

# Información privilegiada según un tribunal español

Pablo Fernández  
Profesor del IESE  
Titular de la Cátedra PricewaterhouseCoopers de Corporate Finance  
e-mail: [fernandezpa@iese.edu](mailto:fernandezpa@iese.edu)

31 de Julio de 2009 (Versión anterior: 28 de Julio)

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<sup>1</sup> 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 del sr. Alierta compró entre el 14 de agosto y el 5 de septiembre de 1997 acciones de Tabacalera por valor de €2,3 millones y posteriormente las vendió entre el 21 de enero y el 27 de febrero de 1998 obteniendo una ganancia de €1,8 millones (€1,5 millones de los cuales se obtuvieron a partir del 16 de septiembre de 1997 y parte de los €0,3 millones 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 sr. 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 mill. Ptas. que se vendieron entre los días 8 y 10 de julio de 1998 por 111,4 mill. Ptas., generándose unas ganancias de poco menos de 14 millones Ptas.*”

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 mill. Ptas. que vendió con posterioridad entre los días 21 de enero y 27 de febrero de 1998 por valor de 609,0 mill. Ptas., generándose una ganancia de 309,9 mill. Ptas.*”<sup>2</sup>

*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€ de beneficio es muy elevada”.*

---

<sup>1</sup> Había sido presidente de Tabacalera desde el 10 de junio de 1996 hasta el año 2000.

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

*"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€, la Sala ha de llegar a la conclusión final de que las acciones del sr. Alierta y su sobrino habrían de quedar integradas en el tipo que contempla el artículo 285 del Código Penal"*<sup>3</sup>.

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"*<sup>4</sup>.

*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 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"*<sup>5</sup>.

La perplejidad de los inversores y empresarios provenía de que un Tribunal de un país 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 país 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"*<sup>6</sup>... *"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 sr. Alierta y cuatro años de prisión para su sobrino"*.

---

<sup>3</sup> **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 triple 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 triple 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.

<sup>4</sup> Dicha sentencia confirma la sanción de €30.050 impuesta a un oficial de una Notaría que compró 2.150 acciones de NH Hoteles el 21 de mayo de 2003 por €18.323 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€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.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> El 10.sep.1997 la cotización de Tabacalera fue 8.190 ptas; el 11.sep.1997 (tras conocerse la compra de Havatampa) bajó a 8.150 ptas.

## 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 13 de estos artículos que muestran que la rentabilidad promedio debida a 6.335 anuncios de compra fue 19,5% para el vendedor (ver tabla 1).

También tuvo un resumen de 15 estudios (ver 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.

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	Nº empresas	Años del estudio	periodo analizado (días)*	Países estudiados
Mulherin and Boone (2000)	21,2%	376	1990-1999	(-1,+1)	U.S.
Mulherin (2000)	10,1%	202	1962-97	(-1,0)	U.S.
DeLong (2001)	16,6%	280	1988-95	(-10,1)	U.S.
Houston et al. (2001)	20,8%	64	1985-96	(-4,1)	U.S.
Maquieira <i>et al.</i> (1998)	41,6%	47	1963-96	(-60,60)	U.S.
Martínez-Jerez (2002)	13,6%	335	1990-1998	(-1,1)	U.S.
Kuipers-Miller-Patel (2002)	32,2%	181	1982-1991	AD-5 to ED+5	OECD
Danbolt (2002)	17,8%	474	1986-1991	(0,+1) meses	UK
Beitel-Schiereck-Wahrenburg (2002)	14,1%	98	1985-2000	(-20,0)	varios
Goergen and Renneboog (2003)	12,9%	129	1993-2000	(-2,+2)	18 países europeos
Karceski, Ongena and Smith (2000)	8,5%	39	1983-1996	(-7,0)	Noruega
Schwartz (1996)	23,4%	1814	1975-1991	(-42,+126)	U.S.
Schwartz (2000)	20,0%	2296	1975-1996	(-63,+126)	U.S.
<b>Promedio</b>	<b>19,5%</b>				

Tabla 2. Rentabilidad para los accionistas de la empresa compradora debida al anuncio de una adquisición

