

**EUROPISTAS**

**Isolux Corsán llevará a los tribunales la autorización de la opa de Sacyr**

■ Isolux Corsán recurrirá ante los tribunales la decisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de aprobar la opa de Sacyr Vallehermoso y la asociación de cajas vascas Telekutxa por Europistas. "Isolux va a continuar hasta los tribunales y no va a tirar la toalla. Cree que tiene la razón tanto desde el punto de vista económico como jurídico", aseguran desde la compañía que preside Luis Delso. La CNMV autorizó el pasado jueves la mejora de precio de la opa de Sacyr a 9,15 euros por título sobre la concesionaria de autopistas, al tiempo que denegó el recurso interpuesto por Isolux, que ofrece 5,13 euros por título, a la oferta de Sacyr Vallehermoso.

**PRICEWATERHOUSECOOPERS**

**Jesús Díaz de la Hoz, primer español en la Ejecutiva europea de la firma**

■ Jesús Díaz de la Hoz ha sido designado miembro de la Ejecutiva europea de PricewaterhouseCoopers, en la que será el responsable de dirigir la política de Capital Humano de la firma en Europa. Díaz de la Hoz es el primer español que forma parte de la Ejecutiva europea y asume una de las áreas críticas para el futuro de la compañía como es la gestión del talento y los recursos humanos de más de 35.000 profesionales. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad del País Vasco, era hasta ahora socio director de Mercados de PwC.



tiene la virtud de ser claro, lo cual redundará en beneficio de la seguridad de los operadores, y resulta coherente con los existentes en países de nuestro entorno: además de en Reino Unido, en Alemania, Italia u Holanda el límite es también del 30%, en Francia es de un tercio y en Suecia del 40%.

Más reparos y de variado signo planteará probablemente la regla especial establecida para aquellos sujetos que, a la entrada en vigor de la nueva normativa, tengan una participación de entre el 30% y el 50% del capital. Merced a esta previsión, estarán obligados a formular opa quienes, partiendo de esa horquilla de participación, adquieran al menos un 5% en doce meses (se entiende, aunque la norma debería especificarlo, de capital con derechos de voto), o alcancen un 50% del capital con derecho de voto.

**Están obligados a formular opa quienes adquieran, al menos, un 5% adicional en doce meses**

Por una parte, habrá quien discutirá la propia conveniencia de establecer la regla especial, en la medida en que el único umbral de opa pasa a ser el 30%, porcentaje empleado para definir el concepto de control conforme a la directiva. Y, por otra parte, habrá quien considere que la posibilidad de adquisición de un 5% anual sin opa resulta en exceso generosa, pues permite consolidar un control de facto indisputable -en el 49,9%- en menos de cuatro años, e incluso incongruente con el nuevo sistema de opas.

**Otros países**

Así, en otros ordenamientos existen reglas análogas con una formulación más exigente. Por ejemplo, en Reino Unido, quien tiene una participación entre el 30% y el 50% no puede, sin formular opa, adquirir más de un 1% en doce meses ni superar la participación más alta que haya ostentado en los últimos doce meses. En Francia, por su parte, es posible adquirir sólo un 2% anual hasta el 50% sin formular opa.

Sin embargo, considerando una y otra postura, la regla establecida puede entenderse

ponderada. Ha de repararse en que la no incorporación de una regla de esta índole (o incluso hacerlo como estaba inicialmente previsto en el anteproyecto, donde simplemente se disponía una vacatio de dos años para nuevas adquisiciones) conllevaría dar libertad para la adquisición de participaciones adicionales por quienes hoy ostentan participaciones entre el 30% y el 50%. Como normalmente estas participaciones no se han adquirido a través de una oferta dirigida al 100% del capital, pues la norma hoy vigente no lo exige, la ausencia de una previsión como la ahora incorporada permitiría operaciones de consolidación de control indisputable sin haber formulado opa total en ningún momento. La regla propuesta trata, por consiguiente, de atender estas situaciones. No se está imponiendo una aplicación retroactiva de la norma ni en

**Considerando una y otra postura, la regla establecida puede entenderse ponderada**

sustancia se empeora la situación de los posibles afectados, pues la regla no se extiende a aquellos accionistas que ya ostentan más del 50% (aunque quien hoy puede comprar libremente hasta un 6% anual, con la nueva previsión sólo podrá adquirir hasta un 5%). Por el contrario, simplemente se establece una regla especial para evitar que el cambio normativo (el umbral de opa total descendiendo desde el 50% al 30%) pueda abocar a situaciones indeseadas. Ello no es óbice para que, con base en la habilitación que la propia disposición contiene, se valore la conveniencia de incorporar algunas excepciones en el desarrollo reglamentario. Éstas podrían referirse a aquellas situaciones en las que el accionista afectado hubiese ya formulado una opa total o aquellas adquisiciones de valores de carácter involuntario, ya sea por resultar de la ejecución de previos acuerdos, por exigencias legales o por otras razones análogas, que con la normativa actual no requieran opa.

