

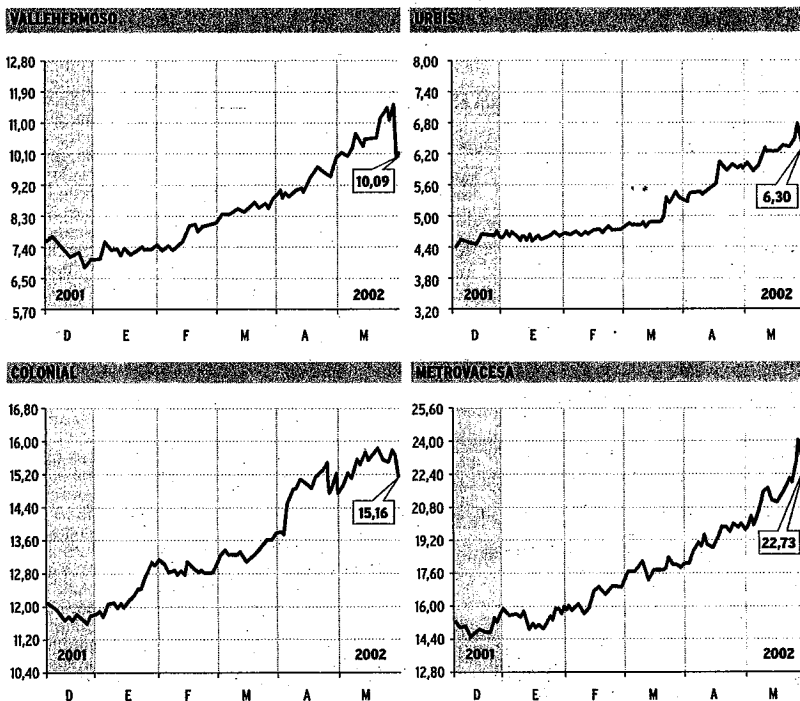
◆ SU DINERO ◆

La venta de Vallehermoso irrita a los minoritarios

LOS PEQUEÑOS ACCIONISTAS CLAMAN CONTRA LA LEY DE OPA, QUE PERMITE SÓLO AL VENDEDOR (SCH) OBTENER JUGOSAS PLUSVALÍAS

LAS INMOBILIARIAS FRENAN SU ESCALADA

Datos en euros, 30-05-02



VALOR DE LA CARTELA INDUSTRIAL DEL SCH

Datos en millones de euros	% Participaciones	Valor contable	Valor mercado	% Total	Plusvalías	% Total
Vodafone	1,53	1.252	1.731	12,8 %	479,4	8,7 %
Cableuropa	19,36	80	155	1,1 %	75,1	1,4 %
Callahan NW	6,9	69	287	2,1 %	217,8	4,0 %
Dragados	0,50	7	17	0,1 %	10,1	0,2 %
Urbis	52,68	271	433	3,2 %	161,4	2,9 %
Unión Fenosa	16,5	433	976	7,2 %	542,4	9,8 %
Endesa	0,24	44	43	0,3 %	-1,3	0,0 %
Internet		327	331	2,4 %	3,5	0,1 %
BioFactory	80,3	141	141	1,0 %	0,0	0,0 %
Venture Capital		318	474	3,5 %	156,0	2,8 %
Otros		546	864	6,4 %	318,5	5,8 %
Total			13.514		5.513	

FUENTES: Ibersecurities y Elaboración propia.

A. U. / EL MUNDO

FRANCISCO J. LÓPEZ
 Ahora que el capitalismo popular está en horas bajas, operaciones de venta de acciones como la de Dragados o, más recientemente, la de Vallehermoso no hacen más que acrecentar la desconfianza de los inversores hacia el mercado bursátil.

Estas dos adquisiciones tienen un denominador común: se realizaron por debajo del capital mínimo que haría exigible el lanzamiento de una OPA (Oferta Pública de Adquisición), lo que hubiera permitido a los accionistas minoritarios beneficiarse también de la prima obtenida por el vendedor (la entidad bancaria SCH, en ambos casos).

El banco que preside Emilio Botín anunció el martes la venta de un 24,5% del capital de la inmobiliaria Vallehermoso a 15 euros por acción a la constructora Sacyr, un precio superior en un 31% al que marcaba ese día en Bolsa.

El 18 de abril pasado fue ACS quien adquirió el 23,5% del capital del SCH en Dragados, a un precio por título un 58% más caro que su cotización en el mercado.

En las dos operaciones, el SCH obtuvo la plusvalía por ceder el paquete de control de esas compañías a un tercero, pero sin tener que lanzar una OPA. La actual legislación señala que si quien compra no alcanza el 25% del capital de la sociedad no está obligado a extender su oferta de adquisición al resto de accionistas de la compañía.

Muchos accionistas minoritarios se han lamentado de una forma de proceder que no les reporta esas ganancias adicionales. Por este motivo, cada vez son más las voces del mercado que piden un cambio en la actual normativa vigente.

La CNMV reconoce que con estas operaciones se ha creado una situación "incómoda", y deja caer que quizás sea ahora un buen momento para modificar la normativa sobre OPAs, aunque esto no compete al organismo supervisor.

