	-5,34	-20,44
Lain - OH	OHL	4 de OH por 15 de Lain	9,68	10,18	7,75	-23,87	-19,94

(*) Los accionistas de Seita reciben adicionalmente un dividendo bruto de 7,5 euros. Los accionistas del antiguo Central Hispano han ganado el 13,18% desde comienzos de año, mientras que los de Lain han perdido el 8,09% en igual periodo.

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV

millones de euros en la banca mayorista", apunta José Luis de Mora, analista bancario de Merrill Lynch.

Repsol-YPF ha sido la otra historia ventajosa en las fusiones para los inversores de la petrolera española. Luciano Díez-Canedo, director de renta variable de Banif Gestión, explica el buen comportamiento de la petrolera en la marcha ascendente del precio del crudo. Así, la coyuntura es determinante en no pocas oca-

siones en estos procesos. Por ejemplo, en Estados Unidos, las fusiones bancarias que se han producido en el último año han evolucionado mal por los perjuicios de la subida de los tipos de interés, que retraen la demanda de crédito y deprecian las cartaras de bonos de las entidades financieras. Mientras, el buen momento del sector de telecomunicaciones ha favorecido este tipo de operaciones.

Así, la coyuntura también jue-

ga su baza en este mundo de las fusiones empresariales. "Repsol ha comprado YPF con el barril de petróleo a 13 dólares, y ahora está por encima de los 22 dólares. YPF cuenta con unos yacimientos petrolíferos espectaculares. Creo que si no se hubiese producido esta subida en el crudo, difícilmente Repsol hubiera tenido un comportamiento tan bueno en el mercado bursátil", apunta Luciano Díez-Canedo.

Pero hay otras historias me-