



ESPAÑOLA DE LEASING, S.A.F. (B) (*)

El 22 de marzo de 1991, Julio García-Castany, director de empresas participadas del Banco Ibérico del Desarrollo (BID), recibió el informe elaborado por el comité de gestión estratégica. Entre las diversas recomendaciones se citaba la conveniencia de salir de algunos negocios en los que el banco actuaba a través de empresas filiales. Este era el caso de la actividad de leasing, en la cual estaba presente a través de su filial Española de Leasing, S.A.F., teniendo en cuenta la legislación de 29 de julio de 1988, por la que las entidades de depósito podían realizar directamente operaciones de leasing.

Algunos meses atrás se había colocado un 30% del capital de «Española» a través de una oferta pública de venta de acciones. Posteriormente, se solicitó la admisión a cotización oficial en bolsa, circunstancia que se produjo el 19 de febrero de 1990.

La operación había significado un relativo éxito entre inversores nacionales, muchos de los cuales eran clientes del banco. Sin embargo, en el tramo internacional la operación no había tenido los mismos buenos resultados, siendo gran parte de este tramo suscrito por los miembros del sindicato asegurador.

Más tarde, una vez iniciada la cotización en bolsa, el banco tuvo que actuar como comprador de las acciones de su filial. Durante los primeros días de contratación se produjo una avalancha de papel, procedente en su mayor parte de inversores institucionales extranjeros. Después de esta fase inicial, el papel seguía apareciendo en un constante goteo, procedente en esta ocasión de inversores privados nacionales. Apenas se registraban órdenes de compra, de forma que el BID mantuvo su posición compradora, dando contrapartida a todo el papel y evitando de esta forma el desplome del valor (véase Anexo 1).

(*) Caso de la División de Investigación del IESE.
Preparado por el profesor Jorge Soley y Tomás Navarro, bajo la supervisión del profesor Javier Santomá Mayo de 1992.

La venta de Española de Leasing, S.A.F. se encomendó al departamento de finanzas corporativas de la agencia de valores y bolsa en la que Daniel Barbacho trabajaba como director de gestión de patrimonios. Esta agencia había participado muy directamente en la salida a bolsa de la compañía algunos meses atrás.

La operación se desarrolló con relativa rapidez. A finales de junio ya se había firmado un contrato de compraventa con British Equipment Leasing Ltd. (BEL), empresa multinacional que completaba con esta adquisición su expansión por los países meridionales de Europa. El precio acordado era del 145% del nominal de las acciones por el 100% del capital.

Al tratarse de una compañía cotizada y pretender adquirir el 100% de las acciones, era preciso instrumentar una OPA sobre la totalidad del capital de Española de Leasing, S.A.F.

García-Castany, como responsable por parte del BID del buen término de la operación, había repasado las cuestiones legales durante el proceso de venta. Cuando se solicitó la admisión a cotización en bolsa de las acciones de «Española», se promovió una oferta pública de venta de acciones, que fue suscrita por un buen número de clientes del banco, animados por la buena marcha del sector del leasing y por el respaldo que «Española» tenía al formar parte de un grupo financiero de primera línea.

Las cosas habían cambiado sustancialmente. Por un lado, una decisión estratégica había desencadenado el proceso de venta de la sociedad. Por otro, el comprador deseaba adquirir el máximo número de acciones, el 100% si fuera posible, y además excluir a la sociedad de cotización en bolsa.

Tanto la salida a bolsa como la exclusión de cotización eran decisiones que correspondían a la Junta general de accionistas, y BEL iba a contar con mayoría absoluta para llevar a cabo el proyecto.

La compañía ganaba dinero, estaba saneada y el sector, aunque había alcanzado el período de madurez, aún seguía resultando interesante. García-Castany conocía bien la empresa. La nueva normativa del Banco de España había obligado, sin embargo, a aumentar las provisiones, con un efecto inmediato sobre el beneficio, lo cual era visto muy negativamente por el inversor en bolsa. La competencia aumentaba, con todo lo que ello implicaba: estrechamiento de márgenes, tipos de rentabilidad menores, necesidad de asunción de mayores riesgos, etc.

