

INFORMACION PRIVILEGIADA SEGUN UN TRIBUNAL ESPAÑOL

Pablo Fernández

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

INFORMACION PRIVILEGIADA SEGUN UN TRIBUNAL ESPAÑOL

Pablo Fernández¹

Resumen

El 17 de julio de 2009, la sección 17ª de la Audiencia Provincial de Madrid publicó una sentencia en la que absolvía al actual presidente de Telefónica y a su sobrino del delito de uso de información privilegiada por haber prescrito. Varios inversores y empresarios extranjeros manifestaron su enorme perplejidad –no por la absolución por prescripción–, sino porque el tribunal dijo que hubo delito. La perplejidad de los inversores y empresarios también provenía de que un Tribunal de un Estado miembro de la Unión Europea pudiera escribir en una sentencia afirmaciones como las que se recogen en el documento, que contradicen varias evidencias elementales y muy bien documentadas en finanzas.

Palabras clave: sentencia, jueces, información privilegiada, *insider trading*.

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

INFORMACION PRIVILEGIADA SEGUN UN TRIBUNAL ESPAÑOL

Introducción

El 17 de julio de 2009, la sección 17ª de la Audiencia Provincial de Madrid publicó una sentencia en la que absolvía al actual presidente de Telefónica¹ y a su sobrino del delito de uso de información privilegiada por haber prescrito. Varios inversores y empresarios extranjeros manifestaron su enorme perplejidad –no por la absolución por prescripción–, sino porque el tribunal dijo que hubo delito.

La información privilegiada. Según la sentencia, fueron dos los “*datos sensibles que iban a afectar al mercado*”: el 11 de septiembre de 1997, Tabacalera comunicó a la CNMV la adquisición de la división de cigarros puros de Havatampa, y el 13 de septiembre de 1997 el BOE publicó un aumento del precio del tabaco.

Los hechos. Un sobrino de César Alierta compró entre el 14 de agosto y el 5 de septiembre de 1997 acciones de Tabacalera por valor de 2,3 millones de euros, y posteriormente las vendió entre el 21 de enero y el 27 de febrero de 1998 obteniendo una ganancia de 1,8 millones de euros (de los cuales, 1,5 millones se obtuvieron a partir del 16 de septiembre de 1997, y parte de los 300.000 restantes se obtuvieron antes del 10 de septiembre).

Frases principales de la sentencia. «*Tales extremos determinaron un impacto alcista de los valores de Tabacalera que persistieron a lo largo del tiempo*». Conocer «*la adquisición de los principales activos de Havatampa y la subida del precio de las labores del tabaco*» era información relevante, porque al hacerse pública iba a provocar «*una más que previsible revalorización*».

«*El señor Alierta ideó la forma de aprovechar la repercusión que tales hechos fueran a tener en el desenvolvimiento del mercado de valores.*»

Hecho probado nº 6. «*Entre el 10 y el 12 de junio de 1997 compró 13.410 acciones de Tabacalera por valor de 97,5 millones de ptas., que se vendieron entre los días 8 y 10 de julio de 1998 por 111,4 millones, generándose unas ganancias de poco menos de 14 millones de ptas.*»

¹ Había sido presidente de Tabacalera desde el 10 de junio de 1996 hasta el año 2000.

Hecho probado nº 7. «Previendo el impacto que habría de suponer en el mercado el anuncio de la compra de Havatampa, compró 48.948 acciones de Tabacalera entre el 14 de agosto y el 5 de septiembre de 1997 por un precio de 388,1 millones de ptas., que vendió con posterioridad entre los días 21 de enero y 27 de febrero de 1998 por valor de 609 millones, generándose una ganancia de 309,9 millones de ptas.»².

»Esta Sala opta por acoger el criterio que contempla el beneficio por la diferencia del valor del instrumento financiero, las acciones, entre el momento en el que se hubieron de adquirir y el momento de liquidar en rendimiento económico de aquella operación. Y ello por una razón sencilla –que es la que apunta Monroy Antón–, de que hasta que no se lleva a cabo la liquidación del rendimiento económico de tal operación no se sabrá si la misma hubo de causar un beneficio o no.

»La cantidad que es necesario invertir para obtener más de 600.000 euros de beneficio es muy elevada.

»En tanto que ambos dos extremos también hubieran de integrar el concepto de información privilegiada, y en cuanto tal operación hubo de suponer un beneficio que habría de rebasar con creces la cifra de 600.000 euros, la Sala ha de llegar a la conclusión final de que las acciones del señor Alierta y su sobrino habrían de quedar integradas en el tipo que contempla el artículo 285 del Código Penal»³.

Sobre el concepto de información privilegiada, nos remite a «confrontar la Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso Administrativo de 17 de junio de 2008»⁴.

«Gran parte del esfuerzo de las defensas pasó por tratar –a través de una copiosa actividad de prueba– de convencer al Tribunal del hecho de agotarse el impacto de la información relevante en un escasísimo espacio de tiempo... sin embargo, tales conclusiones no le resultan persuasivas al Tribunal. Y ello por el hecho de que, volviendo sobre la definición de

² Si se realiza la resta, resultan 220,9 millones en lugar de los 309,9 que refleja el hecho probado.

³ Artículo 285. 1). Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros, o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de 1 a 4 años, multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de 2 a 5 años.

2). Se aplicará la pena de prisión de 4 a 6 años, la multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de 2 a 5 años, cuando en las conductas descritas en el apartado anterior concurre alguna de las siguientes circunstancias: a) Que los sujetos se dediquen de forma habitual a tales prácticas abusivas. b) Que el beneficio obtenido sea de notoria importancia. c) Que se cause grave daño a los intereses generales.

⁴ Dicha sentencia confirma la sanción de 30.050 euros impuesta a un oficial de una Notaría que compró 2.150 acciones de NH Hoteles el 21 de mayo de 2003 por 18.323 euros y las vendió dos días después por 21.686. El 22 de mayo de 2003 se registró en la CNMV el hecho relevante de que Hesperia había presentado una OPA sobre el 26,1% del capital social de NH Hoteles a 8,3 euros/acción en metálico. La Notaría en la que trabajaba dicho oficial intervino para la firma de la documentación para la OPA. Según la Sentencia, el oficial de la Notaría «considera que no tenía información privilegiada, ya que lo único que conocía era que Hesperia iba a lanzar una OPA sobre NH Hoteles el día 22 de mayo de 2003, pero no conocía el precio ni su carácter hostil». Nótese que en este caso el oficial compró acciones de la empresa vendedora y el beneficio considerado fue el obtenido al día siguiente del conocimiento general de la OPA.

información relevante, la misma se configura como aquella información que, siendo sensible, “de hacerse pública podría o hubiera podido influir en la cotización”, cosa que efectivamente ocurrió y que determinó, eso sí, a la larga, en el momento de la liquidación, la obtención del beneficio típico»⁵.

La perplejidad de los inversores y empresarios provenía de que un Tribunal de un Estado miembro de la Unión Europea pudiera escribir en una sentencia afirmaciones como las anteriores, que contradicen varias evidencias elementales y muy bien documentadas en finanzas.

También se sorprendían de que un fiscal de un Estado miembro de la Unión Europea pudiera afirmar que *«no les bastaba el beneficio ya adquirido, sino que aguardan el momento más favorable y materializan la ganancia ilícita, mediante dicha venta, cuando la acción ha alcanzado su máximo valor»*, que cuando ambos hechos (ocurridos en septiembre de 1997) *«llegaron a conocimiento del mercado, las acciones de Tabacalera experimentaron una notable y constante revalorización»*⁶... *Tabacalera subió el 113,01%»* entre el 9 de junio de 1997 y el 27 de febrero de 1998 (un período de 263 días), y que solicitase *«cuatro años y seis meses de prisión para el señor Alierta y cuatro años de prisión para su sobrino»*.

1. Comprar acciones de la empresa compradora, ¿es utilizar información relevante?

Existe evidencia empírica numerosísima y bien documentada acerca de que el anuncio de una adquisición normalmente produce un pequeño descenso en la cotización de las acciones de la empresa compradora y un ascenso notable de la cotización de las acciones de la empresa comprada. El tribunal tuvo referencias de 116 artículos de la literatura financiera que muestran que cuando se anuncia una compra sucede lo apuntado, y un resumen de trece de estos artículos que muestran que la rentabilidad promedio debida a 6.335 anuncios de compra fue del 19,5% para el vendedor (véase Tabla 1).

También tuvo un resumen de quince estudios (véase Tabla 2), que analizan 3.700 anuncios de compra y muestran que la rentabilidad promedio para el comprador debida al anuncio de la compra es ligeramente negativa: -1,1%. La mayoría de estos estudios muestran que esa rentabilidad se obtiene en el día del anuncio de la adquisición y en el día siguiente.

⁵ Si fuera cierta la última oración compuesta, ocasionaría tal revolución en el conocimiento de los mercados financieros que merecería el Nobel de Economía. Y, tal vez, un accésit en el de Literatura.

⁶ El 10 de septiembre de 1997, la cotización de Tabacalera fue de 8.190 ptas; al día siguiente (tras conocerse la compra de Havatampa) bajó a 8.150 ptas.

Tabla 1

Rentabilidad para los accionistas de la empresa comprada debida al anuncio de una adquisición

Autor (es) del estudio	Rentabilidad debida al anuncio de adquisición	Número de empresas	Años del estudio	Período analizado (días)*	Países estudiados
Mulherin y Boone (2000)	21,2%	376	1990-1999	(-1+1)	Estados Unidos
Mulherin (2000)	10,1%	202	1962-1997	(-1,0)	Estados Unidos
DeLong (2001)	16,6%	280	1988-1995	(-10,1)	Estados Unidos
Houston et al. (2001)	20,8%	64	1985-1996	(-4,1)	Estados Unidos
Maquieira et al. (1998)	41,6%	47	1963-1996	(-60,60)	Estados Unidos
Martínez-Jerez (2002)	13,6%	335	1990-1998	(-1,1)	Estados Unidos
Kuipers-Miller-Patel (2002)	32,2%	181	1982-1991	AD-5 to ED+5	OCDE
Danbolt (2002)	17,8%	474	1986-1991	(0+1) meses	Reino Unido
Beitel-Schiereck-Wahrenburg (2002)	14,1%	98	1985-2000	(-20,0)	Varios
Goergen y Renneboog (2003)	12,9%	129	1993-2000	(-2,+2)	18 países europeos
Karceski, Ongena y Smith (2000)	8,5%	39	1983-1996	(-7,0)	Noruega
Schwartz (1996)	23,4%	1814	1975-1991	(-42+126)	Estados Unidos
Schwartz(2000)	20,0%	2296	1975-1996	(-63+126)	Estados Unidos
Promedio	19,5%				

Tabla 2.

