



La defensa de los pequeños accionistas en Europa y en España

Equipo Técnico de ADICAE cuadernillo revista USUARIOS núm. 64 septiembre 2002

Los problemas que afectan a los mercados financieros españoles y que dejan al pequeño accionista en manos de los grandes inversores no son exclusivos de nuestro país. En España tienen como rasgo propio un dominio y participación de los bancos y cajas sobre el resto de las empresas españolas. Pero también en el resto de Europa, como en Estados Unidos y Canadá existe una falta de confianza en los pobres resultados de la Bolsa e inseguridad debido a escándalos financieros, si bien las afrontan mejor gracias a las asociaciones que los agrupan.

Y sin embargo, la desconfianza y los riesgos de actuaciones abusivas de nuestros vecinos europeos no es nueva. Están expuestos, en diferentes grados, a los problemas de falta de transparencia, fraude contable, manipulación de las juntas de accionistas, actuaciones que afectan a la cotización de las acciones en perjuicio del inversor, remuneraciones abusivas de los directivos y consejeros, etc., que conocemos en España. Sin embargo, la más temprana incorporación de la población en estos países al accionariado de las empresas ha permitido el desarrollo de mecanismos de autodefensa de los ahorradores-inversores frente a los abusos que empezamos a padecer ahora más masivamente en nuestro país.

Para crear la confianza en la inversión en las empresas las Asociaciones de pequeños accionistas constituyen en muchos países europeos una palanca que favorece el apoyo político al pequeño inversor y que consigue que se refuerce la integridad y transparencia de las empresas, estimulando la acción de Instituciones de Control fuertes, que establezcan y hagan cumplir las normas evitando caer en la presunción de principios que no pueden aplicarse cuando existen intereses económicos como la "honorabilidad de los administradores" y la confianza en la autorregulación.

Las asociaciones de accionistas trabajan para conseguir que los accionistas sean autosuficientes, abandonando el asesoramiento interesado de bancos, cajas, gestores, medios de comunicación,

y analistas, y tomando decisiones con su propia información, con garantías, a través del estudio de sus propias bases de datos y el análisis de los mercados, sin interferencias de otros intereses que no sean los de los propios accionistas.

Las organizaciones de accionistas aprovechan su fuerza participando en las juntas de accionistas de las empresas, y exigiendo en las mismas la presencia de las gestoras de los fondos de inversión, apoyando los intereses de quienes les pagamos: los partícipes. Esta participación de las agrupaciones de accionistas utiliza los mismos medios que utilizan los grandes inversores, mostrando sus posiciones ante los consejos de administración, las instituciones reguladoras del mercado financiero, y los medios de comunicación.

Así pues, en muchos países de Europa los accionistas han sabido tomar medidas para presionar con la fuerza que supone representar entre un 70 y un 80% de la inversión bursátil directamente o a través de fondos de inversión. España está próxima a estos porcentajes y posiblemente los supere para el año 2005, como se demostró en el Congreso Mundial de las Organizaciones de Accionistas en Estocolmo, WFIC (World Federation of Investors), celebrado en junio de 2002, y en el que estuvo presente ADICAE para incorporar su propia experiencia a la de las demás asociaciones de otros países y con el propósito de seguir y aplicar en España, al servicio de sus socios y de todos los pequeños ahorradores-inversores que lo deseen, las líneas de acción ya iniciadas en Europa.

Los pequeños inversores en España

Cada año, en los meses de abril y mayo, es habitual que millones de pequeños ahorradores que han invertido su dinero en acciones con el objeto de obtener una plusvalía y un dividendo, sean convocados por las grandes empresas (Repsol, Telefónica, BSCH, BBVA) para que den



su visto bueno a la aprobación de las cuentas anuales y a la gestión realizada por el Consejo de Administración. Gracias al sistema de delegación de voto, los Consejos de Administración acuden a su cita anual con los accionistas con una mayoría más que sobrada para tener bien atado el resultado de la Junta.

