

DESDE DENTRO
PAUTAS PARA OPERAR CON RAPIDEZ EN BOLSA

La bolsa española es uno de los mercados donde el capital de las empresas cotizadas está más controlado por inversores estratégicos y familiares. Ello no impide, sin embargo, que el intercambio de acciones sea fluido.

Valores controlados,



por Carmen Rosique
El capital de las compañías del Ibex que circula libre en mercado ronda el 55% si se tienen en cuenta incluso las participaciones más pequeñas.

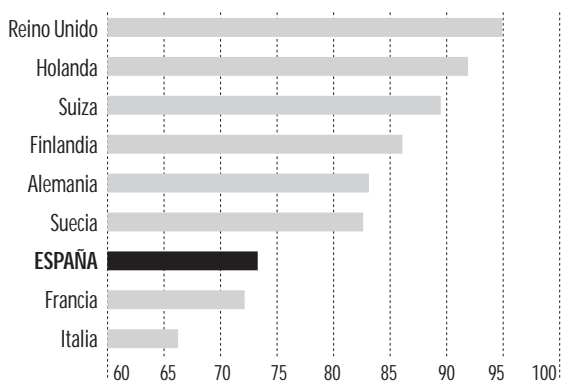
La bolsa española es uno de los mercados europeos donde el capital de las empresas cotizadas está más controlado por inversores estratégicos y familias, junto a Francia e Italia. El capital que circula libre en mercado (*free-float*), que es aquel que no está controlado por accionistas de referencia, se sitúa para el conjunto del mercado cerca del 70%, según los datos de DJ Stoxx y Bloomberg, que no tienen en cuenta las participaciones inferiores al 5% aunque sean estables. La cifra del mercado español es similar a la de Francia y algo superior al 67% de Italia, pero está muy lejos del 95% de Reino Unido y Holanda.

“En España hay más tradición de que haya grupos importantes detrás de las empresas, algo que no pasa en países con cultura anglosajona, donde el Estado tampoco ha sido accionista de un buen número de compañías, como sí ha pasado en España, Italia o Francia”, explica Pablo García, de Oddo Securities. Este experto señala que cuanto más proteccionista es un país, menos *free-float* tienen sus empresas cotizadas y pone ejemplos como lo que ha pasado en Italia o España con la consolidación bancaria y eléctrica.

Cristina Torres, experta del grupo de Mercado de Capitales de PricewaterhouseCoopers, llama la atención sobre el hecho de que son los mercados más maduros, como el estadounidense y el británico, los que tienen las empresas menos controladas. “Cuanto más años pasan [de una empresa] menos controlado está el capital de las cotizadas porque las familias fundadoras

España, a la cola de Europa

Capital de las compañías que circula libre en mercado, en % sobre el total.



FUENTE: Citigroup

EXPANSION

van vendiendo su parte”, señala Alicia Jiménez, de Self Trade Bank.

Un análisis realizado sobre el Ibex, teniendo en cuenta esas participaciones estables aunque sean inferiores al 5%, muestra que, de media, el capital de las empresas del índice que cotiza libre en mercado ronda el 55%. Algunos expertos advierten que incluso puede ser inferior. Este hecho hace, según los expertos de Citigroup, que las empresas sean más propensas a retener

pay out (parte del beneficio que se destina a dividendo) menor que el resto de sus rivales”. Al contrario de lo que puede parecer, el mercado español está entre los más líquidos (aquellos en los que es más fácil comprar y vender valores en poco tiempo), según explican desde PricewaterhouseCoopers (ver pág. 6).

Este último punto se aprecia especialmente en los grandes valores, donde los extranjeros no tienen problemas a la hora de invertir. Combinan a la perfección grandes dosis de capital libre en mercado –entre el 80% y el 90%– y alta rotación de valores (los títulos que cambian de manos en cada sesión sobre el total admitido).