Las legislaciones de todos los países de la UE tienen establecido un porcentaje de capital a partir del cual es necesario recurrir a una OPA para realizar una adquisición, que va desde el 20% del Reino Unido al 30% de Francia e Italia.

La CNMV entiende que la norma siempre debe especificar un porcentaje, porque, de lo contrario, sería dejar al libre albedrío del regulador la decisión de si un comprador ha adquirido el paquete de control de una compañía. "La mayoría de los expertos jurídicos que hemos consultado se decanta por establecer un porcentaje mínimo para que sea obligatorio lanzar una OPA, ya que la otra opción puede llegar a ser más arbitraria".

Estructura accionarial

No todos los expertos piensan de la misma forma. Los hay que creen que el problema no se va a solucionar reduciendo el límite del porcentaje del 25% al 20%, debido a que la mayor parte de las empresas que cotizan en Bolsa cuenta con una estructura accionarial muy troceada. Y esto precisamente les permite tomar el control de una compañía teniendo sólo un mínimo de capital.

"Al margen de las modificaciones legales, se debería reforzar el papel de los pequeños accionistas en el gobierno de las empresas", asegura un alto responsable de la CNMV. "Después de la venta de Dragados a ACS, los accionistas de

la primera aprobaron una limitación estatutaria que permite a ACS controlar Dragados contando sólo con el 25% del capital, y blindándose ante la posibilidad de una OPA".

No es este el caso de Sacyr en Vallehermoso. La constructora controla el 24,5% de la inmobiliaria,

pero, de momento, no está a salvo de que cualquiera lance una OPA por el resto el capital.

"Es normal que el accionista que tiene el control efectivo de la compañía obtenga una prima adicional", comenta Juan Luis García-Alejo, de Safei. "El minorista que haya en-

trado en los últimos meses también se ha beneficiado con la revalorización de los títulos y, por ello, no entiendo en este caso la desazón de los pequeños accionistas".

Otro de los aspectos que ha llamado la atención del mercado es que el SCH comunicara a la

CNMV sólo unos días antes que no tenía "ofertas firmes" de compra sobre Vallehermoso. La CNMV justifica así el hecho relevante: "Es mejor decir que no hay un acuerdo concreto a anunciar que están en conversaciones con terceros, porque eso implicaría calentar el valor".

No ha hecho falta calentar en exceso los títulos de Vallehermoso, ya que están que arden desde hace varias semanas. De hecho, hasta el pasado martes cuando se anunció la venta del paquete del SCH en Vallehermoso, los títulos de la inmobiliaria acumulaban una ganancia anual de un 64%.

El gran batacazo

El mercado no ha digerido bien la venta de Vallehermoso. En la sesión del miércoles, el valor sufrió la mayor caída de su historia tras desplomarse un 13%. En las sesiones siguientes ha estado luchando por no perder la barrera de los 10 euros.

Los analistas especializados en el sector inmobiliario creen que el precio pagado por Sacyr (15 euros) se sitúa sólo unas décimas por debajo del NAV (valor de los activos netos), lo que limita su recorrido al alza.

La caída de la cotización también se justifica por la recogida de beneficios. Pero lo cierto es que muchas firmas bursátiles no han esperado ni un instante para cambiar sus recomendaciones de compra sobre los títulos de Vallehermoso, con consejos muy por debajo de los 15 euros por acción que le han pagado al SCH.

Dresdner Kleinwort ha modificado su consejo desde mantener a vender, situando el precio objetivo en los 9,2 euros. UBS Warburg, por su parte, ha reducido su precio objetivo hasta situarlo en los 10,9 euros e Ibersecurities lo ha fijado en 11,50 euros.

Los expertos también cuestionan las sinergias que se pueden alcanzar con esta operación. Vallehermoso centra buena parte de su negocio en la promoción de viviendas, mientras que Sacyr apenas tiene presencia en este segmento de mercado.

Con esta adquisición, Sacyr busca aumentar tamaño, incrementar la rentabilidad de sus títulos (que no cotizan en Bolsa) que están en manos de sus poco más de 100 accionistas. El más ilustre es Juan Abelló, que tiene 125 millones de euros invertidos en el grupo constructor.

El resto de inmobiliarias también han frenado esta semana su escalada en Bolsa. En lo que va de ejercicio, Urbis acumula una revalorización superior al 40%; Colonial, más de un 30%, y Metrovacesa por encima del 50%.

Las especulaciones sobre movimientos accionariales han sido una constante en este sector desde hace unos meses. Algunos rumores se materializaron finalmente, como la compra de Zabáburu por Bami, la adquisición de Filo por ING o la de Dragados Inmobiliario por Urbis.

Según los operadores, la inmobiliaria que más atención concentra actualmente es Urbis, participada en un 51% por Banesto y en un 20% por Dragados.

Vistos los últimos movimientos del banco que preside Emilio Botín, casi todo el mundo da por hecho que el Santander puede desprenderse de esas acciones.

La especulación bursátil también se está extendiendo a otras participaciones industriales del grupo SCH. Además de en Urbis, analistas y operadores se fijan ahora en Cep-sa y Unión Fenosa.