

REFLEXIONES SOBRE LA NUEVA NORMATIVA DE OPAS (Y III)

Venta y compra forzosas

El régimen de venta y compra forzosa tras la formulación de una oferta es una de las principales novedades de la directiva, y su implantación en España ayudará en la ejecución de operaciones 'public to private'.

Escibe Carlos Paredes Galego, socio de Uría Menéndez

En las operaciones *public to private* el control completo tiene un valor sustancialmente superior al control mayoritario (menores costes, aprovechamiento íntegro de sinergias, economías de escala, aplicación libre de políticas de grupo, etcétera.) y los mecanismos de venta y compra forzosa pueden ayudar a la realización de este tipo de operaciones protegiendo a la vez los derechos de los accionistas minoritarios.

Es sabido que los mecanismos de *squeeze-out* pueden ayudar a mejorar las dinámicas de las ofertas de adquisición. Sin ellos, los accionistas de la sociedad objetivo, cautivos de la acción colectiva, pueden verse tentados de adoptar una decisión no óptima para sus intereses.

Comparación

Veámoslo con un ejemplo, que reproduce la conocida paradoja de Grossman y Hart. Un oferente formula una oferta a un precio (13) que incorpora una prima sobre la cotización (10), pero los accionistas entienden que el valor real de la compañía tras la oferta (15) será superior al ofertado por el oferente (el oferente prevé obtener determinadas sinergias o beneficios adicionales una vez que controle la compañía y por eso formula la oferta). Antes de decidir, cada accionista comparará, por consiguiente, el valor de cotización pre-oferta (10), el precio de la oferta (13) y el precio estimado de la compañía post-oferta (15, que incorpora el mayor valor derivado de la gestión de la compañía por el oferente y de las sinergias que generará). Si el precio post-oferta es el mayor, ésta sólo tendrá éxito en la medida en que el oferente ofrezca precisamente el precio post-oferta pero, evidentemente, a ese precio nadie lanzaría una oferta, pues perdería dinero (los costes asociados a la propia formulación de la oferta). Como en la clásica formulación del dilema del prisionero, la búsqueda individual del bien conduce a una solución que no maximiza los intereses de los afectados: el deseo de cada accionista de obtener el precio post-oferta (15) provoca que ésta no triunfe, que los accionistas se queden con el precio pre-oferta (10) y que, llevado al extremo, nadie esté



Favorecerá la realización de operaciones 'public to private', que contarán con un procedimiento claro que garantizará la adquisición de un control completo por los oferentes.

dispuesto a formular opas.

La práctica enseña, no obstante, que las opas continúan formulándose y que existen mecanismos, más o menos imperfectos, que corrigen en parte estas ineficiencias. Uno clásico es que el oferente recupera parte de los beneficios a costa de los accionistas minoritarios que quedan en la compañía tras una opa exitosa a un precio cercano al precio post-oferta. Otra posibilidad es que el oferente adquiera antes de la oferta una participación en la compañía objetivo a un precio reducido (por ejemplo, 8), por lo que su beneficio iría implícito en la revalorización de su paquete. Y otra sería que la compañía resul-

tante tras la oferta quede muy apalancada, pues el mayor riesgo inherente favorecerá que haya más minoritarios dispuestos a salir.

Venta forzosa

En este contexto, la venta o retirada forzosa (*squeeze-out*) puede favorecer la formulación de ofertas y ayudar a corregir los efectos perniciosos de la acción colectiva. En esencia y retomando nuestro ejemplo, la venta forzosa permitiría que el minoritario reciba el precio de la oferta (13) pero impediría que acceda al precio post-oferta (15), que quedaría para el oferente. Desde esta perspectiva, actúa como un instrumento de *trade-off* favore-

En las operaciones 'public to private' el control completo tiene un valor superior al control mayoritario

La venta o la retirada forzosa puede favorecer la formulación de ofertas

ciendo la vitalidad del mercado de control societario a costa de una pequeña y asumible porción de potenciales beneficios de los accionistas minoritarios (la diferencia de 2 entre el precio de la opa y el precio post-oferta). Asimismo, simplificaría el árbol de decisión de los minoritarios minimizando los problemas de acción colectiva, pues, conforme a nuestro ejemplo, han de decidir básicamente entre recibir 10 o recibir 13: el accionista puede acudir a la oferta (en cuyo caso si la opa fracasa se queda con el precio pre-oferta y, si triunfa, recibe el precio de la oferta) o puede no acudir a la oferta (en cuyo caso si la opa fracasa se queda con el

precio pre-oferta y, si triunfa, el oferente previsiblemente ejercerá el *squeeze-out* en la medida en que espere obtener beneficios adicionales de la sociedad objetivo, por lo que el accionista recibirá normalmente también el precio de la oferta).