Rentabilidad para los accionistas de la empresa compradora debida al anuncio de una adquisición

Autor (es) del estudio	Rentabilidad debida al anuncio	Número de empresas	Años del estudio	Período analizado (días)*	Países estudiados
Mulherin y Boone (2000)	-0,37%	281	1990-1999	(-1+1)	Estados Unidos
Mitchell, Stafford (2000)	-0,14%	366	1961-1993	(-1,0)	Estados Unidos
Walker (2000)	-0,84%	278	1980-1996	(-2+2)	Estados Unidos
DeLong (2001)	-1,68%	280	1988-1995	(-10,1)	Estados Unidos
Houston et al. (2001)	-3,47%	64	1985-1996	(-4,1)	Estados Unidos
Martínez-Jerez (2002)	-2,93%	335	1990-1998	(-1,1)	Estados Unidos
Goergen y Renneboog (2003)	1,18%	139	1993-2000	(-2+2)	18 países europeos
Kuiper et al. (2002)	-2,14%	138	1990-1998	(-5+5)	OCDE
Beitel-Schiereck-Wahrenburg (2002)	-0,14%	98	1985-2000	0	Varios países
Doukas-Holmén-Travlos (2002)	-2,37%	101	1980-1995	(-5+5)	Suecia
Maquieira et al. (1998)	-4,79%	47	1963-1996	(-60,60)	Estados Unidos conglomerados
Mulherin (2000)	0,85%	161	1962-1997	(-1,0)	Estados Unidos
Kohers y Kohers (2000)	1,26%	961	1987-1996	-0,1	Estados Unidos
Raj y Forsyth (2001)	0,75%	340	1994-1998	(-15+15)	Reino Unido
Floreani y Rigamonti (2001)	3,65%	56	1996-2000	(-20+2)	Estados Unidos, Europa, Australia
Promedio	-1,1%				

* Días alrededor del anuncio de la adquisición. (-1, 1) significa desde el día antes del anuncio hasta el día después.

La rentabilidad de Tabacalera el día del anuncio de la compra de Havatampa fue de -0,49%, en línea con estos estudios.

2. Un aumento del precio de venta al público, ¿provoca un aumento de la cotización?

Es muy aventurado afirmar que una subida de los precios de venta de los productos de una empresa provocará inequívocamente un aumento de la cotización de la acción. Si esto fuera así, habría que exigir a la dirección que aumentara precios todos los meses o, mejor, todos los días.

La subida de precios que publicó el BOE del día 13 de septiembre de 1997 fue la siguiente: la cajetilla de Ducados subió un 11,8% (de 170 a 190 pesetas), y la de Fortuna, un 10,4% (de 240 a 265 pesetas). Los aumentos de precio en los cinco años anteriores habían sido del 21,4%, 12%, 25%, 12,3% y 21,9% para la cajetilla de Ducados, y del 15,4%, 26,7%, 5,3%, 10% y 9,1% para la cajetilla de Fortuna.

La Figura 1 muestra la evolución del precio de las cajetillas de Marlboro, Ducados y Fortuna desde diciembre de 1991 hasta diciembre de 2006. La Figura 2 muestra los aumentos porcentuales de precio de las cajetillas de Ducados y de Fortuna, las principales marcas de Tabacalera.

Figura 1

Evolución del precio de venta al público (en pesetas) de la cajetilla de Marlboro, Ducados y Fortuna desde diciembre de 1991

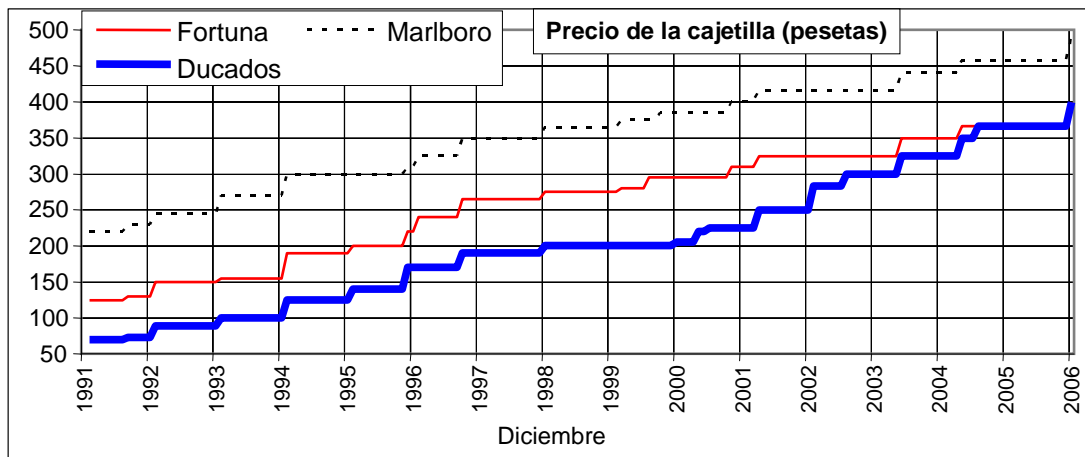
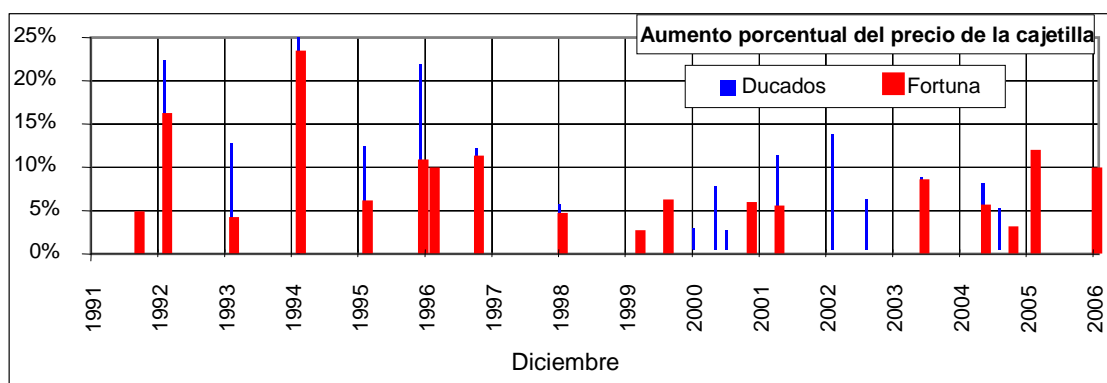


Figura 2

Aumento porcentual del precio de venta al público de las cajetillas de Ducados y Fortuna desde diciembre de 1991



El tribunal disponía de un estudio de la rentabilidad de las acciones de Tabacalera en el día en que produjeron 27 subidas del precio del tabaco entre 1992 y 2007 y en los cuatro días siguientes. El Anexo 1 muestra la rentabilidad de la acción de Tabacalera en cada fecha en que se produjo un aumento de precio entre 1992 y 2007 y en los cuatro días siguientes. Puede comprobarse que la rentabilidad promedio en los cinco días analizados es aproximadamente cero. También muestra la rentabilidad de la acción de Tabacalera menos la del IBEX 35: 0,17% el día del anuncio y 0,19%, 0,45%, -0,23% y 0,39% en los cuatro días siguientes. La rentabilidad de Tabacalera del 15 de septiembre de 1997 fue del 9,6% (un 8% superior a la del IBEX).

¿Se puede sostener que una subida del precio del tabaco sea causa de un aumento de la cotización de Tabacalera?

Tras el aumento de precios de septiembre de 1997 se seguían esperando nuevos aumentos del precio del tabaco. *El Mundo*⁷ publicó en diciembre de 1997 que «el precio del tabaco en España todavía tiene margen para seguir creciendo». Meses después, *El Mundo*⁸ publicaba que «en los próximos cuatro años, el precio de los cigarrillos deberá subir de manera importante», porque «es el más bajo de la Unión Europea».

Los precios de las acciones dependen de las expectativas de flujos para las acciones y, lógicamente, un parámetro de esas expectativas es el precio. Para que un aumento de precio tenga un efecto positivo en la cotización de la acción han de darse simultáneamente varias condiciones. Las más importantes son: a) que el aumento de precio sea superior al esperado, y b) que dicho aumento de precio no provoque un descenso del margen.

⁷ *El Mundo* (7 de diciembre de 1997): «La media de la UE es de 472 pesetas, más del doble que en España, con lo cual lo más lógico es que el precio de las cajetillas de tabaco siga subiendo en España».

⁸ *El Mundo* (9 de julio de 1998). Sobre aumentar los precios: «¿Fácil? No del todo, porque los consumidores pueden cambiar de marca. En 1995, Tabacalera tenía el 42,5% de la cuota de mercado del tabaco rubio. A finales del año pasado era del 35,6%».

3. ¿Se puede sostener que la rentabilidad de Tabacalera entre el 14 de agosto de 1997 y el 27 de febrero de 1998 se debió a dos noticias de septiembre de 1997?

La mayoría de los estudios mencionados en el punto 1 muestran que esa rentabilidad se obtiene en el día del anuncio de la adquisición y al día siguiente. Muchos otros estudios (*event studies*) muestran que una nueva información se incorpora en el precio en bolsa de manera prácticamente inmediata.

El 11 de septiembre de 1997, Tabacalera comunicó a la CNMV la adquisición de la división de cigarros puros de Havatampa, y el 13 de septiembre de 1997 el BOE publicó un aumento del precio del tabaco. Por consiguiente, a partir de ese día, ambos hechos fueron conocidos por todos los inversores.

