

Guerra a los blindajes

El 57% de los valores del Ibex 35 dispone en sus estatutos de algún tipo de blindaje contra ofertas no deseadas. SCH y BBVA han anunciado que eliminarán el límite del derecho a voto, uno de los blindajes más comunes, pero no el único

El desamparo de los pequeños inversores después de los escándalos contables en EE UU y de algunas operaciones corporativas en España (cambios en el control en Dragados, Vallehermoso y Metrovacesa sin necesidad de lanzar una opa) ha llevado al BBVA y al SCH a iniciar una pequeña cruzada contra los blindajes empresariales. Aparte de elaborar códigos de buen gobierno y de potenciar la figura del consejero independiente, los dos grandes de la banca han prometido suprimir en la próxima junta general de accionistas la limitación del derecho de voto, situada actualmente en el 10% del capital social. ¿Es ésta una apuesta decidida por la defensa de los minoritarios? ¿O simplemente se trata de aplicar el viejo axioma del conde de Lampedusa en *El Gatopardo*, según el cual "hay que cambiar todo para que nada cambie"?

De momento, los nuevos consejeros independientes han sido nombrados personalmente por los presidentes de BBVA y SCH, Francisco González y Emilio Botín. Además, aunque se suprime la limitación del voto, ambas entidades seguirán contando con blindajes estatutarios que harán pensárselo muy mucho a un potencial comprador. Entre los mecanismos antiopas de los bancos está la exigencia de requisitos y de mayorías reforzadas para la elección y sustitución de consejeros y del presidente. En el caso del BBVA, por ejemplo, el artículo 41 de sus estatutos sociales establece que para la creación de la comisión delegada permanente y para la designación de consejeros delegados se requerirá el voto favorable de 2/3 del consejo de administración. Además, el artículo 35 establece una serie de requisitos para ser miembro del consejo, como ser titular con una antelación superior a dos años de al menos 8.000 acciones del banco, y el artículo 38 establece que para ser presidente o vicepresidente habrá que haber ostentado la condición de consejero al menos los tres años anteriores a la designación, salvo que haya voto favorable de todos los miembros del consejo. Es decir, aunque en el consejo del BBVA sólo esté representado el 0,06% del capital social del banco, cualquier cambio de control tendrá que contar con su anuencia para hacerse efectivo sin obstáculos estatutarios.

Limitar el derecho de voto (en la mayoría de los casos al 10%) con independencia del porcentaje del capital que se posea suele ser el sistema de defensa más común entre las compañías del Ibex (el 42,8% contempla esta posibilidad) frente a los cambios en el control de las empresas. Aparte del SCH y del BBVA, los valores de mayor capitalización del selectivo, como Telefónica, Repsol YPF y Endesa también tienen limitados los derechos de voto. Además, para eliminar el blindaje y ejercer el control de gestión que debería corresponder a quien tiene la participación mayoritaria del capital, se necesita el apoyo de un porcentaje muy elevado, normalmente situado entre el 75% y el 80% de las acciones presentes en una junta general de accionistas. Este blindaje de estatutos, que en EE UU se denomina *poison pill* (píldora envenenada), cobra gran eficacia en España, ya que, a diferencia de EE UU o el

Reino Unido, la normativa sobre opas no permite lanzar una oferta condicionada a la eliminación de los blindajes de la compañía. Dragados y Zeltia han limitado últimamente el derecho de voto al 25% del capital, justo el umbral que fija la ley para tener que ampliar la oferta al resto de accionistas en el caso de que haya una oferta. Eso permite a los accionistas de referencia negociar con un potencial comprador el cambio de control asegurándose en exclusiva una sustanciosa prima. El presidente del Gobierno, José María Aznar, ha confirmado esta misma semana que el Ejecutivo estudia un cambio de la normativa sobre opas para evitar esas operaciones, aunque fue el propio Estado, en la privatización de Ence, el primero en cobrar una fuerte prima a espaldas de los minoritarios.