Los pequeños inversores ahorradores se ven impotentes e indefensos ante las importantes tomas de decisión que realizan los grandes grupos de inversión, bancos y fondos, que ignorando los intereses de los accionistas minoritarios, deciden para el próximo año sobre la actuación de la sociedad sin tener en cuenta en el diseño de la política de la sociedad los millones de euros invertidos por los pequeños ahorradores. Estos accionistas resultan aparcados en las decisiones más importantes que han de adoptar los órganos gestores de la sociedad. Los pequeños accionistas se convierten en los "convidados de piedra", o peor aún, en los "paganos de siempre" que ven como los grandes grupos accionariales juegan con sus ahorros, muchas veces con oscuras finalidades cuando no en interés de los grandes accionistas.

Con el comienzo de la temporada de las juntas de accionistas, se constata el malestar de los inversores por la caída de beneficios de muchas empresas cotizadas y la mala evolución bursátil de las sociedades. Cada vez más Juntas Generales se desarrollan de forma borrascosa, como ocurrió en las Juntas de Terra, BSCH, Banesto. Cada vez más accionistas toman la palabra y sus intervenciones son mucho más críticas y contundentes. De esta forma la realidad se hace un hueco y los accionistas pasan de ser un mero espectador a ser protagonistas en las futuras decisiones de los Consejos de Administración de las grandes empresas.

Hay que tener en cuenta que los accionistas no realizan sus inversiones con el sólo objetivo de conseguir un dividendo, sino que cada vez más ese ahorro va destinado a empresas que presentan unas opciones de inversión futuras, mediante las plusvalías obtenidas por la buena marcha de la sociedad, por lo que los pequeños accionistas cada vez están más interesados en la buena evolución económica de la empresa. Ante esta desprotección de los ahorradores inversores en la toma de decisiones empresariales, los accionistas minoritarios tienen varias vías para hacer valer sus derechos frente a los grandes grupos que deciden sobre el futuro de las sociedades.

El Estado, consciente de la soledad del inversor, estudia el establecimiento de mecanismos que

propicien la transparencia de las sociedades y la defensa de los intereses de los pequeños accionistas. Recientemente se ha remitido al Congreso de los Diputados un proyecto de ley para modificar la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1654/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas que coticen en Bolsa. Por otro lado, la nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) obligará a toda sociedad que quiera adquirir más del 50% de otra a realizar una OPA por el 100%, y cuando se supere el 25% será necesario lanzar una OPA sobre el 10%.

Al mismo tiempo, desde el Gobierno se están promocionando los Informes realizados por expertos con el objeto de lograr la transparencia de las sociedades y una mayor protección de los pequeños accionistas a través de recomendaciones o modificaciones legislativas que afectan a las sociedades cotizadas en Bolsa. Hay que destacar en este aspecto el Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Inversoras, llamado Informe Aldama, que fue aprobado el 8 de enero de 2003; y la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades, conocida como Comisión Olivencia, aprobándose su informe el 26 de febrero de 1998.

La unión en asociaciones de inversores

Uno de los instrumentos que tienen los pequeños accionistas para defender sus intereses en las Juntas Generales es la unión en asociaciones de inversores, que son agrupaciones de pequeños accionistas constituidas para defender los derechos de las personas que las componen. Estas agrupaciones se convierten así en elementos fundamentales de orientación y formación de los accionistas. Se constituyen como pequeñas comunidades de bienes, con aportaciones muy moderadas de sus partícipes, y a través del estudio y debate de los mercados toman decisiones de inversión, de las que luego cada miembro saca sus conclusiones para sus inversiones particulares.

A través de estas asociaciones de inversores se consigue hacer valer los derechos políticos que como accionistas tienen estos ahorradores en la toma de decisiones por parte de los órganos ejecutivos de la sociedad: como puede ser el voto o la impugnación de acuerdos en la Junta



General, que normalmente son desaprovechados cuando se actúa de forma individual.