¿Puede hablarse de ganancias debidas a la posesión de información privilegiada a partir del 15 de septiembre?⁹

4. Evolución de la cotización de Tabacalera y de la bolsa española

La Figura 3 muestra la evolución de Tabacalera y del IBEX entre 1991 y 2007. Las acciones de Tabacalera se revalorizaron un 337% entre el 6 de noviembre de 1996 y el 7 de abril de 1998 (el IBEX, un 153%). La cotización de Tabacalera siguió ascendiendo tras la venta de las últimas acciones, y alcanzaron su máximo valor el 7 de abril de 1998. Si las 48.948 acciones se hubieran vendido el 7 de abril de 1998 (en lugar de en las fechas en que se vendieron), se habrían ganado 1,3 millones de euros más. Entre diciembre de 1991 y el 6 de noviembre de 1996, Tabacalera había perdido un 8%, mientras el IBEX 35 se revalorizó un 130%.

La Figura 4 muestra la evolución de Tabacalera respecto a la del IBEX y resalta las fechas de tenencia de acciones. Puede observarse la pérdida de valor de Tabacalera respecto al IBEX en los periodos marzo de 1992-agosto de 1994, junio-noviembre de 1996, agosto de 1998-febrero de 2000, octubre-noviembre de 2002 y mayo de 2004-febrero de 2007. Casi todos estos periodos fueron seguidos por otros de recuperación, siendo el más notable el periodo 14 de febrero de 2000-4 de octubre de 2002, en que la rentabilidad de Tabacalera fue del 136%, y la del IBEX, del -52%.

⁹ El sobrino del señor. Alierta compró acciones entre el 14 de agosto y el 5 de septiembre de 1997, y las vendió entre el 21 de enero y el 27 de febrero de 1998. Ganó 1,8 millones de euros, pero 1,5 millones los ganó a partir del 16 de septiembre de 1997, y parte de los 300.010 euros restantes antes del 10 de septiembre.

Aun en el caso de considerar erróneamente información privilegiada estas dos noticias, la “*ganancia ilícita*” no sería “309,9 millones”, sino: a) 8,3 millones de ptas., si consideramos 10-12 de septiembre, o b) 48 millones de ptas. si consideramos 10-15 de septiembre, y al ser inferior a 600.000 no habría delito.

Figura 3

Evolución de la cotización de Tabacalera (TAB) y del IBEX 35, 1991-2007. Ambas cotizaciones parten de 100 en 1991.

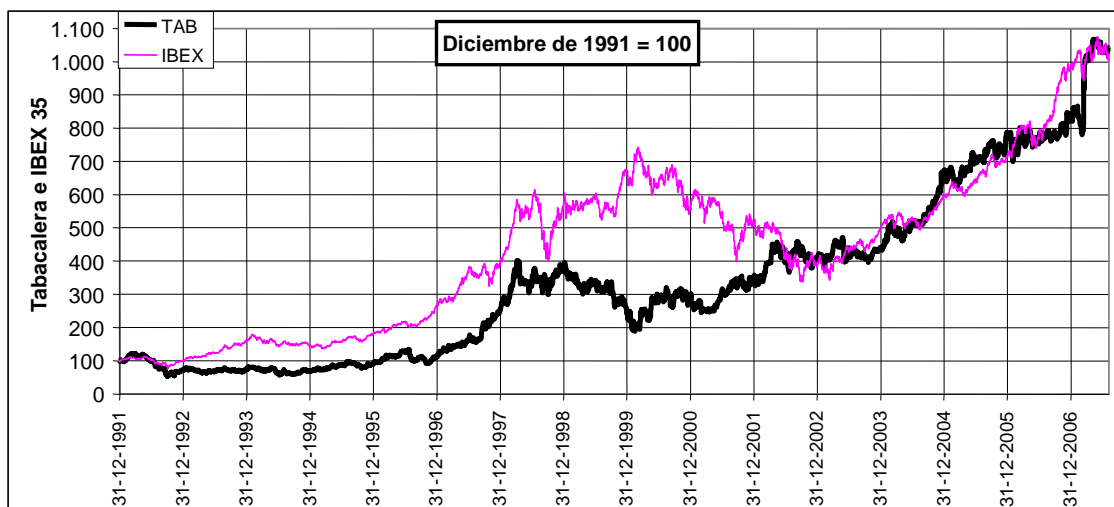


Figura 4

Evolución de la cotización de Tabacalera (TAB) respecto a la del IBEX 35, 1991-julio de 2007



Analizando la rentabilidad entre el 28 de agosto de 1997 y el 3 de marzo de 1998 (segundo período de tenencia de acciones) de las empresas que cotizaban en España en el mercado continuo, se observa que la rentabilidad promedio de las 138 empresas fue del 42%, y que diez empresas tuvieron una rentabilidad superior a la de Tabacalera.

El mismo ejercicio entre el 6 de junio de 1997 y el 14 de julio de 1997 (primer período de tenencia de acciones de Tabacalera) revela que la rentabilidad promedio de las 138 empresas fue del 12%, y que 56 empresas tuvieron una rentabilidad superior a la de Tabacalera.

Las acciones de Tabacalera se revalorizaron un 337% entre el 6 de noviembre de 1996 y el 7 de abril de 1998. La rentabilidad obtenida por Creaciones Baluarte (la empresa propiedad del sobrino del señor Alierta que compró las acciones) fue del 14% en el primer período de tenencia (10 de junio-14 de julio de 1997: invirtió 97,48 millones de pesetas en 13.140 acciones y obtuvo una plusvalía de 13,9 millones de pesetas), y del 84,2% en el segundo período de tenencia (14 de agosto de 1997-3 de marzo de 1998: invirtió 360,38 millones de pesetas en 48.948 acciones y obtuvo una plusvalía de 303,3 millones de pesetas). Por consiguiente, Creaciones Baluarte se benefició de menos de un tercio de la subida de las acciones de Tabacalera en el período comprendido entre el 6 de noviembre de 1996 y el 7 de abril de 1998. Sin embargo, el fiscal afirmaba que el señor Alierta «*estaba capacitado para pronosticar con escaso margen de error la fuerte subida en la cotización bursátil de las acciones de Tabacalera por los dos hechos antes señalados*».

5. Explicaciones del aumento de la cotización de Tabacalera

Son varias las causas de la revalorización, entre otras:

1. Buen período para la bolsa. En el período 9 de junio de 1997-27 de febrero de 1998, Tabacalera se revalorizó un 113%, y el promedio de la revalorización de las acciones en la bolsa española fue del 49%.
2. Mal comportamiento bursátil de Tabacalera en el período anterior. En el período diciembre de 1991-6 de noviembre de 1996, Tabacalera perdió un 8%, mientras que el IBEX 35 se revalorizó un 130%.
3. Expectativas de buenos resultados debidos a la privatización¹⁰. La privatización ya era esperada desde hacía muchos meses y los periódicos¹¹ se referían a ella.
4. Expectativas de mejora de eficiencia debido a la reestructuración. Tabacalera era en 1997 una empresa ineficiente que podía recortar muchos costes. Así lo reconocían los periódicos¹² y los analistas, que hablaban de las grandes expectativas de mejora del beneficio derivadas de las mejoras en eficiencia. Por ejemplo, el informe del 14 de octubre de 1997 de Salomon Brothers (su recomendación fue *Strong Buy*) preveía el cierre de fábricas y una fuerte reducción de plantilla.

¹⁰ La privatización de Tabacalera tuvo lugar en abril de 1998. La OPV generó una demanda global que suscribió la oferta en 15 veces. El precio de adjudicación a los particulares fue de 19,13 euros/acción.

¹¹ *El Mundo* (4 de agosto de 1997): «El Gobierno aprobará la privatización del 52% de Tabacalera que aún permanece en manos del Estado durante el primer semestre de 1998». *El País* (12 de septiembre de 1997): «Tabacalera continúa adecentándose para la privatización». *La Gaceta de los Negocios* (17 de septiembre de 1997): «Tabacalera abrirá su capital a los estancieros en la privatización: unas 16.000 personas en toda España».

¹² *Cinco Días* (2 de septiembre de 1997): «Los menores gastos de explotación... incremento de la productividad». *Expansión* (2 de septiembre de 1997): «Mejoras en la gestión interna han permitido que el resultado de explotación consolidado creciera un 47,6%».

5. Expectativas de mejora de eficiencia por comparación con otras tabaqueras¹³.
6. Expectativas de buenos resultados debidos a la diversificación¹⁴. En enero de 1997 adquirió el 24,97% de Midesa (líder en distribución de revistas) por 3.671 millones; en mayo de 1997 compró el 21,18% de Inmobiliaria Zabálburu por 1.105 millones, y en junio de 1997 el 20% de Aldeasa. Los analistas¹⁵ esperaban una mejora del beneficio gracias a la diversificación. Según ellos, el negocio de distribución creaba barreras de entrada y permitía obtener sinergias.
7. Mejora espectacular de resultados. El beneficio de Tabacalera pasó de 11.727 millones de pesetas en 1996 a 17.340 millones en 1997, a 23.505 millones en 1998 y a 35.372 en 1999.
8. Constante recomendación de “compra” por parte de los analistas¹⁶. La Tabla 3 recoge las recomendaciones de analistas de inversión y permite comprobar que aunque el precio de la acción pasó de 4.690 pesetas en noviembre de 1996 a 16.550 pesetas en julio de 1998 (subió un 252%), la recomendación de todos ellos fue “comprar”. La recomendación era comprar antes del aumento del precio del tabaco y de la compra de Havatampa en septiembre de 1997, y seguía siendo comprar después.

¹³ *Expansión* (19 de septiembre de 1997): «Tabacalera es una inversión atractiva a largo plazo, especialmente si se tiene en cuenta que la rentabilidad del negocio tabaquero en España es todavía baja y puede mejorar».

¹⁴ *Expansión* (12 de septiembre de 1997): «Más de 70.000 millones de pesetas para diversificar». *El Mundo* (9 de julio de 1998): «El negocio del tabaco empezará a flaquear en España. Por eso compró la distribuidora Midesa, la única capaz de llegar en tiempo récord a 16.000 estancos en España, y parte de Aldeasa. También ha cerrado un acuerdo con Cortefiel para desarrollar el comercio electrónico a través de terminales».