Lunes:  
Pactos  
parasociales

DISPONIBLES EL LUNES CON **Expansión** Y 'EL MUNDO'

# Las mejores ideas estratégicas del siglo XX, al descubierto

La 'Colección Management Deusto' ofrece esta semana una retrospectiva de las ideas más creativas de las últimas décadas desarrolladas por The Boston Consulting Group.

**EXPANSIÓN. Madrid**

"Dadme una palanca y un punto de apoyo y moveré el mundo". Así definía Arquímedes la posibilidad de hacer cambiar todo cuanto nos rodea con una buena idea y una base sólida sobre la que sustentarla. Una buena estrategia, pensada y meditada con detenimiento, es esencial para que un negocio no se caiga antes, incluso, de haber despegado. Además, las tácticas comerciales no son las mismas a lo largo de la historia, sino que evolucionan y se van adaptando a nuevas modas y mercados.

La creatividad es uno de los pilares básicos para que una compañía mantenga su competitividad en un mundo en el que la globalización ha quitado el protagonismo a

**La creatividad y el ingenio son la base para que una estrategia perdure en el tiempo**

aquellas compañías que se han visto difuminadas por posturas anodinas que carecen de cualquier tipo de agresividad e ingenio.

La Colección Management Deusto, que cada lunes ofrecen EXPANSIÓN y El Mundo, ha recogido las ideas más innovadoras en cuestión de estrategia puestas en práctica y desarrolladas por The Boston Consulting Group (BCG). La tercera entrega de esta biblioteca de gestión, disponible a un precio de 12,90 euros, abordará aspectos como el establecimiento de precios, la cuota de mercado o el endeudamiento financiero, sin olvidar cuestiones como el liderazgo, la ca-



'Ideas sobre estrategias' es el tercer volumen de la colección.

- TÍTULOS DE LA COLECCIÓN**
1. Máster en Marketing.
  2. Manual de las RRPP, comunicación y publicidad.
  3. Ideas sobre estrategia.
  4. Guía de e-business para ejecutivos.
  5. Valoración de empresas: medición y gestión del valor.
  6. Los contratos más utilizados en la empresa.
  7. Estrategias de la cartera de marcas.
  8. Máster en inversiones.
  9. Organización empresarial.
  10. Vender por objetivos.
  11. Futuro de la dirección de recursos humanos.
  12. Sistemas de control de gestión, metodología para su diseño e implantación.
  13. Dominar el cuadro de mando integral.
  14. Creatividad en marketing directo.
  15. La investigación comercial como soporte del marketing.
  16. Diccionario de negocios inglés-español, español-inglés.

dena de valor o la gestión de marcas. Además, esta obra, titulada *Ideas sobre estrategia*, incluye artículos de expertos del BCG en los que se compara el proceso de toma de decisiones con el trabajo de un piloto de combate y que ofrecen lecciones imprescindibles sobre la racionalización del tiempo. También el ajedrez y los distintos estilos musicales sirven para establecer paralelismos entre el mundo de los negocios y los momentos de ocio.

**Repaso histórico**

La obra recoge setenta y cinco teorías y casos desarrollados por varios miembros del BCG entre 1968 y 1997. En ellas, se puede ver cómo ha evolucionado la concepción de la consultora acerca de la estrategia y cuáles son las aportaciones de esos expertos al mundo del *management*.

Sin embargo, los encargados de recopilar estos artículos han querido ir más allá de una mera retrospectiva histórica, presentando modelos empresariales que hoy día no sólo mantienen su vigencia, sino que están considerados como algunos de los más vanguardistas y efectivos del momento. Esto demuestra hasta qué punto pueden ser atemporales aquellas ideas estratégicas que son realmente perspicaces y creativas.

Además, *Ideas sobre estrategia* es también un homenaje a Bruce Henderson, fundador de The Boston Consulting Group y del que *Financial Times* dijo en su día: "Pocas personas han causado un impacto tan grande en el mundo de los negocios durante la segunda mitad del siglo XX".

## REFLEXIONES SOBRE LA NUEVA NORMATIVA DE OPAS (I)

Hoy comienza una serie de tres artículos en los que se analizarán los principales cambios que aporta la nueva legislación sobre opas, que entrará en vigor el próximo año. Los otros dos artículos se publicarán el lunes y el martes.

# Un nuevo modelo

Escribe Carlos Paredes Galego, socio de Uría Menéndez

El pasado 13 de octubre, el Consejo de Ministros aprobó el proyecto de ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores mediante el que se transponen la directiva de opas y la directiva de transparencia. Sin desmerecer la relevancia que tiene toda modificación legislativa en materia de transparencia y obligaciones de información de sociedades con valores cotizados, en esta serie de artículos analizaremos algunos aspectos del nuevo sistema de opas, que previsiblemente habremos de aplicar dentro de pocos meses.