Otra de las grandes ventajas de los clubes de accionistas es la de buscar, proporcionar y asegurar a cualquier partícipe que le llega toda la información procedente o relativa a la empresa. Entre sus funciones cabe destacar canalizar las noticias e informaciones, y comunicarlas a los socios para que con un lenguaje sencillo y claro puedan ser entendidas por los ahorradores inversores. Las asociaciones de accionistas trabajan para lograr que los partícipes sean autónomos en sus decisiones, abandonando el asesoramiento interesado de bancos, cajas de ahorros, gestores, medios de comunicación y analistas, y tomando decisiones con su propia información, más garantizada, a través del estudio de sus bases de datos y el análisis de los mercados, sin interferencias de otros intereses que no sean los propios de los accionistas minoritarios.

Uno de los temas que suponen un mayor campo de actuación de las asociaciones de accionistas se refiere a la "traducción" de los informes y cuentas anuales para que puedan ser entendidos por los accionistas minoritarios. Hay que tener en cuenta que el anuncio de convocatoria de la Junta de Accionistas debe incluir el derecho de todo accionista a obtener de la sociedad de forma inmediata y gratuita, los documentos que han de ser sometidos a la aprobación de la junta y, en su caso, el informe de los auditores de cuentas. Sin embargo, debido al lenguaje técnico y al oscurantismo que proporcionan los números, pocos accionistas acuden a las Juntas con la información debidamente conocida para hacer valer sus derechos. Es en este tema, donde los clubes de pequeños ahorradores inversores juegan un papel fundamental.

Los únicos derechos de los accionistas de cara a la celebración de las Juntas Generales se refieren a la forma de realizar la convocatoria. El anuncio de convocatoria deberá expresar, al menos, los siguientes datos: nombre de la sociedad, las personas que efectúan la convocatoria, la fecha y hora de la reunión en primera convocatoria y el orden del día, con una descripción suficiente de todos los asuntos que hayan de tratarse. También puede contener la fecha de celebración de la junta en segunda convocatoria. Este anuncio debe incluir el derecho de todo accionista a obtener de la sociedad de

forma inmediata y gratuita, los documentos que han de ser sometidos a la aprobación de la junta y, en su caso, el informe de los auditores de cuentas. Sin embargo, debido al lenguaje técnico y al oscurantismo que proporcionan los números, pocos accionistas acuden a las Juntas con la información debidamente conocida para hacer valer sus derechos.

La reforma del Gobierno de la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas ha olvidado introducir los mecanismos legales oportunos que faciliten la protección de los intereses de los pequeños accionistas y les faculte para impugnar los acuerdos de los administradores que lesionen sus derechos. La actual redacción de la Ley de Sociedades Anónimas permite a los minoritarios impugnar un acuerdo de la Junta General, pero queda limitada esta posibilidad a quienes posean al menos el 5% del capital social para impugnar los acuerdos del Consejo de Administración. De esta forma se imposibilita al accionista minoritario participar en la decisión de los órganos ejecutivos. Incluso con la intervención de las asociaciones de accionistas sería muy difícil alcanzar este porcentaje, por lo que tiene su fundamento las críticas a este elevado techo para impugnar acuerdos.

Otro de los apartados de la reforma legislativa modifica los derechos de asistencia y voto en las Juntas de Accionistas, al hacer posible que se puedan votar los puntos del orden del día mediante correspondencia postal o electrónica, con lo que la agrupación de los accionistas gracias a las nuevas tecnologías, mediante foros en Internet o páginas web, puede servir de instrumento a los derechos de los accionistas minoritarios.

En países como EE.UU. y Canadá, la falta de confianza en los pobres resultados de la Bolsa y la inseguridad debida a los escándalos financieros se han afrontado mejor que en España debido a las asociaciones de accionistas minoritarios que agrupan sus intereses en las Juntas Generales y en la toma de decisiones de los Consejos de Administración.

En muchos países de Europa, los accionistas, con la fuerza que da el tener el 70% directamente o a través de fondos de la inversión del capital de las empresas cotizadas, han conseguido un gran poder en la toma de decisión de los Consejos de Administración. España está próxima a estos porcentajes y posiblemente los supere para el año 2005.