¹⁵ SBC Warburg Dillon Read (21 de octubre de 1997): «Diversification provide Tabacalera with strong growth prospects». Salomon Brothers (14 de octubre de 1997, pág. 24): «Distribution has been the key focus of the domestic operations this year, following the acquisition of 24.9% of Midesa and 30% of Aldeasa. This investment in distribution is both defensive (erecting effective barriers to any potential competitor in its wholesale distribution) and aggressive».

¹⁶ *Expansión* (19 de septiembre de 1997): «La mayoría de los analistas considera interesante tener títulos de Tabacalera en cartera, especialmente ante la privatización de la compañía la próxima primavera».

Tabla 3

Recomendaciones de analistas entre noviembre de 1996 y julio de 1998

Informes de analistas sobre Tabacalera	Fecha	Previsiones de beneficio (millones de pesetas)			Precio por acción (pesetas)		Recomendación
		1997	1998	1999	mercado	objetivo	
Natwest Securities	20-11-1996	18.002	20.701	23.417	4.690		comprar
Natwest Securities	27-2-1997	18.002	20.701	23.417	6.410		comprar
BZW Research	17-3-1997	18.700	21.400		7.040	8.000	comprar
HSBC James Capel	15-9-1997	17.683	20.218	23.219	8.150	9.400	comprar
Paribas	16-9-1997	19.206	26.998	31.019	9.190	10.752	comprar
Salomon Brothers	14-10-1997	19.591	24.330	29.324	9.900	13.600	comprar
SBC Warburg	21-10-1997	19.200	27.600	33.000	10.400	12.500	comprar
HSBC James Capel	23-10-1997				10.900		comprar
HSBC James Capel	28-11-1997				11.300		comprar
Deutsche Morgan Grenfell	14-1-1998	18.854	25.929	36.151	13.400		comprar
Deutsche Morgan Grenfell	23-1-1998	19.502	26.571	36.787	13.500		comprar
Salomon Smith Barney	26-1-1998	19.591	24.301	29.244	13.800		comprar
Credit Suisse	17-2-1998	19.900	23.900	28.100	13.450	14.600	comprar
Credit Suisse	4-3-1998		23.100	27.400	15.560		comprar
HSBC James Capel	9-3-1998		24.673	30.618	15.400		comprar
BNP	18-3-1998		22.466	25.570	17.370		comprar
Credit Suisse	29-7-1998		23.800	27.600	16.550	19.635	comprar

Beneficio de Tabacalera	17.340	23.505	35.372
--------------------------------	---------------	---------------	---------------

9. También los periódicos recomendaban comprar. Una semana después del aumento del precio del tabaco que nos ocupa, *Expansión* (19 de septiembre de 1997) afirmaba: «*Tabacalera tiene un potencial de subida del 20%, según los expertos*». *El Mundo*¹⁷ recomendaba comprar acciones de Tabacalera «*porque van a mejorar los resultados*». Cuatro meses más tarde, el 12 de abril de 1998, *El Mundo*¹⁸ volvió a recomendar comprar acciones de Tabacalera porque eran «*una buena inversión*» y afirmaba que «*Tabacalera tiene un futuro prometedor*».

10. Expectativas de mejora en los resultados. La Tabla 3 muestra que las previsiones del beneficio de 1997 eran similares antes y después del aumento de precios de septiembre de 1997. El beneficio obtenido por Tabacalera en 1997 (17.340) fue inferior al previsto antes de la subida de precios y de la compra de Havatampa (18.002, 18.700 y 17.683).

¹⁷ *El Mundo*. Economía. 7 de diciembre de 1997. «*La empresa se encuentra en un proceso de reestructuración que le permitirá aumentar su rentabilidad, a pesar de que el mercado del tabaco no está en sus mejores tiempos. Además, el año que viene comenzará a andar el acuerdo con la francesa Seita. Ahora la acción vale 11.500 pesetas. Para Salomon Brothers, en 12 meses costará 13.600 pesetas.*»

¹⁸ *El Mundo*. Su dinero, nº 120, 12 de abril de 1998. Tabacalera, Aprovéchese.

Preguntas

1. Si usted hubiera sabido con antelación que Tabacalera iba a comprar Havatampa, ¿hubiese comprado acciones de Tabacalera?
2. Si usted se entera o cree bastante probable que una empresa vaya a aumentar sus precios de venta al público, ¿compra acciones de dicha empresa?
3. ¿Cree usted que el anuncio de compra de Havatampa (11 de septiembre de 1997) propició un aumento de la cotización de Tabacalera que duró hasta el 27 de febrero de 1998?
4. ¿Cree usted que la publicación en el BOE de un aumento del precio del tabaco el 13 de septiembre de 1997 propició un aumento de la cotización de Tabacalera que duró hasta el 27 de febrero de 1998?
5. ¿Puede argumentarse que el beneficio obtenido tras hacerse pública una noticia es fruto del *insider trading*?
6. ¿Cree usted que habría que aplicar esta sentencia a todos los directivos (y parientes, amigos...) que han ganado dinero tras comprar acciones de la empresa que dirigen?
7. ¿Invertiría usted en un fondo dedicado a adquisiciones y que compre sólo acciones de las empresas compradoras?
8. ¿Invertiría usted en un fondo que compre sólo acciones de empresas que subirán próximamente los precios de venta al público?
9. ¿Se puede sostener que *«la adquisición de los principales activos de Havatampa y la subida del precio de las labores del tabaco... determinaron un impacto alcista de los valores de Tabacalera que persistieron a lo largo del tiempo»*?
10. ¿Se puede sostener que *«la adquisición de Havatampa y la subida del precio de las labores del tabaco»* iban a provocar *«una más que previsible revalorización»*?
11. ¿Se puede sostener que *«la adquisición de Havatampa y la subida del precio de las labores del tabaco... determinó, eso sí, a la larga, en el momento de la liquidación, la obtención del beneficio típico»*?
12. ¿Se puede sostener que cuando *«la adquisición de Havatampa y la subida del precio de las labores del tabaco... llegaron a conocimiento del mercado, las acciones de Tabacalera experimentaron una notable y constante revalorización... Tabacalera subió el 113,01%»*?
13. A la “luz” de esta sentencia, ¿en qué condiciones aconsejaría usted a un directivo que compre acciones de la empresa que dirige?

Anexo 1

Impacto de los aumentos del precio de venta del tabaco en la rentabilidad de las acciones de Tabacalera.

Fecha del aumento de precio	Nuevo precio (pesetas o euros) de la cajetilla		Rentabilidad de la acción de Tabacalera en:					Rentabilidad de la acción de Tabacalera menos rentabilidad del IBEX 35 en:				
	DUCADOS	FORTUNA	Fecha del aumento	día +1	día +2	día +3	día +4	Fecha del aumento	día +1	día +2	día +3	día +4
2-1-1992	70	125	-1,75%	0,89%	2,66%	0,00%	0,17%	1,60%	-1,68%	1,25%	-0,87%	-1,59%
3-8-1992	73	130	-1,03%	0,83%	-0,31%	-1,35%	0,00%	-0,98%	-0,09%	-0,29%	-1,07%	0,89%
4-1-1993	89	150	-0,74%	3,75%	2,17%	-1,65%	0,72%	-1,17%	1,12%	2,14%	-1,82%	1,32%
21-1-1994	100	155	-0,24%	0,47%	1,43%	0,24%	-1,06%	-0,15%	1,27%	0,07%	-1,50%	-1,13%
27-12-1994	125	190	-3,35%	-0,56%	-0,84%	-0,85%	1,14%	-0,13%	-0,24%	0,57%	-2,71%	0,89%
27-12-1995	140	200	0,00%	0,44%	0,65%	0,00%	6,63%	2,52%	-1,13%	-0,25%	-1,57%	5,75%
29-11-1996	170	220	0,39%	0,60%	2,15%	-0,96%	-0,20%	-0,79%	0,28%	0,55%	-0,31%	0,00%
27-2-1997		240	-0,47%	2,04%	0,31%	3,85%	-1,04%	-1,36%	2,98%	0,97%	2,62%	-0,72%
12-9-1997	190	265	2,82%	9,67%	1,19%	2,91%	0,31%	3,17%	7,99%	-0,31%	2,83%	-0,98%
29-12-1998	200	275	-0,95%	-1,65%	2,99%	4,33%	-0,26%	-0,83%	-0,60%	-3,23%	2,37%	1,68%
13-1-2000		280	4,99%	4,53%	1,49%	-4,41%	-1,03%	4,24%	2,24%	0,58%	-2,51%	-1,51%
26-7-2000		295	0,00%	-2,50%	-0,64%	2,00%	-0,70%	-0,28%	-2,34%	0,91%	2,27%	-0,86%
13-12-2000	205		0,32%	-2,83%	-3,56%	3,22%	4,23%	0,65%	-0,83%	0,19%	4,30%	2,03%
27-4-2001	220		1,56%	-2,57%	1,07%	-0,49%	-0,57%	0,43%	-3,94%	2,40%	0,84%	-0,96%
27-6-2001	225		-1,95%	1,49%	3,31%	1,84%	-0,76%	-2,06%	0,53%	2,93%	-0,41%	-0,07%
12-9-2001		310	2,40%	2,01%	-1,53%	-2,28%	4,27%	1,61%	1,51%	3,62%	-5,37%	4,77%
10-1-2002	225	308	-0,77%	2,10%	-0,38%	1,09%	0,49%	0,73%	1,54%	1,98%	-0,67%	2,32%
25-3-2002	250	325	0,19%	-0,19%	0,09%	-0,33%	0,48%	2,20%	0,52%	-0,29%	-1,49%	1,13%
29-1-2003	283		-2,41%	-1,91%	0,95%	-1,51%	-1,43%	-2,15%	-3,32%	1,99%	-2,58%	1,01%
25-6-2003	300		-1,36%	3,13%	-0,54%	0,27%	1,48%	-2,43%	3,12%	-1,01%	1,72%	3,18%
1-12-2003	1,8	1,95	0,90%	-0,13%	-1,74%	0,59%	-0,09%	-0,62%	0,13%	-2,49%	0,84%	0,26%
1-4-2005	2,1	2,2	2,38%	-0,84%	1,81%	1,63%	-1,18%	1,91%	0,10%	0,81%	0,72%	-1,40%
1-7-2005	2,2	2,2	0,84%	-0,23%	-0,89%	0,00%	-1,65%	0,37%	-0,06%	-0,76%	-0,18%	0,26%
1-9-2005	2,25	2,25	0,34%	1,28%	0,31%	1,06%	-0,52%	-0,86%	1,20%	-0,71%	-0,07%	-0,97%
25-5-2006	2,5	2,5	1,14%	-4,01%	3,00%	-1,11%	-3,90%	-0,34%	-4,65%	1,64%	-1,37%	-4,36%
29-5-2006	2,2	2,2	-0,21%	-1,93%	1,26%	-0,41%	0,60%	0,15%	-0,22%	-0,36%	-0,47%	0,43%
2-1-2007	2,4	2,4	0,88%	-0,10%	-0,73%	-0,40%	-0,66%	-0,74%	-0,17%	-0,74%	0,17%	-0,80%
Promedio			0,14%	0,51%	0,58%	0,27%	0,20%	0,17%	0,19%	0,45%	-0,23%	0,39%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de mercado obtenidos de Datastream.