En líneas generales, puede afirmarse que, como ya anticipaba el propio tenor de la directiva, la reforma contemplada en el proyecto transformará radicalmente la normativa española de opas. En síntesis, las novedades principales recogidas en el proyecto son las siguientes: se sustituye el vigente modelo de opa a priori por uno de opa a posteriori; se eliminan las opas parciales obligatorias y se instaura un sistema de opa total; se eliminan los diversos umbrales hasta ahora existentes cuya superación exige la formulación de opa y, con carácter general, quedan refundidos en uno solo (el 30%), más elevado que el mínimo actual; al amparo de lo establecido en la directiva se desarrollan las reglas aplicables en materia de deber de pasividad del órgano de administración y de neutralización de medidas defensivas, con la posibilidad de aplicar en ambos casos la regla de reciprocidad; se reconocen las figuras de la compra y venta forzosa; y, finalmente, se dispone un régimen especial para aquellos accionistas que, a la entrada en vigor de la nueva normativa, tengan una participación entre el 30% y el 50% del capital. Unas y otras previsiones aconsejan un análisis más sosegado.

El proyecto mejora sustancialmente el modelo general de opa actualmente existente. En el ámbito temporal, la nueva normativa sustituye el vigente modelo de opa a priori, que obliga a formular una opa para sobrepasar un determinado porcentaje del capital social, por un modelo de opa a posteriori, en el que la oferta sólo deberá formularse una vez sobrepasado un determinado umbral de participación en



Este año se han lanzado varias opas parciales como las que provocaron el enfrentamiento entre Román Sanahuja (izquierda) y Joaquín Rivero (derecha) por el control de Metrovacesa.

el capital con derecho a voto de una compañía.

La opa a posteriori es el modelo propugnado por la directiva y permite eludir algunos de los problemas interpretativos inherentes al sistema actual de opa a priori. Éste requiere analizar la intencionalidad del oferente para determinar si la operación concreta que provoca la superación del umbral de opa forma parte de un curso de acción en el que hubo otras adquisiciones previas con análoga finalidad. En cambio, con la opa a posteriori, lo único relevante es comprobar que se ha superado un determinado umbral en un determinado momento, con lo que en principio el modelo gana en claridad y seguridad jurídica (habrá que estar atentos, no obstante, a las dificultades que puedan existir para regular y determinar el precio equitativo al que deberá formularse la oferta).

En el ámbito cuantitativo, la nueva normativa desecha los supuestos de opa parcial obligatoria (sólo contempla opas parciales voluntarias) y plantea un sistema de opa total, que es el previsto por la

directiva. En su momento, entre las motivaciones para la instauración de un modelo de opa parcial se alegó que éste protegería mejor a las empresas nacionales, cuya supuesta menor capacidad financiera podía limitar su participación en el mercado de control de las sociedades cotizadas. Hoy es claro que en los más de quince años transcurridos desde la promulgación de la vigente normativa de opas, la fortaleza financiera y dimensión de las sociedades españolas han crecido notablemente y, actualmente, nuestras compañías son jugadores activos de los mercados internacionales de control y no precisan de protecciones en forma de opas parciales. Por lo demás, la evidencia empírica nos muestra que el vigente sistema de opa parcial impide que, en adquisiciones de paquetes inferiores al 50% del capital, los accionistas minoritarios puedan vender la totalidad de su participación, por lo que han de permanecer cautivos en una sociedad prácticamente controlada por el oferente; es más, en muchas ocasiones, la porción de prima de control derivada de la venta de una

La reforma transformará radicalmente la normativa española de opas

El proyecto mejora sustancialmente el modelo general actualmente existente

El umbral del treinta por ciento fijado en el proyecto es exigente pero tiene la virtud de ser claro

fracción de su participación no compensa el descenso de valor que posteriormente suele experimentar la otra fracción que no han podido enajenar.

En el plano de los umbrales cuya superación exige la formulación de opa, se pasa del prolijo y difícilmente manejable régimen actual (25%, 6% en un año y 50%, más los supuestos de opa por designación o intención de designar consejeros) a un simple umbral del 30% del capital con derecho de voto y que, salvo por la regla especial a la que seguidamente aludiremos, se aplicará con carácter general.

#### Tránsito

El tránsito de un modelo de opa no siempre total, como el actual, a un modelo de opa total exige establecer un umbral de opa más elevado que el mínimo genérico actual (25%), pero inferior al que en cualquier circunstancia otorgaría al adquirente un control indisputable (50%). La directiva alude a este umbral, que habrá de fijar cada Estado, como la adquisición de valores que confieran a un sujeto "un determinado porcentaje

de voto" que "le brinden así el control" de la sociedad. En abstracto, ese umbral habría de ser aquel que, atendidas las características del mercado de valores (tasa de concentración de capital, etc.) y en términos promedio, se considere que permite consolidar el control, haciéndolo difícilmente disputable.

Ha de ponderarse, por un lado, que un umbral muy bajo reducirá previsiblemente la actividad en el mercado de bloques accionarios favoreciendo que el control, aun disputable, se mantenga en manos de gestores ineficientes, porque los operadores tenderían a evitar aquellas transacciones que generen la obligación de formular opa.

En contraste, un umbral demasiado alto también disminuiría el número de ofertas, pero por una razón distinta: en tal caso el mercado de control funcionaría prácticamente al margen del régimen de opas. Desde esta perspectiva, el umbral del 30% fijado en el proyecto es exigente (por ejemplo, es el aplicable en Reino Unido, donde la tasa de dispersión del capital es notablemente superior a la española) pero