Bancos y eléctricas, probablemente los sectores más blindados del Ibex 35, también ponen en práctica otro blindaje muy extendido entre las compañías cotizadas: exigir mayorías cualificadas para determinados acuerdos en la junta, como fusión o cambios en los estatutos en cuanto al nombramiento o ceses de administradores. Además, los estatutos sociales de estas compañías (Banco Popular, Bankinter, BBVA, SCH, Endesa, e Iberdrola) exigen condiciones para ser consejero o presidente. A la restricción ya habitual de que para ser consejero había que ser igualmente accionista, se añade la de la antigüedad. Se hace necesario un aprendizaje en el cargo de consejero para ser, por ejemplo, presidente. Como éste, sea o no ejecutivo, posee una función bastante crucial en la sociedad, se buscan alternativas para que un extraño no altere los equilibrios existentes en el consejo de la sociedad. En el caso de Telefónica, por ejemplo, no se puede ser consejero si no se tienen más de 3.000 acciones con una antigüedad mínima de tres años ni se puede ser presidente o consejero delegado si no se ha sido consejero por un trienio.

Las compañías justifican los blindajes para dar estabilidad al accionariado y los pequeños inversores creen que recortan sus derechos

Por si estas medidas no fueran suficientes para frenar una oferta no deseada, el potencial comprador tendrá que salvar en algunas empresas el escollo de los blindajes estatales, más conocidos como *acción de oro*, aplicada por el Gobierno en algunas compañías privatizadas en la última década y que son consideradas de valor estratégico. Cualquier empresa que desee comprar más del 10% de Telefónica, Repsol YPF, Iberia o Indra (sólo en la división de defensa) y del 5% en Endesa deberá contar con la autorización administrativa previa del Ejecutivo. El Gobierno español espera la decisión del Tri-

ibunal de Luxemburgo respecto al uso que hace de la *acción de oro*. El máximo órgano de justicia comunitario fijó en junio el marco legal en el que puede usarse este instrumento. En su fallo sobre el uso que los Gobiernos de Francia, Bélgica y Portugal hacen de la *golden share*, el tribunal establece que sólo es justificable en sectores estratégicos "por razones imperiosas de interés general" y siempre que se aplique con transparencia e igualdad para los inversores.

Lo que decida el Tribunal de Luxemburgo respecto al uso de la acción de oro en España también puede tener repercusiones sobre la llamada Ley EDF, promulgada por el Gobierno y que intenta frenar tomas de control en el sector eléctrico por grupos extranjeros con capital público en su accionariado. Esta ley, que entró en vigor en 1999 y que afecta a Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa y Red Eléctrica de España, impide a las compañías energéticas extranjeras participadas por capital público ejercer sus derechos políticos (voto en las juntas) siempre que su participación en una eléctrica española sea superior al 3% del capital social.

La sigilosa eficacia de la cooptación

Entre las empresas españolas cotizadas, uno de los blindajes más efectivos contra la entrada de personas no deseadas por su sigilo es la cooptación. Por medio de este instrumento, las vacantes que se producen en los consejos de administración se cubren a través de las personas que el propio órgano de gobierno o su presidente proponen a los demás componentes del consejo. La Ley de Sociedades Anónimas autoriza el que, entre junta general y junta general, si se producen vacantes, éstas puedan cubrirse provisionalmente a través de este mecanismo. Luego, en la próxima junta de accionistas, se producirá la ratificación del nuevo consejero.

"A través de este sistema, se sustrae prácticamente a la junta general la discusión sobre las propuestas de nombramientos de consejeros, ya que aquellos que van a ser ratificados de hecho ya forman parte del consejo de administración, al haber sido cooptados con anterioridad", explica Carlos Moreno, de Soler-Padr6/Morroy, consultora especializada en el asesoramiento de la empresa cotizada. Si bien es cierto que en función del porcentaje de títulos que pueda poseer un accionista éste podrá designar a los consejeros que proporcionalmente le correspondan, en la práctica, si ésta propuesta no se incorpora al orden del día de la junta, no podrá designarlos. "Y el orden del día lo redacta el secretario o el presidente y eventualmente los miembros del consejo. Por tanto, el accionista que desee estar representado en el consejo deberá pactar o consensuar con el presidente la incorporación de la persona o personas de su confianza en dicho organismo. Y si no pacta, no hay entrada", recuerda Carlos Moreno.