Anexo 2

Evolución de la cotización de las acciones de Tabacalera

	Cotización (pesetas)
14-8-1997	7.600
28-8-1997	8.040
29-8-1997	8.120
1-9-1997	8.020
2-9-1997	8.040
3-9-1997	8.000
4-9-1997	8.000
5-9-1997	8.150

	Cotización (pesetas)
26-1-1998	14.048
4-2-1998	13.876
9-2-1998	13.172
11-2-1998	13.534
26-2-1998	15.546
27-2-1998	15.646
3-3-1998	15.657


Anexo 3

Noticias sobre Tabacalera en septiembre de 1997

12 de septiembre de 1997  25.000 millones de tesorería y 30.000 de deuda

Tabacalera financiará la compra de las cuatro sociedades por una doble vía. Llevará a cabo una ampliación de capital de 25.000 millones de pesetas en su filial TCI, que Midesa, propietaria del 10% de su capital, suscribirá en su parte. Tabacalera destinará a esta ampliación buena parte de su actual tesorería, que según Alierta asciende a unos 30.000 millones. El resto, otros 30.000 millones de pesetas, provendrán del endeudamiento de TCI con un *pool* de bancos españoles todavía no concretado en su totalidad. El aval será aportado por la propia TCI y contará con un *comfort-letter* de Tabacalera.

Documento cindas0020010929dt9c008fn

12 de septiembre de 1997  Más de 70.000 millones de pesetas para diversificar

Tabacalera se ha tomado en serio su necesidad de diversificar en actividades diferentes a la venta de cigarrillos. Durante 1997 ha anunciado inversiones de más de 70.000 millones con este objetivo. En enero, Tabacalera adquirió el **24,97%** de Midesa, líder en distribución de revistas, por 3.671 millones. En mayo compró el **21,18%** de Inmobiliaria Zabálburu por 1.105 millones.

En junio, Tabacalera se convertía en socio de referencia de Aldeasa –la compañía que explota las tiendas *duty free* de los aeropuertos–, tras pagar un mínimo de 11.344 millones de pesetas por el 20% del capital. El precio final dependerá del que se fije en la oferta pública de venta (OPV) de Aldeasa prevista para este mes. Tabacalera se ha comprometido a subir otro 10% su participación en Aldeasa. Su ofensiva en el mercado americano del cigarro le supondrá el desembolso de otros 55.700 millones de pesetas. Santiago Molina, analista de Inverban, valora positivamente este movimiento: es un negocio de elevados márgenes de beneficio neto –un 10% sobre ventas en el caso de su competidor Swisher–, y que presenta sinergias con Midesa y Aldeasa”. Sin apenas deuda financiera, Tabacalera no tiene dificultades para financiar su expansión. Su cotización ha subido en 1997 un 45,7%. La privatización del 52% en manos del Estado está prevista el primer semestre de 1998.

Documento expnsi0020011001dt9c008yl

12 de septiembre de 1997.  Tabacalera no tose con el humo de los puros que compra Alierta

Las acciones de Tabacalera no se dejaron llevar, más bien al contrario, por el anuncio de la compra de compañías productoras de cigarrillos puros de Estados Unidos, Honduras y Nicaragua. La operación anunciada ayer se eleva a 56.000 millones y convierte a Tabacalera en el líder mundial en el sector de puros. Los títulos de la compañía tabaquera volvieron a ceder en la sesión de ayer; la caída fue del 0,49%, que se suma al descenso de 60 pesetas del miércoles. Los analistas consultados por este periódico no vinculan la influencia de las adquisiciones al comportamiento del valor, toda vez que la política de expansión internacional no es más que la continuación de la desarrollada hasta la fecha por Tabacalera.

Documento ngcios0020011002dt9c0077z

13 de septiembre de 1997  La metamorfosis de Tabacalera

El salto definitivo de Tabacalera a Estados Unidos es un objetivo clave para iniciar el proceso de privatización. Pilar Villarino lo explica. NADIE pone una fecha, pero los buenos conocedores de los planes del Gobierno aseguran que la privatización de Tabacalera estará lista en el primer semestre del año que viene. Con este objetivo, el equipo encabezado por César Alierta trabaja a contrarreloj para poner la maquinaria a punto. Los frentes abiertos están claros: tabaco y distribución. En el tabaco, el objetivo es la internacionalización.

Aunque en cigarrillos continúa siendo el líder nacional con sus marcas Ducados y Fortuna, en Tabacalera siempre fueron conscientes de que, en este negocio, Philip Morris y Reynolds, fabricantes de Marlboro y Winston, respectivamente, tenían la batalla ganada. Así, la expansión internacional se ha centrado en los cigarrillos y ha alcanzado su punto culminante con la compra de la norteamericana Havatampa y de dos fábricas en Centroamérica, por 55.700 millones de pesetas. Estados Unidos, un mercado creciente que acapara casi el 30% del consumo mundial de puros, excluidos China e India, era el objetivo obligado. La estrategia no era nueva. El antecesor de Alierta, Pedro Pérez, también lo intentó. En 1995 Tabacalera negoció para comprar el 51% de General Cigars, del grupo Culbro, por cien millones de dólares, 15.200 millones de pesetas al cambio actual. Pero las negociaciones se fueron al traste.

Documento expnsi0020011001dt9d0094h

13 de septiembre de 1997 **EL MUNDO** Las tabaqueras estudian subir el precio del tabaco

Las compañías tabaqueras están estudiando subir el precio del tabaco negro y rubio entre 20 y 25 pesetas, según pudo saber este periódico.

Esta modificación en el precio del tabaco beneficiará indirectamente a Hacienda, ya que recaudará una parte proporcional de ese incremento gracias al llamado impuesto *ad valorem*, es decir, el impuesto sobre el valor del tabaco.

La subida también estaría enmarcada dentro de la estrategia del Gobierno de obtener recursos sin subir los impuestos especiales. Esos recursos podrían ser destinados a mitigar el déficit sanitario, una vieja petición de CiU.

Documento mundo00020011002dt9d00297

15 de septiembre de 1997 **CincoDías** La nueva frontera de Tabacalera

Desde Tabacalera, el Tesoro anotará este año ingresos de casi 650 millardos, equivalentes al 4% de los ingresos no financieros del Estado, 10% del IRPF, 15% del IVA, 30% de los impuestos especiales o 40% del impuesto sobre sociedades.

Pero además de una máquina de recaudar (y de inducir gasto sanitario por su efecto nocivo sobre la salud, según los expertos sanitarios), Tabacalera es una empresa cotizada en bolsa, con ingresos netos de impuestos en torno a 300 millardos y beneficio neto estimado este año por encima de 16 millardos; con balance saneado, sin endeudamiento y 300 millardos de capitalización bursátil. El Estado posee algo más de la mitad de las acciones de la compañía, que proyecta vender conforme a la política de privatizaciones del Gobierno.

Y desde todos esos puntos de vista, Tabacalera y su nuevo equipo gestor encabezado por César Alierta ejecutan ahora una nueva estrategia con la referencia de la privatización. Alierta ha evitado declaraciones públicas y ha dado pocas explicaciones adicionales a sus dos informes a la Junta General. Su plan para dar más valor a Tabacalera parece pasar por varios escenarios simultáneos.

¿Será capaz, merecerá la pena, que la Tabacalera privatizada se defienda de esas multinacionales? ¿Puede ser cabecera de un grupo tabaquero mundial competitivo? Son preguntas básicas sobre las que aún no hay respuesta.

Adicionalmente, Tabacalera trata de consolidar una posición fuerte en la distribución mediante su alianza con Midesa (de la que controla casi el 25%). La integración de ese segmento de negocio Tabacalera-Midesa-Aldeasa (también en proceso de privatización y de la que Tabacalera controla ya el 20%) puede dar forma a una rama de negocio, incluso a una compañía, líder por dimensión y rentabilidad. Y queda la operación inmobiliaria de Tabacalera dibujada con Zabálburu, sobre la cual se intuye algún proyecto.

Documento cindas0020010929dt9f008k9

16 de septiembre de 1997



El Estado privatizará Tabacalera en mayo

El director general de Patrimonio, Pablo Isla, anunció ayer que el Estado tiene previsto vender el 52% de Tabacalera en mayo de 1998. Por la venta del 52% de Tabacalera, el Estado cuenta con ingresar unos 150.000 millones.

En este sentido, el ministro de Industria, Josep Piqué, anunció ayer en Casablanca, durante el seminario en torno a las relaciones UE-Marruecos organizado por *The Economist*, que «no habrá dificultades para que la demanda de acciones llegue al 25% del capital de Endesa, incluso puede ser superior», aunque se mostró preocupado por las consecuencias que una colocación tan voluminosa puede tener para la evolución posterior del valor por un posible exceso papel en el mercado y el impacto negativo que esta situación podría provocar en el resto de colocaciones previstas.

