

Quin serà el futur propietari de l'elèctrica espanyola Endesa? Gas Natural, E.ON, o els mateixos accionistes que ho són avui? Les respostes poden ser múltiples segons d'on provinguin i a quins interessos vulguin respondre. Tampoc no es pot determinar quan acabarà aquest procés. Tanta incertesa ha donat joc a hipòtesis i travesses sobre el desenllaç d'aquesta operació. Algunes tenen lògica econòmica i d'altres són més aviat un vestit fet a mida del "client".



El 5 de setembre de 2005, Gas Natural llançava una opa hostil sobre l'elèctrica espanyola Endesa. Aquell dia, el president d'Endesa, Manuel Pizarro, jurava que mai treballaria per a La Caixa –accionista de referència de Gas Natural– i que es defensaria amb unghes i dents d'aquella opa. "D'aquella" opa, perquè Endesa de seguida va implorar l'aparició d'un cavaller blanc que la salvés del destí de caure a mans de la gasista catalana. I el va anar a cercar a Düsseldorf, on hi ha el gegant privat d'electricitat i gas més imponent del món,

Set finals per a un serial

E.ON. D'entrada, l'alemanya ha presentat una oferta més atractiva en termes econòmics que la de Gas Natural, i a més, ha aconseguit el vistiplau de Brussel·les.

Per la seva banda, Endesa ha desenvolupat amb èxit una estratègia de judicialització de l'opa de Gas Natural, fins al punt que el Tribunal Suprem ha

suspès cautelarment l'acord del consell de ministres que autoritzava, amb vint condicions, l'opa. Per la via judicial, la companyia de Manuel Pizarro ha aconseguit que els accionistes de l'elèctrica –un 89% aproximadament són inversors estrangers– encara no hagin pogut avaluar l'oferta de compra de la gasista.

Economia o rumorologia. En les darreres setmanes, els entrebancs judicials amb què ha topat Gas Natural han sumat punts a les travesses que aposten per E.ON com a guanyadora del combat. Però a la vegada, han fet créixer els rumors de contactes entre Gas Natural i Endesa per arribar a un acord final de fusió amistosa.

Aquesta hipòtesi parteix de la negació rotunda de qualsevol contacte, tant de part de Gas Natural, que certifica que "no hi ha cap acord ni s'està estudiant res", i com d'Endesa, que esquivava la pregunta dient que la companyia "no té per costum fer pública l'agenda del president".

El fet és que abans que es conegués la decisió del Suprem, el president de La Caixa, Ricard Fornesa, va declarar a València que, tot i estar a favor que s'arribi a un pacte, "qui ha de fer el senyal és Gas Natural", però deixava força clara la posició de l'entitat: "En totes les operacions i petits conflictes humans sempre hi ha possibilitat de pacte. La possibilitat exigeix actituds i disposicions de les persones, i nosaltres sempre estem disposats a pactar en la part que ens correspon".

Més enllà de possibles contactes entre les dues companyies, també s'ha especulat amb diverses reunions entre Manuel Pizarro, president de l'elèctrica espanyola, Alfredo Pérez Rubalcaba i l'assessor econòmic de la Moncloa, Miguel Sebastián, per tal de trobar una sortida negociada a l'opa sobre Endesa. En aquestes trobades, Manuel Pizarro i els representats de l'executiu de Zapatero sembla que van parlar de diverses possibilitats, no solament del pacte amistós Gas Natural-Endesa. També es va posar sobre la taula l'opció que el Govern permetés la fusió amb E.ON i a la vegada facilités l'acord Gas Natural-Iberdrola per acontentar tothom. Tampoc no es descarta intentar retirar les dues ofertes d'opa per tornar a la situació del 4 de setembre de 2005. Com se sol fer en aquests casos, fonts del Govern espanyol desmenteixen oficialment qualsevol contacte amb Endesa o Gas Natural, i asseguren que "l'executiu en cap moment negociarà, en tot cas, han de ser les empreses les que arribin a un acord".