Otro mecanismo de blindaje difícil de detectar por la opacidad de las compañías a la hora de informar sobre las remuneraciones del consejo son los contratos blindados, muy habituales en las empresas estadounidenses. Este tipo de con-

Núcleo estable o limitación del voto

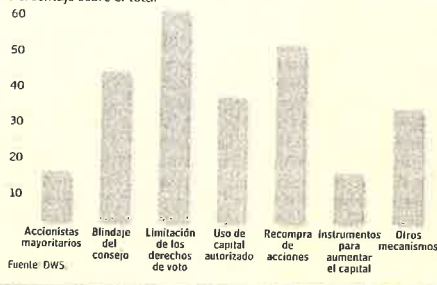
Los blindajes no son una práctica exclusiva de las compañías españolas. Las empresas de los demás países de la Unión Europea también contemplan en sus estatutos mecanismos

para impedir el acceso a socios no deseados, aunque en cada Estado miembro priman unos instrumentos sobre otros.

Die Wertpapier Spezialisten (DWS), la gestora de fondos de inversión del Deutsche Bank, realizó en 2001 (desde la firma aseguran que tiene validez también para 2002) un análisis comparativo de las prácticas de buen gobierno de los *blue chips* europeos, aquellos que se encuentran incluidos en el índice Euro Stoxx 50.

Los blindajes más utilizados por las compañías del Euro Stoxx 50

Porcentaje sobre el total



Entre los criterios que utilizó DWS para determinar la salud de la gobernabilidad de las empresas figuran la utilización de códigos de buen gobierno por parte de las compañías o la transparencia informativa en cuestiones no financieras. Sin embargo, los criterios que más ponderan para establecer la clasificación son aquellos directamente relacionados con los blindajes: el respeto de los derechos y las obligaciones de los accionistas a la hora de votar en las juntas (con

un peso del 37%), la composición y el funcionamiento del consejo de administración (29%) y la ausencia de mecanismos antiopas (15%).

Según este estudio, las compañías con mejor buen gobierno del Euro Stoxx 50 son Nokia, Shell y Deutsche Bank. La primera empresa española de este ranking es Endesa, en octavo lugar, seguida de SCH, novena; BBVA, duodécima; Telefónica, decimocuarta, y Repsol, decimosexta. Las peores en buen gobierno

Blindajes antiopas

El Ibex 35 y los blindajes del consejo

El 57% de las compañías del Ibex 35 dispone de algún mecanismo de blindaje. El más usado es la limitación de los derechos de voto, recogido en los estatutos de la empresa.

Sin blindar Blindado

Limitación del derecho de voto Requisitos para ser elegido consejero Mayorías reforzadas para la destitución o nombramiento de consejeros Acción de oro

Acción				
Acerinox	(10%)			
Aesol				
AGS				
Alfa				
Altadis	(10%)			
América				
Arcelor		n/d	n/d	
Banco Popular	(10%)			
Bankinter	(10%)			
BBVA	(10%)			
Carrefour				
Gasparini	(25%)			
Endesa (*)	(10%)			(hasta 2007)
ERC				
Ferrovial				
Gasmas				
Gas Natural				
Herboland	(10%)			
Indra		n/d	n/d	(hasta 2006)
Inditex				
India				(hasta 2004)
Inditex	(10%)			
Iriza				
REE (SI)	(10%)			
Repsol VPE	(10%)			(hasta 2006)
SCH	(10%)			
Solucible				
Solmilita				
Telefónica	(10%)			(hasta 2007)
Telefónica Móviles				
Terra				
TPI				
Unión Fenosa (*)	(10%)			
Zeltia	(25%)			

Fuente: Sifer-Paldrá / Marrow y elaboración propia.

* La disposición vigésima séptima de la Ley 35/1999 establece que las compañías participadas por capital estatal que tengan al menos un 3% de una empresa eléctrica española no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes a esas acciones.

tratos se pueden resumir en la frase "si me licencias, me pagas". Este instrumento intenta disuadir a los nuevos propietarios de la compañía de que cesen al anterior equipo gestor. En muchos casos la solución llega después de duras negociaciones, que suelen llegar incluso a los tribunales. En la mayoría de los casos el asunto se resuelve con una prejubilación dorada para el antiguo presidente o consejero.