Protección

A la vista de esto, puede fácilmente comprenderse que la decisión acerca del umbral del *squeeze-out* ha de ser ponderada en función de los dos valores en juego (la protección de los minoritarios y el fomento del mercado de control societario). Cuanto más bajo sea el umbral del *squeeze-out*, más se asegura la resolución de los problemas de acción colectiva, más frecuentes serán las ofertas y mayores probabilidades de éxito tendrán, pero también las primas ofrecidas serán inferiores, mayores serán los beneficios que retornarán al oferente y menor la protección al minoritario. El razonamiento es simétrico en el polo opuesto.

La contrapartida del *squeeze-out* es el derecho de los minoritarios de exigir al oferente la compra forzosa (*sell-out*): éste funciona en el sentido contrario, pues reduce la presión en los minoritarios para acudir a la oferta y, en la medida en que les ofrece una protección adicional,

Otras cuestiones y el previsible desarrollo reglamentario

El Proyecto contiene otras previsiones sobre opas de indudable interés. Entre ellas, merece la pena destacar cómo, por fin, se atribuye rango legislativo a la inexistencia de derecho preferente de suscripción en los aumentos de capital que haya de realizar el oferente de una oferta de canje. La deficiente previsión actual, de rango reglamentario y contenida en el artículo 10.6 del vigente real decreto de opas, ha provocado que en algunas ofertas de canje los emisores, cautelosos, hayan decidido excluir cautelarmente el derecho preferente, con los inconvenientes procedimentales y económicos que ello conlleva. Queda mucho todavía por hacer

en materia de renovación de nuestra normativa de opas. El Proyecto sólo establece los criterios generales y aguarda una complicada labor de ajuste fino en el nivel reglamentario de desarrollo, pues, tras cerca de dos décadas de desarrollo y práctica de opas, no son pocos los problemas prácticos existentes ni claros los criterios y alternativas para su resolución. Este desarrollo reglamentario, además de completar las previsiones legales, habrá de atender a muchas y variadas cuestiones. Sin ánimo sistemático, algunas quedan aquí enunciadas: las reglas de cómputo de la autocartera, las opciones o los instrumentos derivados; la clarificación de las limitaciones a la actuación del oferente

mientras la oferta está pendiente; la confirmación de que determinadas operaciones corporativas (fusiones, escisiones, etcétera.) quedan fuera de la normativa de opas; la modificación del régimen de las ofertas competidoras, incluyendo la posibilidad de otorgar alguna ventaja mínima para el primer oferente que pueda compensar los costes de estudio e identificación del objetivo; la deseable armonización del régimen de control de concentraciones a nivel nacional y comunitario; la clarificación de la regulación aplicable a los planes de recompra de acciones; o la viabilidad bajo determinadas condiciones de los pactos de *break-up fees* entre el oferente y la sociedad afectada.

MÁRKETING Y PUBLICIDAD

Las operaciones en China, la reestructuración de las divisiones de creatividad y medios, y un giro en la estrategia de gigantes como P&G o Wal-Mart son hitos que llaman a la reflexión.

Tiempo de cambios

Escribe Amaya Guillermo

puede desincentivar la formulación de opas.

Así las cosas, la aplicación simultánea, como exige la directiva de opas, de los mecanismos de venta y compra forzosa se convierte en un arma de doble filo que exigirá de los oferentes una adecuada ponderación de las condiciones de la oferta: si el precio ofrecido es muy bajo, los accionistas confiarán en el *sell-out* y previsiblemente la oferta acabará fracasando, sin que pueda accederse a la compra forzosa. Con todo, nos parece que el mecanismo favorecerá decisivamente la realización de operaciones *public to private*, que contarán con un procedimiento claro y seguro que, cumplidas las condiciones requeridas, garantizará la adquisición de un control completo por los oferentes.