Autor (es) del estudio	Rentabilidad debida al anuncio	Nº empresas	Años del estudio	periodo analizado (días)*	Países estudiados
Mulherin and Boone (2000)	-0,37%	281	1990-1999	(-1,+1)	U.S.
Mitchell, Stafford (2000)	-0,14%	366	1961-1993	(-1,0)	U.S.
Walker (2000)	-0,84%	278	1980-1996	(-2,+2)	U.S.
DeLong (2001)	-1,68%	280	1988-95	(-10,1)	U.S.
Houston <i>et al.</i> (2001)	-3,47%	64	1985-96	(-4,1)	U.S.
Martínez-Jerez (2002)	-2,93%	335	1990-1998	(-1,1)	U.S.
Goergen and Renneboog (2003)	1,18%	139	1993-2000	(-2,+2)	18 países europeos
Kuiper et al (2002)	-2,14%	138	1990-1998	(-5, +5)	OECD
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	1963-96	(-60,60)	U.S. conglomerados
Mulherin (2000)	0,85%	161	1962-97	(-1,0)	U.S.
Kohers and Kohers (2000)	1,26%	961	1987-96	-0,1	U.S.
Raj and Forsyth (2001)	0,75%	340	1994-98	(-15,+15)	U.K.
Floreani and Rigamonti (2001)	3,65%	56	1996-2000	(-20,+2)	U.S., Europa, Australia
<b>Promedio</b>	<b>-1,1%</b>				

\* 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 **-0,49%**, en línea con estos estudios.

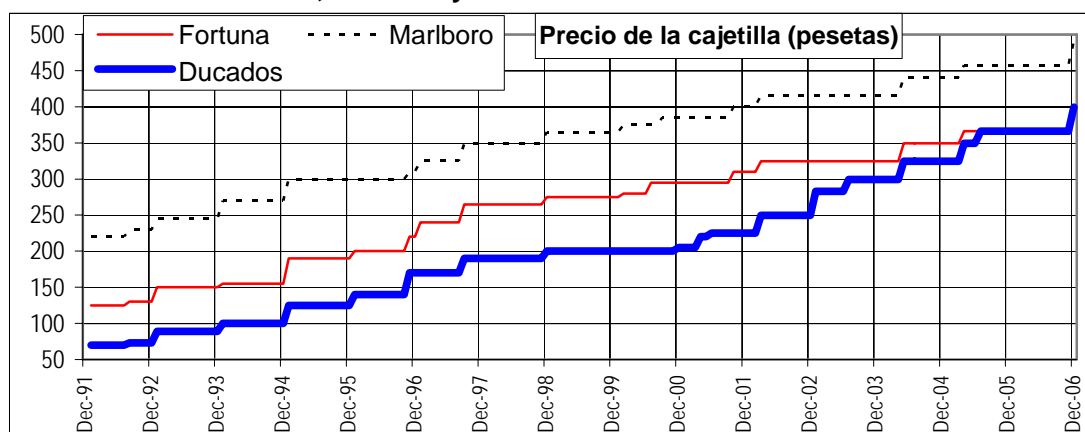
## 2. Un aumento del precio de venta al público, ¿provoca un aumento de la cotización?

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.

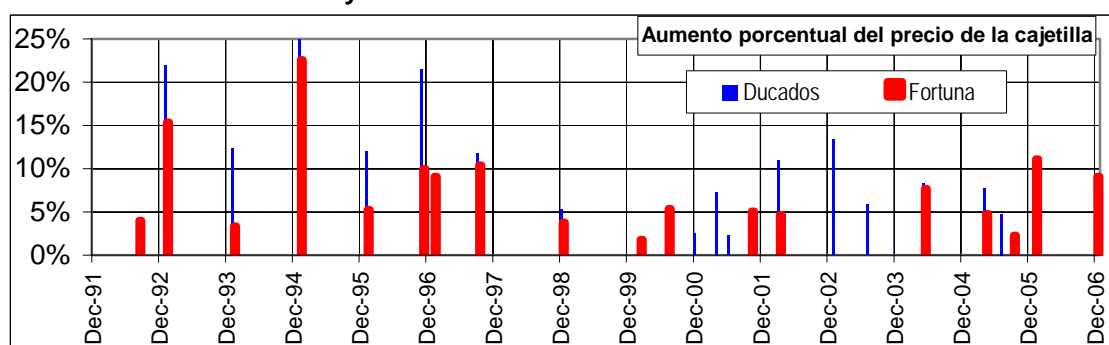
La subida de precios que publicó el BOE del día 13 de septiembre de 1997 fue la siguiente: la cajetilla de Ducados subió un 11,8% (de 170 a 190 pesetas) y la de Fortuna un 10,4% (de 240 a 265 pesetas). Los aumentos de precio en los 5 años anteriores habían sido 21,4%, 12%, 25%, 12,3% y 21,9% para la cajetilla de Ducados, y 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, Winston, 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, Winston, 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 4 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 4 días siguientes: Puede comprobarse que la rentabilidad promedio en los 5 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 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*<sup>7</sup> publicó en diciembre de 1997 que “*el precio del tabaco en España todavía tiene margen para seguir creciendo*”. Meses después, *El Mundo*<sup>8</sup> 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.