Otro de los instrumentos proporcionados en las reformas legislativas y recomendaciones de la Administración Central se refieren a la figura del consejero independiente como valedor de los intereses de los pequeños accionistas. Se denominan consejeros independientes a aquellos que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los principales grupos accionariales de control que más influyen sobre las decisiones de la empresa. Su desvinculación se complementa, teóricamente, con las características de experiencia, competencia y prestigio profesional. La principal misión de los consejeros independientes sería hacer valer ante el Consejo de Administración los intereses de los ahorradores inversores.

En las propuestas del Informe Aldama se recoge la idea de una presencia amplia de consejeros externos, y dentro de éstos tendrían una participación muy significativa los consejeros independientes. Para los pequeños accionistas estas medidas adolecen de indefinición y pecan de genéricas e imprecisas. Sería conveniente recoger en el informe de la Comisión una serie de conceptos que precisaran la aplicación de estas medidas: quién es el órgano que se encarga de retribuir a estos accionistas, quién o qué garantiza la actuación de estos consejeros independientes y qué se entiende por una participación muy significativa. Existen críticas generalizadas sobre la falta de motivación para la defensa de los pequeños accionistas en el ejercicio del cargo y más que dudas sobre la posibilidad de ser verdaderamente independientes de quienes procuran su nombramiento.

El rigor debería primar en el proceso de selección de los consejeros independientes, extremándose al máximo la finalidad de sus funciones en la designación de los candidatos a cubrir estos puestos del Consejo de Administración. En un primer lugar, el perfil de estos consejeros debería proceder de una extracción profesional, complementándolos con la incorporación de personas procedentes incluso de ámbitos ajenos al mundo empresarial, con la intención de crear "consejerías cruzadas", lo que lograría enriquecer con puntos de vistas diferentes las decisiones del Consejo de Administración.

En segundo lugar, hay que valorar su perfil de independencia. En el proceso de elección debe asegurarse que el consejero independiente no se vea afectado por relaciones o intereses que puedan comprometer en un futuro su capacidad para ejercer sus funciones con imparcialidad y objetividad. Debe verificarse la independencia del candidato respecto del equipo ejecutivo, evitando que tenga

algún vínculo familiar, profesional, comercial o similar con quienes desempeñen puestos de decisión. En la práctica internacional se han establecido a título de ejemplo casos de incompatibilidad cuando los candidatos están ligados por un "vínculo significativo" con la empresa: antiguos ejecutivos de la compañía, familiares inmediatos de un alto directivo o que lo haya sido, personas que directa o indirectamente tengan o hayan tenido relaciones comerciales o profesionales con la sociedad. También debe evitarse que el consejero independiente tenga una participación importante en el capital de la sociedad o vínculos con los grupos accionariales de control. Esta figura de apoyo al ahorrador inversor puede ser un accionista ordinario pero nunca un accionista significativo, puesto que su capacidad para influir sobre el control de la sociedad podría alterar su condición de independiente.

El principal problema que la Comisión Olivencia y, posteriormente, el Informe Aldama no contemplan es la participación de los ahorradores inversores en la elección o selección de los candidatos a consejero independiente. Sería deseable que los pequeños accionistas hicieran oír su voz y sus intereses en la Junta General Ordinaria, que mediante la incorporación en el orden del día de los candidatos y su historial, pudieran ser elegidos con el respaldo de los ahorradores inversores que acudieran o delegaran su voto en la Junta General. A este respecto, las asociaciones de accionistas serían un elemento clave para que los inversores minoristas tuvieran posibilidades de decisión en la elección de aquellos órganos del Consejo de Administración establecidos para garantizar los derechos de los ahorradores inversores.

Ante estas dudas que generan los consejeros independientes, habría que hacer una apuesta por una figura que viene avalada por la evidencia empírica acumulada en los mercados de capitales más desarrollados del mundo. La propuesta del consejero independiente unida a otros sistemas de participación en la toma de decisiones por los pequeños accionistas viene a contribuir a la defensa de los ahorradores inversores frente a la toma de decisiones por los grandes grupos bancarios y financieros que participan en los Consejos de Administración de las empresas con cotización en Bolsa.