Doble umbral

Descendiendo al análisis concreto del Proyecto interesa realizar tres breves apuntes. El primero es resaltar que el Proyecto ha optado por la alternativa más conservadora, la del doble umbral, que exige alcanzar el 90% de los derechos de voto y que además la oferta haya sido aceptada por al menos el 90% de los derechos de voto, excluidos los que ya obrasen en poder del oferente, lo que, con carácter general, presupone que las condiciones de la opa han sido "buenas", pues ha logrado una amplia aceptación. Sin embargo, ha de repararse que con esta formulación se dificulta la aplicación del mecanismo de compra y venta forzosa cuando el oferente, antes de formular la oferta, ya ostente una participación significativa en la compañía afectada -cuestión que, en un mercado con una elevada tasa de concentración como el español, no resulta infrecuente-. Esa dificultad se incrementa más que proporcionalmente a medida que la referida participación significativa resulte más elevada, pues estadísticamente resulta imposible lograr la unanimidad en este tipo de ofertas y el porcentaje que no acude a ellas incrementa su importancia relativa a medida que el capital flotante es más exiguo. Por ello, quizás resultaría preferible establecer la regla del umbral único, si acaso algo más elevado que el 90%, de tal

manera que, habiéndose formulado previamente una oferta total, pueda exigirse la compra o venta forzosa si el accionista es titular de un determinado porcentaje de los derechos de voto (entre el 90% y el 95%).

Menos canjes

En segundo lugar, ha de valorarse si el régimen de *squeeze-out* y *sell-out* que se propone puede desincentivar las opas mediante canje de valores. El Proyecto, al referirse a la compra y venta forzosa, parece disponer que estos mecanismos se hayan de ejecutar como compraventa (lo que excluiría una contraprestación en valores). De ser así, amén de los problemas de valoración que pueden producirse, se dificultará la realización de ofertas de canje: reaparecerán los problemas de acción colectiva, cada accionista podrá verse tentado a no acudir a la oferta y esperar la ejecución del mecanismo de compra o venta forzosa en dinero pero

El Proyecto ha optado por la alternativa más conservadora, la del doble umbral

ello no ocurrirá finalmente por la previsible falta de éxito de la oferta. Para evitar este resultado y a los efectos de su transposición en el ordenamiento español, quizás convenga considerar que la directiva, al disponer que la compraventa forzosa deberá adoptar la misma forma que la contraprestación de la oferta previa y dar libertad a los Estados para exigir o no que el efectivo se ofrezca como alternativa, parece admitir que la contraprestación del *squeeze-out* o *sell-out* pueda consistir sólo en valores cuando la oferta previa fuese de canje.

Y, finalmente, a efectos del desarrollo reglamentario habrá de repararse en la conveniencia de que las ofertas puedan condicionarse a la adquisición de un porcentaje de capital que permita la puesta en marcha de los mecanismos de compra y venta forzosa y que éstos se ejecuten al mismo precio que la oferta. De lo contrario, el pretendido efecto incentivador de las adquisiciones de control quedaría notablemente mermado.

Trimestre a trimestre, las novedades que mueven las cuentas de resultados de las multinacionales publicitarias son la entrada y salida de grandes cuentas. En el tercer trimestre del año, Publicis ha perdido Cadillac y las cervezas Beck, y ha ganado Sony Ericsson. WPP se ha hecho con anunciantes como Nike o Diageo, y Omnicom ha conseguido la cuenta de la cadena Safeway. Sin embargo, en los últimos meses, se han producido varias noticias que se podrían interpretar como pistas que anticipan cambios estructurales en el sector.

En las últimas semanas, WPP, el segundo grupo publicitario, propietario de agencias como JWT o Basat Ogilvy, ha cerrado cuatro adquisiciones en India, China y Corea del Sur. El objetivo de la multinacional británica es que China sea su tercer mayor mercado en 2008, año en el que Pekín organiza los Juegos Olímpicos. El interés por el gran mercado asiático no es sólo de WPP. El grupo francés Publicis, que acaba de adquirir la compañía china de eventos Emotion, espera duplicar su negocio en este mercado en los próximos tres años.

Los movimientos de las compañías de publicidad en este mercado son un reflejo del despertar consumista de una población que no deja indiferente a los grandes anunciantes, que ya han dejado de ver este país como una gran factoría para acercarse a él como un mercado con gran potencial.