Ley de opas

Los expertos señalan que los continuos movimientos accionariales que han experimentado este año las empresas cotizadas han ayudado a mejorar la liquidez de muchos valores porque ha habido mucha rotación de títulos. No obstante, la sensación de parte del mercado es que el capital riesgo ha reducido el *free-float* de la bolsa española, al hacerse con acciones que estaban dispereas entre más inversores. De seguir a este ritmo “puede ser peligroso”, según Alberto Roldán, de In-

Las compañías pequeñas suelen estar más controladas que las grandes, pero hay excepciones

los beneficios para propiciar una futura expansión, en vez de destinarlos al pago de dividendo. “En todos los sectores del DJ Stoxx las compañías españolas tienen un ratio de

Los accionistas de las empresas del Ibex

Abertis		
ACS	24,8%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley, ACS o La Caixa podrían intentar reforzar su posición accionarial (hasta un máximo del 50%) sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%.
La Caixa	23,3%	
Caixa d'Estalvis de Catalunya	5,7%	
Sitreba	5,5%	
Acciona		
Grupo Entrecanales	59,6%	
Acerinox		
Corporación Financiera Alba	20,3%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley, C.F. Alba podría intentar reforzar su posición accionarial (hasta un máximo del 50%) sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%.
Alicia Koplowitz	11,1%	
Nisshin Steel Co	11,1%	
ACS		
Florentino Pérez	10,0%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley, C.F. Alba podrían intentar reforzar su posición accionarial (hasta un máximo del 50%) sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%.
C. Financiera Alba	20,0%	
C. Financiera Alcor (Alcocer/Cortina)	12,0%	
Altadis		
Fondos	9,9%	
Antena 3		
Grupo Planeta- De Agostini	39,5%	Grupo Planeta-De Agostini no muestra interés por incrementar su participación, que ha reducido por debajo del 50%.
Banco Santander	10,0%	
RTL Group	17,3%	
Banesto		
Santander	88,5%	
Cintra		
Grupo Ferrovial	62,0%	
Popular		
Sindicatura de Accionistas	14,4%	
Allianz	9,4%	
Americo Ferreira de Amorin	6,7%	
Unión Europea de Inversiones	5,0%	
Bankinter		
Jaime Botín	16,3%	
R. Bhavnani	12,0%	
BBVA		
Enagás		
Gas Natural	5,0%	
Caja de Ahorros del Mediterráneo	5,0%	
Atalaya Inversiones	5,0%	
BP España	5,0%	
Caja de Ahorros de Asturias	5,0%	
Cantábrica de Inversiones	5,0%	
Sagane	5,0%	
Endesa		
Caja Madrid	9,9%	Acciona tiene intención de aumentar su participación hasta el 24,9%. No creemos probable que intente superar dicha participación.
Acciona	15,3%	
Axa	5,4%	
FCC		
Esther Koplowitz	52,6%	
Acciona	15,1%	
Ferrovial		
Familia del Pino	58,3%	
Gamesa		
Iberdrola	17,0%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley Iberdrola podría intentar reforzar su posición accionarial hasta cerca del 50% sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%
Corporación IBV (50% IBE-BBVA)	14,8%	
Gas Natural		
Repsol	30,8%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley, Repsol o La Caixa podrían intentar reforzar su posición accionarial hasta cerca del 50% sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%.
La Caixa	30,0%	
Suez	5,0%	
Caixa d'Estalvis de Catalunya	3,0%	
Iberdrola		
ACS	10,0%	ACS no descarta llegar al 24,9%. Si lo superara ahora tendría que lanzar OPA parcial, que podría aprovechar para hacerse con el 50% sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%.
BBVA	5,5%	
Kutxa	7,5%	

verseguros.

También entra en escena la nueva ley de opas que prepara el Gobierno. El proyecto de ley que se aprobó reciente-

mente introduce importantes modificaciones respecto a la obligatoriedad de lanzar una opa, aunque la ley no será efectiva hasta la primavera.