La Comisión Aldama persigue como objetivos fomentar la transparencia y la seguridad de los mercados financieros, y para alcanzar este fin utiliza como instrumento la educación del inversor y las pautas de buen gobierno en las sociedades mercantiles. Es necesario, tras las experiencias de las pasadas OPVs en las que un gran número de aho-



rradores inversores ha invertido en grandes empresas, que en adelante se cuenta con los pequeños accionistas (a través de los consejeros independientes) en el gobierno de estas sociedades de capital mayoritariamente popular.

En relación al informe de la Comisión Aldama sobre la participación de los pequeños accionistas en las decisiones institucionales de las grandes empresas, se considera que sólo se fijan unos elementos mínimos de actuación, materializados en unas medidas de sentido común ya defendidas en los órganos competentes de la Comisión Europea, y que deberían imperar con o sin comisión Aldama, pero que son necesarias para la defensa de los intereses de los pequeños accionistas.

La apuesta de la Comisión Aldama por la autorregulación de las empresas que cotizan en Bolsa supone una contradicción con que, al mismo tiempo y en varias ocasiones durante el informe, se ponga en duda la eficiencia del mercado para conseguir los fines de transparencia propuestos por la Comisión.

El pequeño accionista español se rebela en defensa de su ahorro

El peso de los pequeños accionistas españoles ya ha alcanzado los niveles europeos. Los particulares son los responsables de más de la mitad de los movimientos que se realizan a diario en la bolsa de España. Ha sido en la última década cuando las familias acabaron por destinar más de la tercera parte de sus ahorros al parqué español. Cuatro millones de inversores directos y ocho si se suman los que invierten a través de los fondos de inversión. España es el país de la UEM con mayor participación de los pequeños inversores sobre la capitalización bursátil del mercado. Las expectativas apuntan que, una vez pasada la inestabilidad de la bolsa, los porcentajes seguirán aumentando, las familias españolas destinarán un 66% de sus ahorros en acciones y fondos en el 2010.

Otro dato importante: el 16% de la población adulta española invierte en acciones directamente (sin pasar por los fondos de inversión u otros productos alternativos donde nos diversifican nuestros activos en bolsa). España es, junto con el Reino Unido, donde la tradición bursátil está muy arraigada y alcanza el 26% (cuatro puntos

porcentuales más que en 1995), el país que ha crecido a mayor ritmo en términos de los accionistas, ya que ha logrado desbancar a plazas como la Suiza, que estaba por encima hace unos años. Estas cifras se unen a otras que sitúan también al mercado español en buen puesto. Las familias españolas tienen en acciones y participaciones de fondos de inversión más de la mitad de sus ahorros, un porcentaje que supera igualmente al de otros países, como Francia, donde esta cifra es del 37% e incluso EEUU, el país con mayor tradición bursátil.

La bajada constante desde hace dos años y la espectacular caída de los principales títulos cotizados de la Bolsa Española en junio de 2002, junto con la falta de confianza de los inversores responden a las peculiares características del Mercado Bursátil y Financiero español, escándalos financieros, la influencia de los medios de comunicación, consejeros de administración de "Telenovela", los manejos de las cotizaciones por los grandes inversores - bancos y cajas -, y las tendencias de los inversores en España.

Situaciones relativamente novedosas como las negociaciones de las obligaciones externas de Argentina con el FMI, y sobre todo, la falta de confianza en la clase política de este país, o la ventaja en las encuestas electorales de Brasil del líder de la izquierda, Luiz Inácio Lula Da Silva con el miedo a que en caso de ganar las elecciones incumpliese los compromisos exteriores, explican parcialmente la caída del Ibex-35, ya que empresas como Telefónica, BSCH, y BBVA con un tremendo peso en este índice poseen fuertes inversiones en estos países. Pero al contrario de lo que sucedió el 11 de septiembre de 2001, en este caso no hay un motivo exterior lo suficientemente potente o inesperado que justifique el bajo tono de la Bolsa española. Esto se debe a que los problemas de la inversión en España son estructurales.