Documento ngcios0020011002dt9g007ir

30 de septiembre de 1997.



Comisión Nacional del Mercado de Valores

Tabacalera, S.A. ha suscrito la totalidad de la ampliación de capital llevada a cabo en el día de ayer por Aldeasa, S.A. por un total de 2.678.571 acciones al precio fijado para la Oferta Pública de Venta, es decir, 3.270 ptas. (200 ptas. de nominal y 3.070 ptas. de prima de emisión), con lo que la participación de Tabacalera, S.A. en Aldeasa, S.A. pasa a ser del 30%.

Igualmente, Tabacalera está procediendo a pagar a AENA el precio adicional estipulado para el primer 20% de Aldeasa, tal y como les explicábamos en nuestra comunicación del pasado 18 de junio, habiéndose fijado en 15.022 millones de pesetas dicha participación, de los que deducir los 11.344 millones ya abonados en aquella fecha. En consecuencia, el coste total de la transacción para Tabacalera, S.A. asciende a 23.781 millones de pesetas.

Documento cnmv000020011001dt9u003u3

Anexo 4

Días con mayores subidas de la cotización de Tabacalera

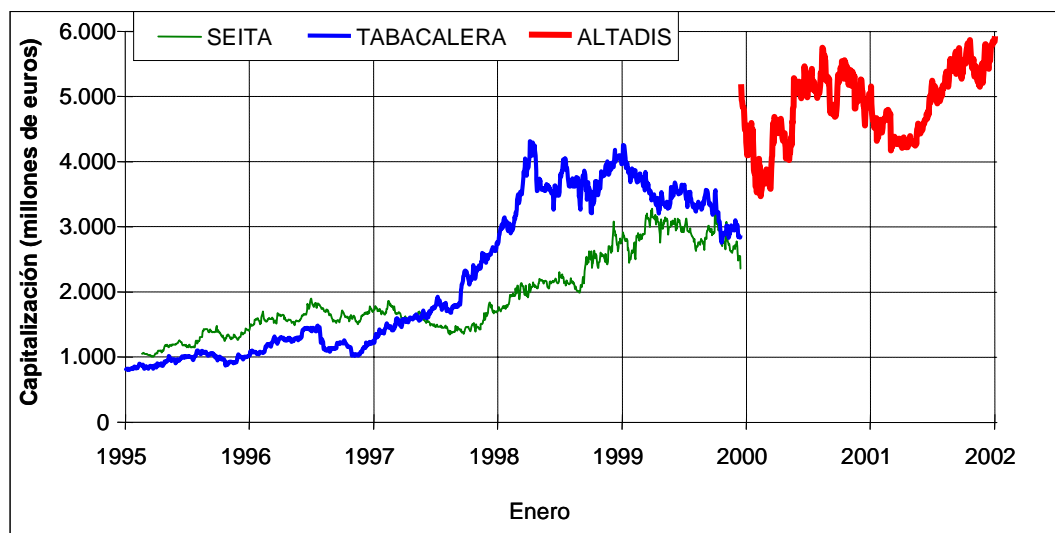
Fecha	Rentabilidad de Tabacalera					Rentabilidad del IBEX				
	1 día	2 días	3 días	4 días	5 días	1 día	2 días	3 días	4 días	5 días
15-3-2007	16,7%	12,5%	19,7%	21,9%	22,2%	2,5%	2,8%	4,8%	5,3%	5,1%
12-11-1992	12,2%	12,2%	12,8%	18,0%	21,0%	1,4%	2,9%	3,6%	5,8%	9,5%
6-10-1998	10,3%	9,5%	4,1%	5,5%	5,5%	5,9%	3,6%	0,7%	3,3%	3,4%
15-9-1997	9,7%	11,0%	14,2%	14,6%	16,9%	1,7%	3,2%	3,3%	4,6%	4,8%
22-9-1992	9,6%	5,1%	-3,9%	-1,2%	-6,3%	-1,9%	-3,3%	-7,0%	-6,0%	-8,4%
22-5-2000	9,1%	6,2%	8,4%	7,2%	6,8%	-2,1%	-1,6%	-1,9%	0,2%	-1,0%
7-1-2000	8,6%	4,0%	0,4%	0,6%	5,6%	2,1%	2,8%	1,4%	-0,1%	0,7%
15-3-2000	8,6%	13,6%	14,3%	20,9%	28,2%	-2,2%	-2,3%	-1,5%	-1,5%	-2,0%
16-5-2000	8,4%	8,2%	13,3%	13,8%	24,2%	1,9%	-0,9%	-1,1%	-4,2%	-6,2%
20-10-1992	8,1%	6,3%	9,0%	11,1%	11,1%	3,1%	2,3%	3,4%	3,9%	3,2%

Anexo 5

Fusión Tabacalera-Seita de diciembre de 1999

El 6 de octubre de 1999, Tabacalera y Seita anunciaron su proyecto de fusión. Como consecuencia de la fusión nació Altadis, uno de los grupos líderes del sector europeo del tabaco y la distribución en Europa, cuyas acciones empezaron a cotizar el día 10 de diciembre en las Bolsas de Madrid y París. La Figura muestra la evolución de la capitalización de Tabacalera y Seita antes de la fusión, y de Altadis tras la fusión.

Evolución de la capitalización de Tabacalera (TAB), Seita y Altadis tras la fusión



Número de acciones desde 1994 hasta final de 1997: 36.823.432.

Fecha	Títulos emitidos	Total títulos	Observaciones
4-10-2000	-15.689.656	305.471.426	Reducción de capital con cargo a reservas
9-12-1999	137.043.922	321.161.082	Emisión de acciones ordinarias: VN = 100 ptas. prima de emisión = 682,41 ptas.
9-3-1998	147.293.728	184.117.160	Split 5 x 1 (valor nominal de las acciones de 500 a 100 ptas.)
(1999) Términos de la fusión: 19 acciones de Tabacalera x 6 acciones de Seita			

Anexo 6

Evolución del balance y de la cuenta de resultados de Tabacalera, en millones de euros

ACTIVO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Gastos de establecimiento	0	0	0	0	5	10	14	16	12	4	3	1
Inmovilizaciones inmateriales	11	8	7	7	62	76	251	466	455	359	592	558
Inmovilizaciones materiales	325	318	285	333	363	339	748	725	728	687	804	853
Inmovilizaciones financieras	248	178	186	115	232	243	1.088	903	916	1.045	1.058	657
Autocartera a largo plazo	1	0	0	0	0	0	116	41	30	54	12	16
Fondo comercio consolidación	23	37	31	1	289	297	888	1.299	1.366	1.180	1.999	2.605
Gastos distr. varios ejercicios	13	0	0	0	1	4	102	4	4	3	17	15
Existencias	398	392	433	439	431	612	1.374	1.221	1.361	1.410	1.486	1.793
Deudores	365	400	388	249	365	411	1.600	1.328	2.271	2.211	2.071	2.848
Inversiones financieras temporales	76	187	85	143	108	50	737	1.237	670	1.011	711	934
Autocartera a corto plazo	0	0	0	0	2	0	0	3	0	0	0	0
Tesorería	48	50	28	14	22	62	508	459	468	299	353	295
Ajustes por periodificación	1	1	0	1	1	2	37	140	22	39	48	38
TOTAL ACTIVO	1.510	1.572	1.444	1.304	1.881	2.106	7.462	7.843	8.305	8.301	9.153	10.612
PASIVO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
FONDOS PROPIOS	499	556	590	679	741	742	1.578	1.311	1.548	1.422	1.131	1.044
SOCIOS EXTERNOS	3	10	7	8	24	24	206	216	166	192	279	291
Diferencia negativa consolidación	17	5	0	1	6	3	1	36	36	36	43	42
Ingresos distr. varios ejercicios	5	13	14	13	12	8	8	10	20	7	4	6
Provisiones para riesgos y gastos	45	34	33	20	20	101	244	259	221	135	507	361
Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.100	1.100
Deudas con entidades de crédito	45	20	10	5	195	171	237	475	442	428	943	693
Otras deudas a largo	43	22	17	16	13	1	119	107	84	88	123	136
Obligaciones y otros valores negociables	0	0	0	0	0	0	0	512	197	534	265	587
Deudas con entidades de crédito	136	68	7	38	142	121	1.006	1.048	1.426	1.365	776	704
Acreedores comerciales	142	120	125	133	160	200	873	970	1.087	1.063	1.215	1.360
Otras deudas a corto	571	720	631	385	542	736	3.159	2.582	2.979	2.983	2.740	3.976
Ajustes por periodificación	2	0	1	0	1	0	2	2	1	3	9	8
Provisiones para riesgos y gastos. Corto	2	2	8	4	26	0	30	315	96	43	18	303
TOTAL PASIVO	1.510	1.572	1.444	1.304	1.881	2.106	7.462	7.843	8.305	8.301	9.153	10.612
CUENTA RESULTADOS	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ventas	4.039	4.759	4.729	4.921	6.016	7.330	8.527	7.618	8.280	9.182	9.500	9.746
Coste de las ventas	-1.378	-1.420	-1.386	-1.374	-1.460	-1.597	-2.481	-5.282	-5.899	-6.599	-6.736	-6.689
Gastos externos y de explotación	-2.267	-2.872	-2.928	-3.170	-4.111	-5.188	-5.336	-903	-808	-863	-947	-1.156
Gastos de personal	-302	-305	-267	-264	-263	-309	-364	-718	-671	-732	-750	-792
RESULTADO BRUTO de EXPLOTACION	92	161	148	113	181	236	346	715	902	988	1.067	1.109
Dotación amortizaciones inmovilizado	-49	-52	-41	-41	-54	-55	-69	-158	-157	-161	-163	-175
Variación provisiones de circulante	-6	-13	2	0	-3	-4	-8	42	-16	-17	11	4
RESULTADO NETO de EXPLOTACION	37	96	109	72	124	177	269	598	730	811	915	938
Ingresos financieros netos	-11	15	38	33	41	51	42	6	-28	-10	-67	-67
Amortización fondo comercio consolidación	-10	-6	-4	0	-5	-20	-24	-80	-91	-95	-118	-157
RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS	16	105	142	105	160	208	287	524	611	706	730	715
Resultados extraordinarios	33	1	-29	-12	-10	5	68	-230	6	-32	-251	10
Impuestos sobre beneficios	-20	-36	-30	-24	-45	-71	-124	-116	-206	-197	-143	-256
Beneficio neto	29	70	83	70	104	141	232	179	410	477	337	470
Resultados atribuidos a socios externos	0	-3	1	1	0	0	-19	-31	-30	-42	-44	-56
Beneficio sociedad dominante	29	66	84	70	104	141	213	147	380	435	293	413
Beneficio neto/ventas	0,7%	1,5%	1,8%	1,4%	1,7%	1,9%	2,7%	2,3%	5,0%	5,2%	3,5%	4,8%
Resultado bruto explotación /ventas	2,3%	3,4%	3,1%	2,3%	3,0%	3,2%	4,1%	9,4%	10,9%	10,8%	11,2%	11,4%
Gastos de personal/ventas	7,5%	6,4%	5,6%	5,4%	4,4%	4,2%	4,3%	9,4%	8,1%	8,0%	7,9%	8,1%
Beneficio neto/Fondos propios	5,8%	12,3%	13,9%	10,1%	13,6%	18,5%	13,0%	11,7%	23,9%	29,5%	23,9%	35,2%

Fuente: Bolsa de Madrid.