Però els suposats plans d'acord també han implicat el president de la Generali-

tat, Pasqual Maragall, que, segons fonts molt properes a Endesa, ha tractat l'opa amb Manuel Pizarro en la seva darrera visita a Barcelona. És cert que el president de l'elèctrica espanyola ha fet una mena de *tour* per entrevistar-se amb alguns presidents autonòmics, i diuen que en alguns casos fins i tot els ha assegurat que una opa de Gas Natural deixaria sense subministrament d'energia els seus territoris. En el cas català, fonts del Govern espanyol confirmen que Pizarro va reunir-se amb Maragall per firmar un acord que hi havia entre la Generalitat, l'IDAE (Institut per a la Diversificació i l'Estalvi d'Energia), dependent del Ministeri d'Indústria, i Endesa, per millorar la xarxa elèctrica de Catalunya. Aquest conveni es va signar, però, segons algunes fonts, el president Maragall va advertir Pizarro que no era moment de parlar de l'opa, i va donar per finalitzada la conversa.

EL TEMPS ha consultat alguns economistes i gestors de borsa per analit-

També s'ha especulat amb diverses reunions entre Manuel Pizarro, Alfredo Pérez Rubalcaba i l'assessor econòmic de la Moncloa, Miguel Sebastián

zar les diferents possibilitats que en algun moment s'han comentat, ja sigui en la premsa o per boca de fonts properes a les dues companyies. De totes elles, n'hi ha fins a set que s'han considerat viables des del punt de vista legal, sotmeses però, a les mesures que puguin imposar els organismes reguladors i als acords empresarials i polítics que es puguin produir a l'estat, i fins i tot en relació amb Brussel·les.

1. E.ON opa Endesa. Sobre el paper, hi ha una oferta de compra de Gas



GAS NATURAL

Natural disposada a pagar 21,3 euros per acció d'Endesa, i una altra d'E.ON per 27,5 euros el títol. Pensant en l'accionista, que és qui ha de vendre, l'atractiu econòmic d'E.ON és evident, si a això s'hi suma la gimcana judicial a què s'ha sotmès Gas Natural, el resultat és que l'alemanya juga amb avantatge per a la conquesta d'Endesa. Els experts consultats coincideixen a assenyalar que l'opa d'E.ON és molt ferma, i que no es pot descartar en absolut, malgrat els contactes paral·lels que ja hi pugui haver. Sobre la possibilitat

La possibilitat de diversificar el gas a l'estat espanyol, portant gas rus, va ser una de les cartes de presentació d'E.ON. Però Putin ja ha matisat les relacions amb Alemanya en aquest sentit.

catalana adquiriria Endesa en unes condicions més favorables per a l'elèctrica espanyola que les presentades el 5 de setembre, tant pel que fa a l'oferta econòmica com al repartiment de poder a la nova companyia. Sobre aquesta fusió, s'ha parlat de la possibilitat de vendre a E.ON els actius de què s'hauria de desfer per motius de competència, en comptes de fer-ho a Iberdrola, com havia previst Gas Natural. "Per descomptat que Endesa no s'avindria a mantenir les condicions de la primera oferta de Gas Natural, caldria millorar-les molt, i falta veure si la catalana té capacitat per fer-ho. Però a aquestes alçades de la guerra, parlar d'un acord amistós es fa difícil. Per altra banda, per molt que pactessin els governs amb les empreses, pensem que Endesa és una societat anònima i no té per què respondre a les exigències de cap govern. Més encara, els seus accionistes vendran si els sembla convenient, si no, no ho faran", puntualitza un dels experts consultats per EL TEMPS.

En aquest capítol, fonts properes a Endesa asseguren que ara es repeteix una història que ja es va produir quan Brufau era president de la gasista. Segons aquesta informació, "les converses es van acabar quan Brufau se'n va anar a Repsol (29/10/2004). Ell volia ser conseller delegat del nou grup, però no hi va haver acord en l'estructura de l'equip de direcció i va trencar les converses, tot i que altres persones van continuar negociant fins al maig-juny de 2005".

3. Endesa absorbeix Gas Natural. Aquesta és l'opció que només ha plantejat la premsa propera a Endesa i al PP. En les pàgines del diari *El Mundo* se sosté que "diversos experts veuen dos escenaris, on el gran guanyador és Manuel Pizarro": Si l'elèctrica acaba absorbint Gas Natural, Pizarro es convertirà en el president del nou gegant empresarial. La Moncloa ja treballa amb aquesta primera opció, que Fornesa i Pizarro ja van sospesar un any abans de l'opa hostil. Però si és E.ON la que es fa amb el