El precio de las acciones en bolsa había disminuido sustancialmente desde el momento de la salida. Los últimos cambios estaban en torno al 220%. A pesar de las compras efectuadas por el BID en bolsa, todavía quedaba un elevado número de accionistas pequeños, y García-Castany consideraba poco probable que éstos acudieran a una OPA al 145%. Por otro lado, si la intención era excluir a la sociedad de cotización oficial, ¿qué alternativas quedaban para estos pequeños accionistas?

Por esto se propuso que una vez que BEL adquiriera a través de su OPA al 145% el paquete de acciones en poder del BID, se constituiría en accionista mayoritario y propondría a la junta de accionistas la exclusión de cotización oficial de las acciones de la sociedad. De acuerdo con la legislación vigente, para llevar a cabo la exclusión sería necesario que la sociedad efectuara una OPA sobre sus propias acciones. De esta forma, aquellos accionistas que no desearan seguir siéndolo una vez excluidas sus acciones de la cotización oficial,

tendrían una última oportunidad para vender éstas. La clave de esta segunda OPA era a qué precio se iba a realizar, que en cualquier caso debía ser aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Daniel Barbacho llevaba ya largo tiempo en la agencia de valores y bolsa a través de la cual se realizaría la OPA. Durante la oferta pública de venta de Española de Leasing, S.A.F., previa a la salida a bolsa en 1990, algunos de sus clientes habían adquirido acciones, conservándolas todavía en sus carteras.

Este era el caso de Enrique Dávila. Durante los primeros días de julio, Barbacho mantuvo con Dávila la siguiente conversación:

Enrique: – «Daniel, necesito vender parte de mi cartera. Estas vacaciones quiero hacer un viaje al extranjero con mi mujer. Además, quiero que planteemos bien este verano, porque el año pasado la guerra del Golfo me pilló con una cartera muy poco líquida. Estoy pensando en vender o no “Española”. He perdido ya bastante dinero.»

Daniel: – «Bueno, ahora mismo no hay mucha liquidez para las acciones de “Española”; de todas formas, déjame hacer alguna consulta antes de tomar ninguna decisión.»

Barbacho se puso en contacto con García-Castany, el cual le comentó las líneas maestras de la operación, una vez que la CNMV había dado su visto bueno al proyecto. BEL lanzaría una OPA sobre la totalidad de las acciones de «Española», al 145%. En la documentación de esta OPA se incluiría la intención de BEL de proponer a la junta de accionistas la exclusión de cotización, una vez adquirida la mayoría de la sociedad. Igualmente, se indicaría que esta exclusión se realizaría mediante una OPA de exclusión al precio de 220%, en un plazo inferior a seis meses desde la realización de la OPA de adquisición al 145%.

Se había decidido realizar la exclusión al 220% con el fin de adquirir el mayor número posible de acciones en poder de accionistas minoritarios. Por otra parte, el BID iba a acudir a la OPA al 145% con un paquete representativo de más del 90% de las acciones de la sociedad, con lo que el sobreprecio ofrecido al pequeño accionista no resultaría excesivamente gravoso para BEL.

La única cuestión pendiente de determinar era el precio de la OPA de exclusión. Se había sugerido el 220%, pero la CNMV quería un informe de valoración para determinar la bondad de este precio.

García-Castany realizó entonces una valoración de la compañía utilizando para ello la Memoria de la sociedad correspondiente al ejercicio 1990. Los criterios de valoración sugeridos por la CNMV consistían en el análisis de la cotización en bolsa durante los últimos seis meses, el estudio del valor liquidativo de la sociedad y la existencia de operaciones relevantes sobre las acciones de la sociedad en los últimos doce meses. Mediante esta valoración, se perseguía mostrar que el 220% era un precio lo suficientemente atractivo para el pequeño accionista (Anexo 2).

A la vista de este informe, la CNMV aprobó definitivamente la operación. Se inscribió oficialmente la documentación en los registros de la CNMV y se anunció públicamente la oferta durante la última semana de julio.