Anexo 7

Cuota de mercado de Tabacalera y sus principales marcas

Cajetillas vendidas, en millones	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ducados	1.020,4	936,3	785,6	888,5	910,9	838,2	789,8
Fortuna	937,7	858,7	841,7	840,5	865,3	936,1	901,6
Marlboro	390,1	288,6	361,1	426,2	539,4	585,1	678,6

Cuota de mercado, marcas	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ducados	25,5%	24,8%	21,9%	22,7%	21,0%	19,3%	17,9%
Fortuna	23,4%	22,8%	23,5%	21,5%	19,9%	21,6%	20,4%
Marlboro	9,7%	7,7%	10,1%	10,9%	12,4%	13,5%	15,4%
Winston	4,9%	3,9%	4,0%	3,7%	3,8%	3,5%	3,5%
Chesterfield	2,9%	3,1%	3,9%	5,0%	6,4%	7,3%	8,4%
Nobel	2,5%	2,9%	3,1%	2,7%	3,0%	3,7%	4,1%
L&M		4,9%	7,4%	8,4%	9,6%	7,9%	7,4%
Camel		3,1%	4,0%	2,9%	2,8%	3,0%	3,3%

Cuota de mercado, empresas	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tabacalera	63,5%	61,8%	53,2%	51,2%	47,5%	47,8%	45,2%
Philip Morris	16,3%	17,4%	21,7%	24,5%	28,7%	28,8%	31,3%
R.J. Reynolds	11,8%	12,0%	12,1%	9,2%	8,9%	8,3%	8,4%
B.A.T.	4,6%	4,2%	4,9%	5,2%	5,3%	6,1%	6,1%
C.I.T.A. (+licencia tabacalera 1996)	2,5%	3,0%	5,9%	6,2%	5,6%	5,7%	5,7%
Total	98,7%	98,4%	97,8%	96,3%	96,0%	96,7%	96,7%

Fuente: Informes anuales de Tabacalera/Altadis y Comisionado para el Mercado de Tabacos.

Comentarios de lectores

Es sorprendente lo que se puede llegar a afirmar en una sentencia (pensaba también que este tipo de “análisis poco profundos” sólo aparecían en los artículos del periódico; ya veo que no es así).

La información privilegiada a la que se alude es tan privilegiada como la que me pudiera haber dado a mí un amigo que supiera algo de bolsa y considerase que era una buena oportunidad comprar Tabacalera.

Comparto tu perplejidad porque el juez se haya atrevido a decir que hubo delito. “Cosas veredes, amigo Sancho...”. Aunque puestos a “perplejizarse”, el artículo que publicó M Conthe en *Expansión* con el sugerente título de “Conductas bastardas”, no tiene desperdicio. De nuevo, “Cosas veredes...”.

Una muestra más de la ineptitud, ineficacia, in... de la nefasta Justicia de este país.

Esta sentencia pone de manifiesto una vez más que “la justicia es un cachondeo”. En un periodo tan inusitadamente alcista como el de aquella época, “hasta el más tonto hacía relojes” sin necesidad de información privilegiada. No está en absoluto clara la relación causa-efecto entre la compra de Havatampa y la revalorización de Tabacalera, sino más bien lo contrario. Asimismo, creo que –al contrario que el caso del oficial de la notaría que compró acciones de NH–, el hecho de que medie un período de tiempo largo entre la compra y la venta hace que la argumentación de supuesta información privilegiada sea bastante endeble.

Me hace gracia el poder que atribuyen a César Alierta de “pronosticar con escaso margen de error” la evolución de una cotización. Si así hubiera sido, habría que concluir que la “bola de cristal” se le ha estropeado hace tiempo, pues lleva bastante tiempo comprando acciones de Telefónica y no hace más que perder dinero.

Parece muy probable que con las capacidades demostradas por este tribunal y fiscal, el análisis e identificación de informaciones considerables privilegiadas no habrá sido exhaustivo. Lo lógico sería un recurso de los absueltos de la pena por prescripción del delito para defender su honorabilidad (si el proceso lo permitiese). Lo contrario sería “pragmatismo complaciente”, que no favorece la mejora del sistema judicial.

Respuesta a la pregunta 13: Viendo cómo funciona la justicia aquí, cualquier directivo se debería pensar mucho el comprar acciones de su empresa, y estoy seguro de que si tomase en consideración esta sentencia, llegaría a la conclusión de que para evitar meterse en líos, ¡mejor comprar acciones de la competencia!

En un país en el que la agenda de la Justicia la marcan en muchos casos el partido de turno en el Gobierno y los medios de comunicación, ¿qué podemos esperar?

Estoy de acuerdo en todo, excepto en que el aumento de precios fue excepcional y que para Tabacalera un aumento de precios significa un aumento de margen de un bien inelástico como el tabaco. De todas maneras, el argumento principal es que el martes siguiente todo el mercado sabía las noticias, y siguiendo el criterio del Tribunal habría que procesar a todos los que ganaron dinero entre las fechas que contempla la sentencia.

¡Es sorprendente la Justicia que tenemos!

Asusta la “ligereza” con la que los jueces se forman una opinión sobre un tema técnico.

Me he quedado tan sorprendido como el resto de personas que conocen un poco el mundo financiero. Lo que más me ha llamado la atención: «*el señor Alierta está capacitado para pronosticar con escaso margen de error la fuerte subida en la cotización bursátil de las acciones de Tabacalera por lo dos hechos*». Esta frase falta a la verdad. Nadie, absolutamente nadie, conoce lo que va a pasar mañana, ni en el mundo ni en su vida, y menos en la bolsa, que es el reflejo de los caprichos de los inversores.

Me parece sorprendente que tras hacerse público que cometieron delito, los medios hayan hecho mayor hincapié en la absolución por prescripción.

La sentencia refleja un desconocimiento absoluto del mercado de valores: es ridícula. Los juristas están aceptando cada vez más como prueba de hecho delictivo el comportamiento direccional de los mercados, lo cual es muy preocupante.

Son argumentaciones casi pueriles. ¡Jo, qué tropa!

Lo que realmente sorprende son las declaraciones del Tribunal.

El desatino de la AP es de los que hacen época.

La sentencia es sintetizable en que la justicia española ni tiene idea de finanzas, ni juzga a todos por igual. Me da vergüenza que estas cosas pasen en mi país.

Estamos sometidos a una manipulación constante por parte de los medios de comunicación: nadie aporta ni un solo dato objetivo y siempre se puede justificar un hecho y su contrario. Lo de los magistrados me empieza a sonar a los malos árbitros que cometen un error para compensar otro anterior. Entre magistrados y políticos, estamos apañados con la clase dirigente.

La compra de Havatampa no debe tomarse como información privilegiada, tanto por el hecho de que se adquieren acciones de la empresa compradora (y no de la comprada) como por el largo espacio de tiempo.

Si tenemos en cuenta que el sector del tabaco (como materia prima, como *commodity*) recibe ayudas y subvenciones que aseguran la “viabilidad”, aunque sea artificial del sector, y el precio de venta al público está regulado por el Estado, podremos afirmar que el margen está asegurado. Si aumentamos el precio de venta al público, no sólo no provocara quebranto del beneficio, antes bien su incremento.

La sentencia es floja y el señor Alierta gana por los pelos, pero a la Sra. Jueza hay que echarla de comer aparte y hace alguna afirmación “chocante”.

El tema tiene más calado. ¿Cuántos recursos de amparo ante el Tribunal Constitucional son admitidos a trámite? No llega a un 2%. ¿Cuántos recursos de amparo ante el TC –deducidos por partidos políticos (o grupos de presión)– son admitidos a trámite? No quieras saber la respuesta, ésa sí que es “increíble”. Los únicos motivos que habilitan al justiciable a acudir ante el Tribunal Constitucional son aquellos que comportan una presunta violación de los artículos 14 a 29 de la Constitución, los llamados “derechos fundamentales”: nimiedades tales como el derecho a la vida, a la libertad, a la seguridad, al honor, y a obtener la tutela efectiva de los jueces y tribunales en el ejercicio de sus derechos e intereses legítimos, sin que, en ningún caso, pueda producirse indefensión.

Sentencia poco rigurosa con la objetividad de los datos. Pero una apuesta de esa envergadura en renta variable por parte de un particular con esa vinculación familiar entiendo que pueda despertar suspicacias, aunque evidentemente no hay elementos objetivos para hablar de delito.

Estoy atónito por la sentencia.

La sentencia es perfectamente correcta en derecho. Delito, lo que los jueces dicen que es delito...