Los medios de comunicación son la única referencia para el inversor

La situación de Argentina, en su día, empezó a no ser una novedad, y el miedo a que Brasil pueda seguirle es muy relativo. Lo cierto es que los inversores españoles que poseen acciones de gran-



des compañías españolas, conocen perfectamente la situación de países emergentes en la que estos se encuentran, y es esta característica la que les hace ser el objetivo de expansión de las mayores empresas españolas. En realidad, es la falta de conocimiento real del alcance y repercusiones de las inversiones españolas en estos países y el coste que puede resultar de retirarse o reducir las inversiones en los mismos lo que produce que las continuas informaciones recibidas desde los medios de comunicación incidan de forma tan notable en los mercados financieros.

Es imprescindible hacer una selección de la información que nos llega desde los medios de comunicación, tomando como referencia las publicaciones cualificadas que informan y forman al ahorrador (como Usuarios o la Economía de los Consumidores de ADICAE, o la revista Inversión).

La tan nombrada "falta de confianza del inversor" nunca ha existido; en la mayoría de los casos los criterios para invertir se basan en posicionamientos de poder en el caso de los grandes inversores y en el seguimiento que se produce de dichas tendencias por parte de los pequeños inversores, guiados por las noticias económicas y en muchos casos por los consejos del comercial, generalmente bancario, que cobra comisiones por proporcionar determinados consejos.

Los manejos bursátiles desaniman a los inversores

Estas noticias económicas y consejos de "amigo" del director de Banco llevan a muchos ahorradores a invertir en empresas sobre las que se especula la posibilidad de una OPA o de fuertes expectativas de beneficio. Y luego se encuentran con que, se producen ventas de acciones fuera del parqué, con beneficios para la compañía accionista que vende y para la que compra, dejando al margen al pequeño accionista que opera en el mercado continuo, sufriendo las consecuencias de estas operaciones. Este tipo de operaciones son propias de los "grandes bancos" que tenemos en España, como las ventas a puerta cerrada de Dragados y Vallehermoso del Banco Santander Central Hispano, o la de Metrovacesa del BBVA, mientras las Instituciones de Control no funcionan y no tienen intención de cambiar estas cosas.

Día tras día leemos en la prensa los escándalos de los Consejos de Administración de empresas americanas como Enron o Worldcom, o europeas como Vivendi, y el miedo a ese tipo de actuaciones repercute de nuevo bajando la cotización de las empresas españolas. Y aunque carece de información solvente, el pequeño accionista español, cada vez que lee o escucha este tipo de noticias, encuentra un reflejo claro en las empresas españolas.

Los escándalos del sistema financiero español parecen no acabar nunca

El pequeño accionista ha sufrido golpes desde todos los frentes posibles del sistema financiero, ha visto como agencias de valores como Gescartera o AVA actuaban como chiringuitos financieros bajo las barbas de la CNMV haciendo desaparecer de un día para otro la totalidad de su dinero.

Ha sufrido escándalos que minan la credibilidad de las grandes compañías como las stock options de Telefónica en beneficio de Villalonga, como el BBVA aparecía con unos "fondos reservados" en un paraíso fiscal para desarrollar la política económica más oscura de la entidad, y en última instancia, para crear unos fondos de pensiones para los miembros del Consejo de Administración, y asiste a la autoprolongación de mandato de Botín en el BSCH al tiempo que se le acusa de delitos fiscales.

Se ha empujado al pequeño accionista, a inversiones en valores tecnológicos como los de Recol Network, en los que los miembros del Consejo de Administración han puesto sus propios intereses por delante de los de la empresa que administran hasta sacarle hasta el último céntimo, y para este tipo de actuaciones no importa realmente el riesgo de las nuevas tecnologías, sino el riesgo de ponerse en manos de unos desaprensivos que se dicen administradores.

Todos estos escándalos tienen unos orígenes muy claros: existe falta de control por las Instituciones que regulan el mercado financiero, que están más preocupadas de hacer sobrevivir a las empresas que de proteger al accionista. Falta definición en la legislación española de auténticas responsabilidades de los consejeros de administración, y penas contundentes en la persecución de los delitos económicos. No existe regulación y persecución de incompatibilidades como la actuación de las compañías auditoras, al tiempo que son consultoras de los consejos de administración, y olvidan los auténticos intereses de los accionistas y las empresas que son para quien trabajan en realidad.