Otro de los hechos puntuales de

Al gigante de la distribución Wal-Mart le ha convencido la reestructuración de agencias de Interpublic

los últimos meses sobre el que el sector debería reflexionar es la decisión de Interpublic, grupo propietario de agencias como McCann Erickson, de reorganizar su negocio de agencias de publicidad y de agencias de medios. Hasta ahora, la compañía estadounidense, igual que el resto de las multinacionales del sector, mantenía estas dos áreas de negocio separadas. Sin embargo, por una cuestión de reducción de costes, Interpublic ha colocado cada una de sus agencias de medios bajo la órbita de una de sus redes de agencias: Universal McCann dependerá de la red McCann, e Initiative, de Draft FCB.

Convergencia

Lo interesante de esta reorganización es que acerca dos disciplinas que en la última década han llevado caminos divergentes. ¿Puede ser el inicio de una senda de convergencia? Por el momento, el nuevo modelo ya ha convencido al gigante estadounidense de la distribución



Wal-Mart, que acaba de repartir su cuenta publicitaria, valorada en 570 millones de dólares (448,4 millones de euros), entre Draft FCB y la agencia Carat. El resto de los grupos publicitarios mantiene la separación entre agencias de creatividad y de medios como si de agua y aceite se tratase.

Planificación

Otro de los indicios de que podríamos estar ante un cambio estructural procede de Procter & Gamble. La publicación estadounidense especializada *Advertising Age* recoge unas declaraciones del consejero delegado del grupo de bienes de consumo, A.G. Lafley, en las que explica que Procter & Gamble está "trasladando parte de su presupuesto publicitario de medios que no están funcionando como esperábamos a otros que sí lo hacen". Curiosamente, uno de los medios que está viendo la reducción de la inversión del propietario de marcas como Gillette, Olay o Pantene es la televisión. Sin afán de desatar alarmas, ya que los cambios son casi inapreciables económicamente, resulta significativo que el presupuesto publicitario de Procter & Gamble para televisión en el primer semestre del año haya bajado tres puntos porcentuales, hasta 69,3 por ciento, y por primera vez desde 2001 se haya colocado por debajo del 70 por ciento.

También resulta interesante ver qué medios de comunicación son los que se han beneficiado de cambio de estrategia. Por supuesto que Internet está en racha, pero lo sorprendente del giro de la planificación de Procter & Gamble está en que ha hecho una inyección publicitaria en el ámbito editorial, tantas veces defenestrado por los medios audiovisuales. En lo que va de año, esta compañía ha aumentado un 22,3 por ciento su inversión en revistas estadounidenses y un 24 por ciento en medios escritos, en general. De los 1.600 millones de dólares que Procter & Gamble destinó a publicidad en el primer semestre, la prensa

y las revistas acapararon el 28,2 por ciento, tres puntos porcentuales más que en mismo periodo del año anterior.

En relación a este tema, un reciente estudio sobre medios en Estados Unidos apunta a las revistas como uno de los medios más exitosos dentro de la planificación publicitaria. No obstante, en el fondo de esta cuestión no está el renacimiento de la revistas y el ocaso de la televisión, sino la importancia que los anunciantes dan al retorno de su inversión. De cada euro que destinan a publicidad quieren conocer con precisión su utilidad.

Conexión de temas

¿Existe alguna relación entre los te-

En el primer semestre, Procter & Gamble ha aumentado más de un 22% su inversión publicitaria en revistas

mas apuntados: el despertar de China, la convivencia de agencias de publicidad y de medios, y el cambio de paradigma en la planificación de medios? Son algunos de los retos que las grandes compañías del sector tienen delante.

China se presenta como el mercado emergente en el que se pueden aplicar las herramientas de comunicación masiva que han imperado en Occidente en los últimos 30 años y que convirtieron al ámbito de la publicidad en uno de los más influyentes socialmente.

Para los mercados naturales de estas multinacionales (Estados Unidos y Europa), se necesitan nuevas técnicas de comunicación que pongan al consumidor en el centro. Es el momento de la personalización, del diálogo con cada uno de los consumidores. Por eso, es el momento de replantear la relación entre las agencias de publicidad y las de medios, y de cuáles son los medios de comunicación más adecuados para cada marca o producto.