control d'Endesa, Pizarro deixarà el càrrec amb honors." Un dels experts consultats per EL TEMPS destaca al respecte que "Endesa és molt més gran que Gas Natural, i potser una de les condicions, en cas que s'estigui parlant d'un acord amistós per desencaixar el conflicte, seria presentar una operació a la inversa. Quan dues empreses es fusionen, des del punt de vista mercantil sempre n'hi ha una que és absorbida i una que absorbeix, això és intocable. Però es pot fer una presentació de fusió amistosa des del punt de vista polític. Aquesta opció tampoc no és descartable en absolut. En aquesta fusió a la inversa caldria veure com afectaria la cúpula directiva i on tindria la seu fiscal. Però en termes de funcionament i de capital, no seria gaire diferent un Gas Natural-Endesa o un Endesa-Gas Natural". Fonts del Govern espanyol titllen aquesta hipòtesi de "surrealista", i l'atribueixen a una maniobra de l'equip de Pizarro per evitar una caiguda de la cotització d'Endesa a la borsa.

4. Fusió amistosa Gas Natural-Iberdrola. Si prospera l'opa d'E.ON sobre Endesa, es podria plantejar com a sortida per a la gasista catalana una fusió amistosa amb Iberdrola. L'abril de 2003, el govern d'Aznar va avortar una oferta mixta d'accions i efectiu per uns 15.300 milions d'euros de Gas Natural per quedar-se amb el 75% d'Iberdrola. Fonts properes a Iberdrola asseguren que en aquesta companyia, "on certes actituds irracionals que poden existir en una altra empresa, com hem vist a Endesa, no hi són, no es veuria malament una fusió amb una empresa catalana. Però com sempre, caldria veure com es reparteix el poder, qui manarà *de facto* en la nova companyia". Les mateixes fonts consideren que si l'operació de Gas Natural amb Endesa fracassa, "l'única manera de construir el "campionat nacional" que volen és la fusió amistosa de Gas Natural i Iberdrola".

El pacte de Gas Natural i Iberdrola també ha guanyat pes darrerament en aquesta mena de travessa en què s'ha convertit l'opa sobre Endesa, i diferents sectors asseguren que des que va aparèixer E.ON, l'elèctrica basca és el pla alternatiu de la gasista, i que el ma-

que E.ON vengui una part dels seus actius, en concret un terç, a Gas Natural, una possibilitat que també circula en el sector, un assessor de borsa adverteix que "la raó d'una venda d'actius venia pel fet que Gas Natural ja té uns actius a Espanya de generació d'electricitat i producció de gas, però E.ON no, de manera que no estaria obligada a vendre actius. Si cap llei l'obliga, no vendrà res".

2. Pacte amistós Gas Natural-Endesa. En aquest cas, la gasista

teix Antoni Brufau, des de la presidència de Repsol, ha dirigit els contactes amb Iberdrola. Fins i tot ja s'ha especulat amb el repartiment de poders i l'estructura que tindria la nova companyia. Aquesta mantindria seus a Barcelona i Bilbao i seria presidida pel recentment nomenat president d'Iberdrola, Ignacio Sánchez Galán, amb l'actual conseller delegat de Gas Natural, Rafael Villaseca, de número dos. Pel que fa al president de Gas Natural, Salvador Gabarró, aquestes fonts apunten que es jubilaria.

En qualsevol cas, aquesta operació requeriria un temps de transició, ja que, d'alguna manera, Gas Natural hauria de pair un nou fracàs. Per altra banda, Iberdrola surt més beneficiada si prospera l'opa de Gas Natural, perquè pot fer-se amb part dels seus actius i incrementar el seu volum —la capitalització actual és de 23.000 milions d'euros— en una quarta part, mentre que una fusió amistosa no li oferiria un creixement tan marcat.

5. Gas Natural-Iberdrola-Repsol.

En una línia similar a l'anterior també s'ha plantejat una altra combinació per fer sortir Gas Natural de l'atzucac en cas que E.ON guanyés el pols. Es tractaria d'una fusió amistosa de Gas Natural, Iberdrola i Repsol. La tesi que sosté aquesta possibilitat és que hi ha el perill real que alguna companyia pugui fer una opa sobre Repsol, que actualment té una posició dèbil al mercat. Una operació d'aquestes característiques blindaria la petrolera, ja que es crearia una gran companyia molt difícil d'absorbir amb una opa a causa de les seves dimensions, que s'aproximarien a les de la mateixa E.ON. Els assessors consultats tampoc no descarten totalment aquesta opció, com a mínim perquè en matèria d'accionariat podria funcionar. El BBVA, que és qui finalment controla Iberdrola, i La Caixa, fa anys que col·laboren a través de Telefónica, i de fet, el BBVA havia participat a Repsol.