El 57% de las compañías del Ibex 35 dispone en sus estatutos de algún mecanismo de blindaje. Los pesos pesados del selectivo son más propensos a atrincherarse frente a ofertas no deseadas que las empresas con una vida bursátil más corta,

lo que es justificado por los expertos por la influencia que ha tenido el Código de Olivencia. Sin embargo, hay matices, como ocurre con las filiales de Telefónica. Mientras que la matriz está blindada por todos los flancos, Terra, Móviles y TPI no disponen de ningún blindaje. En realidad, no les hace falta. Telefónica es el accionista mayoritario y cualquier operación debería contar con su consentimiento.

Mientras que desde las compañías se justifican los blindajes aduciendo que proporcionan estabilidad al accionariado, analistas y pequeños inversores coinciden en que estos mecanismos van contra el libre mercado, perjudican a los mi-

noritarios porque les impide cobrar las primas aparejadas a cualquier cambio de control mediante una opa hostil y mantienen en sus poltronas doradas a los consejos de administración pase lo que pase. "No está probado que los blindajes redunden en beneficio general de la compañía. En una democracia accionarial los derechos de los minoritarios no deberían ser desproporcionalmente vulnerados. Los blindajes no son compatibles con la afluencia popular y masiva de los ahorradores a las empresas", según Manuel Martínez Toney, de la asociación de consumidores y usuarios de bancos, cajas y productos financieros (Adicae).

son France Télécom, KPN e ING.

"Las prácticas de buen gobierno son importantes para crear valor y minimizar los riesgos financieros", sostienen los expertos de la gestora alemana. En su opinión, existe la idea cada vez más generalizada entre los inversores institucionales acerca de que el gobierno corporativo es un parámetro clave a la hora de tomar decisiones de inversión y revisar las carteras. "Casi todos los países tienen una com-

pañía entre las mejores de la clasificación. Esto significa que independientemente del marco legal de cada país, las empresas siempre tienen la posibilidad de lograr un buen nivel de gobierno corporativo", explican.

Los blindajes más usados por las compañías españolas incluidas en el Euro Stoxx son el uso de la acción de oro (el 60% de ellas tiene este mecanismo, el porcentaje más alto de todos los países con presencia en el índice) y la li-

mitación del derecho de voto (también con el mayor porcentaje de la muestra). Los expertos de DWS explican que mientras en países como Francia o Italia la presencia de accionistas mayoritarios o de núcleos duros es más común, las compañías alemanas o españolas recurren para blindarse a la limitación de los derechos de voto, ante la ausencia de un socio de referencia. Según el estudio de la firma alemana, el 14% de las firmas incluidas en el

Euro Stoxx 50 tiene un accionista de referencia, que en muchos casos es el propio Estado (Enel o France Télécom, por ejemplo), el 12% tiene acuerdos entre los accionistas del núcleo estable para frenar tentativas de opa no deseadas (Axa, Carrefour, LVMH, Sanpaolo, Fortis, etc.), y el 60% utiliza diferentes distorsiones en los derechos de voto.

Aparte de estos tres tipos de blindajes, DWS indica que las compañías europeas utilizan también

otros mecanismos para impedir que prosperen las ofertas hostiles. El consejo de administración, por ejemplo, puede atrincherarse contra el control de los dueños de las empresas -los accionistas- en el 42% de las compañías del Euro Stoxx 50. "Los estatutos de compañías como Ahold, ABN Amro, Aegon o ING, por ejemplo, garantizan al consejo aislamiento total, haciendo casi imposible su destitución por un potencial comprador", explica este estudio.

El resto de blindajes de los blue chips europeos se refieren a la posibilidad de modificar el capital durante el periodo de aceptación de una opa para encarecer la operación al posible comprador, como la emisión de capital autorizado (el 35% de los estatutos de las compañías contemplan esta posibilidad), la emisión de bonos convertibles o warrants entre socios estratégicos (en el 14% de los casos) o la posibilidad de recomprar y revender acciones propias (el 95%).