Entre las principales novedades está la obligatoriedad de lanzar una oferta por el 100% del capital en el momento que un accionista controle



pero líquidos

Iberia		
British Airways	10,0%	British Airways tendría la posibilidad de incrementar su participación actual, si bien valoramos esta operación en el marco de una integración amistosa.
Caja Madrid	9,9%	
BBVA	7,3%	
Logista	6,7%	
Sepi	5,8%	
Inditex		
Amancio Ortega	59,3%	
Rosalía Mera	7,0%	
Indra		
Caja Madrid	15,0%	Caja Madrid podría intentar reforzar su posición accionarial hasta un máximo del 50%
Caja Ahorros de Asturias	5,0%	
Fadesa		
Pendiente opa Martinsa sobre 100%		
Metrovacesa		
Sacresa	39,6%	Sacresa y Rivero/Soler tienen un periodo de Lock up de seis meses. Si cualquiera de ellos hiciera con un 5% adicional en un año se verían obligados a lanzar una OPA sobre el 100% del capital.
Rivero y Soler	36,3%	
Bancaja	5,2%	
Caja del Mediterráneo	2,4%	
Red Eléctrica		
Sepi	20,0%	
Prisa		
Jesús Polanco	64,4%	
Telecinco		
Mediaset (Silvio Berlusconi)	50,1%	
Vocento	13,0%	
Repsol		
La Caixa	14,1%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley La Caixa podría reforzar su posición accionarial hasta un máximo del 50%.
Repsol	10%	
Banco Sabadell		
La Caixa	12,5%	Es poco probable que La Caixa decida incrementar su participación, considerada como financiera y que ha ido reduciendo en el pasado.
Santander		
Assicurazioni Generali	1,3%	
Mutua Madrileña	1,1%	
Familia Botín	1,1%	
Sogecable		
Prisa	43,4%	
Telefónica	17,3%	
Vivendi	5,6%	
Mapfre		
Cartera Mapfre	54,9%	
Telefónica		
BBVA	7,0%	
La Caixa	5,4%	
NH Hoteles		
Hesperia	23,6%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley Hesperia podrían intentar reforzar su posición accionarial hasta un máximo del 50% sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%.
Amancio Ortega	10,3%	
Bancaja	5,9%	
Caja Ahorros Guipuzkoa/S. Sebastián	5,4%	
Ibercaja	5,0%	
Unión Fenosa		
ACS	35,2%	Antes de la entrada en vigor de la nueva Ley ACS podría intentar reforzar su posición accionarial (hasta un máximo del 50%) sin necesidad de lanzar OPA sobre el 100%.
Manuel Jové	5,2%	
Caixa Galicia	10,0%	
Caixanova	5,0%	
Sacyr Vallehermoso		
Luis del Rivero	13,7%	
José Loureda	13,4%	
Torreale (J. Abelló)	10,0%	
Varias Cajas de Ahorro	13,0%	
Manuel Manrique	8,9%	
Mutua Madrileña	4,1%	

Fuente: Inverseguros

más del 30% de los derechos de voto. Para los que ya lo tienen, cuando entre en vigor la nueva normativa tendrán que lanzar una opa en el momen-

to que aumenten su presencia por encima del 5%, aunque hay algunas excepciones. "Hay 25 de las 35 empresas del Ibex cuyos accionistas no tie-

nen más del 50% del capital", señala un informe de Inverseguros. Explica que un accionista ya presente o un nuevo inversor podría hacerse con

una participación de control de la compañía de forma menos gravosa ahora que tras la entrada en vigor de la nueva normativa. En el cuadro adjunto se observan los accionistas que controlan las empresas del Ibex y en algunos casos Inverseguros comenta la posibilidad de que los actuales puedan o no aumentar su participación.