No estoy de acuerdo con el artículo. Le sobran datos y referencias a *research* académico, y le falta intuición y cercanía a lo que allí pasó. Me explico. Es muy posible que se pueda encontrar (cosas distintas) evidencia empírica de

todas las causalidades que mencionas en el artículo. Por aquel entonces, la cultura del pelotazo bursátil era total. Cualquier rumor de transacciones corporativas, fueras comprador o comprado, hacía subir las acciones de la empresa. Es cierto que el mercado era alcista y eso, claro, ayudaba. Los directivos de las empresas y muchos ejecutivos de banca de inversión sabían esto y muchos de ellos entraban en este juego (hasta que dejó de funcionar). He visto con mis propios ojos vender información de muchas transacciones mucho más grandes que ésta (Repsol adquiriendo YPF, por ejemplo).

El tema de fondo es la expectativa de ganancia al momento de comprar, que pudo deberse a conocer la información privilegiada, $E(\text{alza/compra})$. Argüir que $E(\text{alza/compra}) = E(\text{alza}) < 0$ no es suficiente. Esto también es independiente de que *ex post* no se haya beneficiado y de la forma en que el tribunal cuantifica las ganancias indebidas, que es errada. Pero son dos temas: a) usó o no la información privilegiada (aunque sea de manera equivocada), lo que es ilegal y destruye los mercados, y b) ganó por dicha operación. Pero *ex ante* habría que cuantificarlo más bien como el valor de la opción de usar esa información.

Estoy perplejo, pero además, anonadado y desmoralizado. La Justicia deja en la impunidad a defraudadores de todas clases... pero si eres de la oposición... cuidado al comprar una camisa o un par de zapatos: puedes ser acusado e imputado hasta las últimas consecuencias. Estamos viendo todos los días defraudadores que tras muy pocos años de prisión, salen a disfrutar los millones que nunca devolvieron, etc., etc.

Si el precio del tabaco estaba regulado y se liberaliza convirtiendo al monopolista público en privado, es de esperar que el precio sea mayor y que obtenga beneficios superiores. El cambio podía ser permanente. La subida de precios de las acciones puede comenzar varios días antes (o semanas) al evento, por lo que la referencia a tomar en el cálculo del movimiento de precios alrededor del evento no sería el precio del día anterior, sino otro de varios días antes. Estoy de acuerdo en que la referencia para estimar el beneficio de una posible operación de información privilegiada es el cambio en el precio de la acción en los días próximos posteriores a que la información sobre el evento llegue al mercado.

Las relaciones precio de la acción/precio del tabaco/operaciones de M&A y su conexión con la permanencia en el tiempo de una subida de la cotización, son contundentes y ponen en cuestión la sentencia. Cabría preguntarse las evidencias de los jueces para realizar tales afirmaciones o si las mismas hubieran sido mantenidas en tales términos si no hubiera prescripción.

Han aplicado la misma teoría sobre la prescripción que se creó expresamente para librar a los Albertos de la cárcel. Este país es una auténtica república bananera. Según esa teoría, el plazo de prescripción se paraliza no en el momento en que el demandante mete la demanda en el juzgado, sino en el momento en que la demanda es admitida a trámite por el juez. Esto implica que: 1) un juzgado con mucha carga de trabajo beneficiará al demandado en cuanto al plazo para que prescriba el delito; 2) un funcionario "corrupto" simplemente tiene que meter la demanda en una cajonera y retrasar su admisión a trámite... Los Albertos estafaron a un señor con la venta de Urbanor (Torres plaza de Castilla) a KIO: la demanda estuvo metida en una cajonera casi un año hasta que se admitió a trámite. El delito ha sido probado por varias instancias judiciales, ¡pero ha prescrito! Y, para colmo, dicho señor tuvo que devolver el dinero que le concedió el TS.

Hay que desenmascarar a esta pandilla de ignorantes, en el mejor de los casos... La alternativa es que sean unos prevaricadores, lo cual tampoco puede desecharse.

Es maravillosa la nueva figura de información privilegiada que acaban de inventarse: «*La información privilegiada con impacto a largo plazo*». Como poco es un descubrimiento de "Premio Nobel".

Releyendo la sentencia me da la impresión de que no han querido enterarse o no han podido. Conociendo los requisitos necesarios para ser juez, tampoco me sorprende.

El fiscal y el juez no han aplicado correctamente las normas.

Vivimos en un país con gran tendencia al prejuicio. Esto es grave para toda la sociedad, pero es terrible si afecta también a los que, profesionalmente, tienen que juzgar y, esperamos que por simple ignorancia, prejuzgan.

La ignorancia sobre el mundo de la inversión bursátil es vasta: afecta a la mayoría de los profesionales del tema y a la práctica totalidad de los ajenos a él. Conozco a un *broker*, con más de 20 años en el negocio, que asegura que él acierta sólo el 60% de las veces, fallando el 40% restante. Y la verdad es que él se lo cree y cuando lo explica, la audiencia lo acepta como verosímil. Vamos, que empezando con un milloncito, en 20 años te conviertes en el hombre más rico del planeta. ¿Qué no habrá que esperar de un docto en derecho y lego en finanzas? A sus ojos, parece evidente que si un pobre *broker* es capaz de tamaños milagros, un presidente de compañía cotizada deja a Nostradamus en mantillas.

El prejuicio está asentado en la sociedad. La gente piensa que los que trabajan en bolsa juegan con ventaja, y que los presidentes de las compañías cotizadas, todavía más. Esto no se compadece con la realidad, que muestra que hay profesionales del mundo bursátil con más de treinta años de experiencia que madrugan para ir a trabajar y regresan de noche, ni con la escasa participación accionarial que, en general, ostentan los directivos de las empresas cotizadas en el

capital de las mismas. Un presidente de compañía debería poder comprar, en todo momento, acciones de la misma, sin que se prejuzgara mala intención.

Es una pena el nivel de la justicia y del periodismo en España. Quiero pensar que algo hemos mejorado en los últimos doce años. Hoy, algunos presidentes de las grandes empresas cotizadas compran directamente y de manera recurrente acciones de las compañías que dirigen.

Por estos casos, es por lo que en Estados Unidos catalogan a España como “*Black List*” en General Electric y en otras empresas, como en la NYSE.

Echo de menos alguna referencia a las formas de comunicación por las empresas importantes de sus decisiones de inversión, así como a la relación familiar de Alierta con su sobrino. A mí no me sorprende que el tribunal haya considerado el hecho como un delito por varias razones: a) la adquisición de la compañía de tabaco y el alza de los precios son dos noticias “fabricadas internamente” y que deben ser bien recibidas en el mercado; b) el “*feeling*” o conocimiento de la evolución de la compañía por sus gestores hacen más fácil tomar una decisión sobre el momento de compra de acciones; c) el gasto en publicidad de Telefónica permite manejar la opinión de los medios de comunicación, que siempre exageran, y ello inevitablemente tiene efectos en la demanda de las acciones; d) ¿cuántas compras de este tipo ha hecho el “sobrino”, o ha sido ésta su única operación?, y e) la compra de acciones por parte del sobrino no fue casual, sino que recibió una recomendación que además fue perfecta.

Creo que todo este asunto tiene un claro trasfondo político con intención de perjudicar la imagen de César Alierta, ya que procede de los nombramientos de Aznar y no es de la cuerda de Zapatero. Telefónica es una de las pocas grandes empresas rentables de España. El Gobierno hará todo lo posible por poner al frente a alguien de su confianza, y esta sentencia va en esa línea.

Es de los típicos temas en los que se inician acciones frente a personas de relevancia para que sufran la conocida “pena de banquillo”, lo que en nuestro sistema parece conseguirse fácilmente con denuncias de asociaciones y personas envidiosas del éxito ajeno.

El tipo reflejado en el artículo 285 Código Penal no sólo se centra en elementos económicos: a mi juicio, el análisis de la tipicidad de la conducta, junto con los razonamientos económicos, merece también analizar otros elementos indispensables en derecho penal, como son el “*bien jurídico protegido*” y el “*tipo subjetivo del injusto*” (el análisis de las circunstancias subjetivas que rodean la conducta). En este sentido, entiendo que los directivos deberían actuar con un plus de prudencia, pues si son conocedores de operaciones inminentes, lo prudente es aguardar pacientemente a realizar cualquier tipo de inversión que, directa o indirectamente, pueda potencialmente estar vinculada a la información que conoces.

Como buen conocedor de la Administración de Justicia, no me extrañaría nada que pueda tratarse de una sentencia en búsqueda de la notoriedad que lamentablemente pretenden algunos (no todos) jueces.

Todos los errores de la sentencia responden claramente a la falta de especialización crónica de jueces y fiscales en los asuntos relacionados con la empresa y, en su defecto, a la falta de un procedimiento regulado de asesoramiento por profesionales independientes. La consecuencia es un tratamiento extremadamente simplista, sin ninguna base científica de los hechos. El resultado final es este tipo de sentencias.

La realidad es que es un ataque de “Pedrojota” y *El Mundo* en venganza de no haberle dado en época de Aznar la multimedia de Telefónica: Antena3 TV y Onda Cero Radio.

Los magistrados de las audiencias provinciales suelen tener una excelente formación jurídica y una sólida experiencia. El problema es cuando la aplicación del Derecho está relacionada con cuestiones técnicas, entre las que se encuentra la materia financiera: suelen tener dificultades para formarse una opinión que fundamente el contenido de la sentencia.

Esperar que un magistrado haga la doble tarea de estudiarse varios informes y fundamentar una opinión sobre dicho estudio es pedir un imposible.

Un número muy elevado de juristas son unos auténticos ignorantes financieros. En muchos casos no alcanzan a comprender cómo se calcula un simple incremento, y la gran mayoría se aterrorizan con una sencilla gráfica. La mayor parte de los catedráticos de Derecho Mercantil y de Derecho Financiero no saben distinguir el efecto económico de un cargo o de un abono según se realice en una cuenta de activo o de pasivo.

Hay argumentos determinantes para convencer a los jueces de la falta de relación entre la subida de la cotización y el conocimiento de la información.

La calificación de delito que establece el tribunal me parece dudosa, por no decir sorprendente. Comprendo ahora muy bien el recurso de Alierta y su indignación, porque el daño moral es evidente.