Dudas sobre el auténtico valor de las empresas

El resultado de este conjunto de despropósitos es que el pequeño accionista no valora las empresas cotizadas por su patrimonio, negocio actual y expectativas de futuro, y mucho menos valora la gestión del Consejo de Administración, del que sólo sabe que se incrementan sus sueldos, en el 2001 un 19,11%, (un consejero cobra una media de medio millón de euros al año, más de 80 millones de pesetas) al tiempo que se reducen los beneficios de las empresas, en el 2001 un 3,28%.



El pequeño accionista en España ha alcanzado el 30% del valor del mercado de la Bolsa a través de sus inversiones directas, a las que habría que añadir las inversiones que realiza indirectamente a través de los fondos de inversión. El número de operaciones que realiza directamente ha crecido constantemente desde 1995, y es un inversor fiel frente a los inversores institucionales. Pero en la mayoría de los casos es un inversor que ha accedido a la Bolsa empujado por las entidades financieras a través de las OPVs y buscando una alternativa a los bajos tipos de interés.

Realmente, no invierte en las empresas con el convencimiento de ser en parte propietario de las mismas y tiene serias dificultades para elegir su inversión a largo plazo, porque se encuentra con escasa información financiera de las empresas.

El inversor español está empujado a invertir a corto o medio plazo en busca una revalorización de sus acciones y con escasa confianza en la solvencia de sus inversiones ante una crisis bursátil temporal, debido a que los consejos de administración prefieren seguir una gestión basada en el aumento de cotización de las acciones, que pueden subirse con una noticia en prensa colocada hábilmente, en lugar de hacerlo con inversiones reales y resultados concretos generando dividendos para los accionistas que demuestren la bonanza de la empresa. Y para seguir esta política, los consejos de administración se encuentran apoyados por los inversores institucionales, los fondos de inversión, cuyas gestoras en lugar de exigir una administración seria de las empresas en beneficio de los partícipes, están al servicio de las entidades financieras que las han creado y que comercializan estos fondos.

La protección al pequeño inversor ante las Ofertas Públicas de Adquisición

En los últimos tiempos se ha venido registrando un fenómeno de popularización y difusión masiva de las inversiones financieras. El nivel de recursos ahorrados, las bajas rentabilidades de los productos tradicionales y el relativo buen nivel cultural financiero alcanzado, han sido las causas de esta tendencia. Sin embargo, no puede decirse que los derechos de los accionista consumidores hayan experimentado un crecimiento proporcio-

nal de protección y protagonismo. El ejemplo: la OPA lanzada por Telefónica para hacerse con la mayoría del capital de Terra.

La protección al pequeño inversor en los mercados de valores viene exigido por el principio fundamental de protección a los consumidores y usuarios que exige nuestra normativa. Información adecuada, seguridad jurídica y mecanismos eficaces de defensa de los intereses económicos, son las herramientas básicas sobre la que se debe edificar un funcionamiento del mercado que evite disfunciones con los consumidores. Sin embargo, todo queda en papel mojado cuando alguna gran compañía decide hacer negocio sin escrúpulos. La Oferta Pública de Adquisición de Terra por parte de Telefónica el pasado 28 de mayo revela las carencias de un sistema que, en realidad, apenas cuenta con los consumidores. Pero ¿cómo se nos protege a los accionistas consumidores en estas situaciones?

Para aclararnos con las OPAS

Esta operación financiera supone que una compañía, sociedad oferente, da conocimiento público a los accionistas de otra compañía cotizada en bolsa su voluntad de hacerse con el control de ésta. Teóricamente las ofertas públicas de adquisición tienen por objeto la protección al accionista consumidor tanto por un eventual cambio en la dirección y control de la sociedad afectada, como por tratarse de operaciones de concentración empresarial. La contraprestación ofrecida por la sociedad oferente puede consistir en dinero, OPA de compra; en valores, OPA de permuta; o en ambas cosas simultáneamente, OPA mixta.