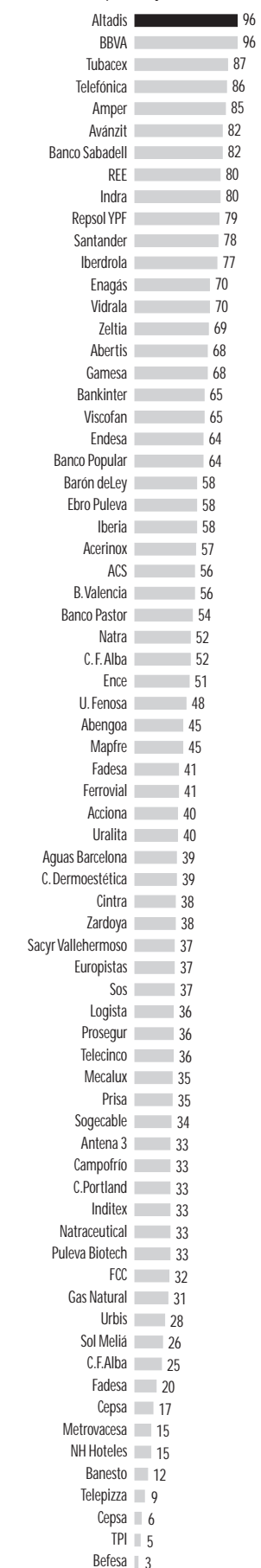
Cuando hay un accionista de control es más fácil negociar una opa sobre la empresa

La importancia del *free float* queda patente al analizar las empresas desde esta perspectiva porque, como señala Roldán "si el *free-float* es reducido es más fácil preparar la compra de una empresa cotizada, ya que se negocia con el accionista mayoritario". Claro, que esto también tiene una segunda lectura, porque en este tipo de valores se reduce la posibilidad de ofertas hostiles, que suelen ser las más interesantes para los accionistas porque suelen pagar primas más elevadas para asegurarse el éxito de la adquisición. Alicia Jiménez llama la atención sobre las fórmulas de control parcial que se están produciendo en algunos valores, en los que entran nuevos accionistas y llevan las riendas de la compañía, y cita casos como el de Javier Tallada, que controla el 14,5% de Avanzit, que es un valor que, sin embargo, ha mejorado su liquidez diaria.

Cómo están los españoles

Radiografía del mercado

Free-float, en porcentaje*.



*Porcentaje del capital que circula libre en el mercado
FUENTE: DJ Stoxx, Citigroup, Inverseguros y elaboración propia con datos de la CNMV. EXPANSIÓN

BBVA, Telefónica y Altadis están entre los valores de la bolsa española con mayor porcentaje de su capital que circula libre en mercado, aunque en el caso de Altadis hay fondos que controlan más del 10%, pero no se consideran participaciones estables. En general, y tras las privatizaciones, las empresas más grandes suelen estar menos controladas en bolsa mientras es más común que en las pequeñas haya accionistas de referencia, aunque siempre hay excepciones. "Es lógico, las empresas de menor tamaño suelen ser negocios familiares, de ahí que estén tan controladas. A medida que éstas van creciendo se van desprendiendo de su participación", explica Nicolás López, director de análisis de M&G Valores. En su opinión, "una compañía con *free-float* más elevado es mejor, porque refleja de forma más fidedigna el valor de la compañía" y explica que cuando hay pocos títulos en circulación la cotización es más fácil de manejar. Pero entre las empresas menos controladas por los grandes accionistas se cuela una de las pequeñas: Tubacex. Precisamente por su reducido tamaño y no tener un núcleo de control férreo ha sonado este año en numerosas ocasiones como objetivo de opa por parte de grandes empresas. No obstante, en las cifras, que tienen en cuenta la participación del 5% que tiene Caja Navarra y el 5% de Atalaya Inversiones -sociedad de las cajas de ahorros-, no está incluido el 3,70% que tiene Fidelity, según los datos de la CNMV. Hay otros casos, como el de Banco Sabadell, que, según explican los expertos, aunque "en teoría" tiene libre el 80% del capital, en la práctica podría no superar mucho más del 25% en la práctica porque hay muchas familias catalanas con pequeñas participaciones, que llevan muchos años en el capital del banco. Entre las compañías cotizadas españolas llama la atención el escaso *free-float* de Befesa, que esta semana ha jugado una mala pasada a los inversores. También pasó con Metrovacesa. (Sigue en la pág. 6)