Però una fusió que inclogui Repsol comportaria una forta integració vertical que posaria sobre la taula grans problemes de competència. La petrolera controla la matèria primera de forma crucial —n'és la productora—, i aquesta matèria primera és la de pro-

ducció d'electricitat. Per tant, la hipotètica companyia controlaria des de la producció, el pou de petroli, fins a la venda després d'haver cremat el fuel en una central. Tot plegat donaria lloc a impediments legals i probablement les institucions europees prohibirien aquesta operació. És una opció difícil, però fonts del sector energètic no gosen negar-la del tot: "seria d'interès nacional blindar Repsol, i no podem descartar un pacte entre l'estat espanyol i la UE segons el qual, Espanya permetria que E.ON adquirís Endesa, i Brussel·les autoritzaria aquesta fusió".

6. Unión Fenosa s'integra a Gas Natural.

Aquesta possibilitat té escassa força, però tampoc no és impossible. Unión Fenosa és la tercera elèctrica espanyola, i el seu president, Pedro

La premsa propera al PP i a Endesa sosté la tesi que Endesa podria absorbir Gas Natural, una victòria per a Manuel Pizarro, president de l'elèctrica espanyola

López Jiménez, ha desmentit que Gas Natural li hagi demanat ajuda per tirar endavant l'opa sobre Endesa. Amb tot, fonts de la companyia admeten diàleg amb la gasista "sobre temes no relacionats amb l'opa". Però una adquisició d'Unión Fenosa per Gas Natural no resoldria els problemes estratègics de la companyia catalana pel que fa a dimensions. Hi ha, però, una raó de més pes perquè aquesta possibilitat sigui força improbable: la composició interna d'Unión Fenosa. Hi ha dos grups de control que mantenen una lluita de poder, l'ACS de Florentino Pérez i un grup d'inversors de Galícia. Si bé estan enfrontats per controlar la companyia, davant d'un intent de compra s'unirien

i cap d'ells vendria els seus títols. A més, la implantació geogràfica d'Unión Fenosa encaixa ben poc en el perfil de companyia que busca Gas Natural per ampliar el control sobre el mercat energètic.

7. Retirada de les ofertes. Tornar a la situació del 4 de setembre, és a dir, un dia abans que Gas Natural anunciés una opa hostil sobre Endesa. Aquesta darrera opció, si bé és possible, presenta grans dificultats legals a conseqüència dels processos judicials oberts. Si Gas Natural volgués retirar la seva oferta, hauria d'esperar fins que la Comissió Nacional del Mercat de Valors (CNMV) donés llum verd a l'oferta competidora presentada per E.ON, segons estableix el Reial Decret que regula les ofertes públiques d'adquisició de valors. Pel que fa a l'alemanya, aquesta només retiraria la seva oferta si topés amb una barrera regulatòria. El preu que ofereix E.ON als accionistes d'Endesa és atractiu i raonable, i és per això que en el sector hi ha unanimitat: en cas de competir les dues ofertes, avui guanyaria E.ON sense cap mena de dubte. Però si Gas Natural quedés fora de joc per motius de regulació, E.ON podria topar amb un obstacle: "L'estat espanyol podria vetar la compra d'Endesa a E.ON amb l'argument que una empresa espanyola no té les mateixes facilitats per adquirir una companyia alemanya, blindada i sovint participada pel Govern. Aquesta seria una gran raó perquè l'estat aturés l'operació. Probablement, l'executiu espanyol intentarà algun moviment en aquest sentit, potser arriscant-se a una opinió contrària a la UE, o potser buscarà suport polític exterior. En aquest sentit, França seria receptiva a ajudar-lo davant la UE", assegura un expert en mercats financers.

Tot plegat són només possibles seqüències per al final d'una mena de fullletó econòmic que va començar fa vuit mesos, i ningú no gosa posar data d'emissió al capítol final. Però en qualsevol cas, la seqüència guanyadora no la decidiran només polítics i empresaris, sinó també els accionistes d'Endesa, que lògicament vendran al millor postor.

Gemma Aguilera