Protección para el inversor

Toda OPA debe ser objeto de autorización administrativa y del oportuno registro. La concesión o negativa a esta autorización corresponde Comisión Nacional del Mercado de Valores. Asimismo, y en determinados casos, como operaciones de concentración empresarial debe existir un mecanismo de control previo por parte de la administración competente en materia de Defensa de la Competencia. Además, y una vez formulada la OPA, la sociedad oferente debe registrar en la CNMV un folleto explicativo de la operación, con



toda la información necesaria: el porcentaje de capital susceptible de acudir a la oferta, los plazos de aceptación, la forma de financiación de la operación... Asimismo se informa de la finalidad de la adquisición e intenciones de la adquirente sobre la actividad futura de la afectada.

Requisitos y condiciones

Entre otras medidas tendentes a la protección del inversor, merece la pena resaltar la prohibición que se hace a los administradores de la sociedad afectada de efectuar cualesquiera actuaciones que fueran ajenas a la actividad ordinaria de la entidad o que lleguen a perturbar el normal desarrollo de la OPA, un concepto éste que puede pecar de indeterminación.

Las condiciones en que inicialmente se formula una OPA resultan inmodificables. No obstante, de forma excepcional se permite la modificación con anterioridad a los últimos siete días hábiles del periodo de aceptación siempre que mejore las condiciones de la oferta en beneficio de los destinatarios y en cuanto respete el principio de igualdad de trato. Como contrapartida, las aceptaciones ya emitidas por los accionistas resultarán salvo casos excepcionales irrevocables. La presentación de una OPA origina la suspensión cautelar de la cotización de los valores afectados, ordenada por la CNMV, para evitar anomalías en la cotización. Esta suspensión se levanta cuando se hace público el primer anuncio de la OPA o en caso de que la CNMV así lo decida.

Las Directrices de los pequeños accionistas europeos sobre el gobierno de las empresas (Euroshareholders)

Directriz 1: Una empresa debería apuntar prioritariamente a optimizar el valor del accionista a largo plazo. Las empresas deberían establecer claramente (por escrito) sus objetivos financieros así como su estrategia, y deberían incluir todo ello en su informe anual.

Directriz 2: Las decisiones importantes que tienen un efecto fundamental sobre la naturaleza, tamaño, estructura y perfil de riesgo de una empresa, y las decisiones que tienen consecuencias significativas en la posición del accionista dentro de la corporación deberían estar sujetas a la aprobación de los accionistas o ser adoptadas por la JGA.

Directriz 3: Debe evitarse la defensa anti OPAs u otras medidas que restrinjan la influencia de los accionistas.

Directriz 4a: Los procesos de fusiones y adquisiciones deberían estar regulados y el cumplimiento de la aplicación de dicha regulación ser supervisado.

Directriz 4b: Si la participación de un accionista en una empresa sobrepasa un determinado umbral, dicho accionista debería ser obligado a hacer una oferta sobre el resto de las acciones bajo condiciones razonables, esto es, al menos el precio que se pagó por el control de la empresa.

Directriz 5: Las empresas deberían revelar inmediatamente toda información que pueda influir en el precio de la acción, así como información sobre aquellos accionistas que superen (subiendo o bajando) umbrales del 5 %. Debería haber fuertes sanciones en caso de incumplimiento de estas obligaciones.

Directriz 6: Los auditores han de ser independientes y ser elegidos por la junta general de accionistas.

Directriz 7: Los accionistas deben poder incluir puntos en el orden del día de la JGA.

Directriz 8: Además de los canales regulares, los medios electrónicos deben ser usados por la empresa para proporcionar a los accionistas la información que pueda afectar a la cotización de la acción.

Directriz 9: Los accionistas deben tener el derecho de elegir miembros de al menos un consejo y estar capacitados para adoptar resoluciones de cese. Antes de la elección, los accionistas deben poder proponer candidatos al consejo de administración.

Directriz 10a: - El mandato de los miembros no ejecutivos del consejo de administración, sea en el sistema de "un tercio" o en el de "dos tercios" (con comisión de control) debería limitarse a un periodo de 12 años.

Directriz 10b: No más de un miembro no ejecutivo del consejo de administración debería haber ejercido como miembro ejecutivo del consejo de administración de la empresa.