### **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?<sup>9</sup>

### **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

---

<sup>7</sup> *El Mundo* (7 diciembre 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*”.

<sup>8</sup> *El Mundo* (9 julio 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%.*”

<sup>9</sup> El sobrino del sr. 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, pero €1,5 millones los ganó a partir del 16 de septiembre de 1997 y parte de los €0,3 millones restantes antes del 10 de septiembre. Aún en el caso de considerar erróneamente información privilegiada estas 2 noticias, la “*ganancia ilícita*” no sería “*309,9 millones*” sino: a) 8,3 M ptas. si consideramos 10-12 sep o b) 48 M pts si consideramos 10-15 sep.: y al ser inferior a €600.000 no habría delito.

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 se 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 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 92-agosto 94, junio-noviembre 96, agosto 98-febrero 2000, octubre-noviembre 2002 y mayo 2004-febrero 2007. Casi todos estos periodos fueron seguidos por otros de recuperación, siendo el más notable el periodo 14/febrero/2000-4/octubre/2002 en que la rentabilidad de Tabacalera fue 136% y la del IBEX -52%.

Figura 3. Evolución de la cotización de Tabacalera (TAB) y del IBEX 35. dic 1991-2007  
Ambas cotizaciones parten de 100 en 1991.

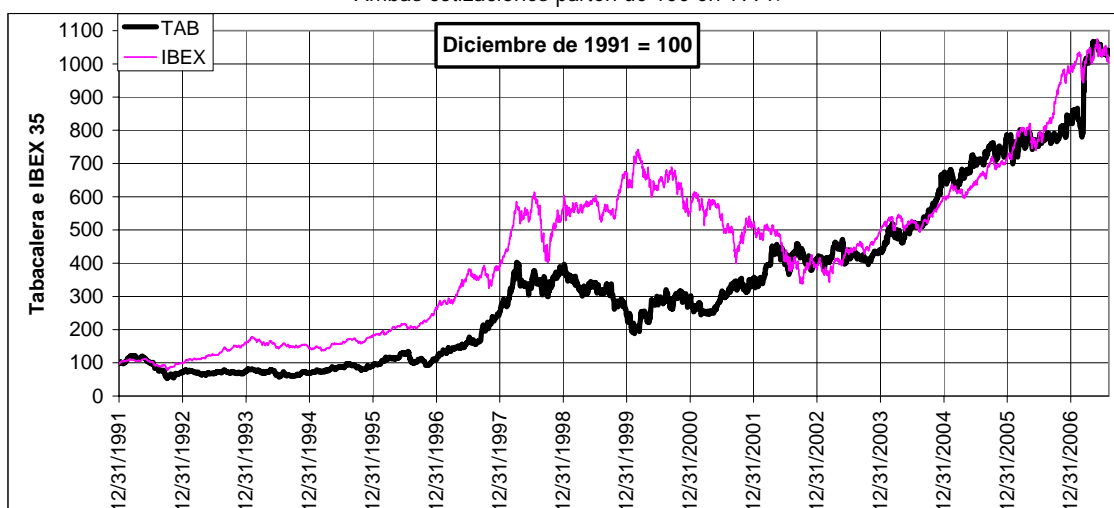


Figura 4. Evolución de la cotización de Tabacalera (TAB) respecto a la del IBEX 35. 1991- julio 2007



Analizando la rentabilidad entre el 28/agosto/1997 y el 3/marzo/1998 (segundo periodo 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 42% y que 10 empresas tuvieron una rentabilidad superior a la de Tabacalera

El mismo ejercicio entre el 6/junio/1997 y el 14/julio/1997 (primer periodo de tenencia de acciones de Tabacalera) revela que la rentabilidad promedio de las 138 empresas fue 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 sr. Alierta que compró las acciones) fue **14%** en el primer periodo de tenencia (10 junio-14 julio 1997: invirtió 97,48 millones de pesetas en 13.140 acciones y obtuvo una plusvalía de 13,9 millones de pesetas) y **84,2%** en el segundo periodo de tenencia (14 agosto 1997-3 marzo 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 periodo comprendido entre el 6 de noviembre de 1996 y el 7 de abril de 1998. Sin embargo, el fiscal afirmaba que el sr. 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 periodo para la bolsa. En el periodo 9/junio/97-27/febrero/98, Tabacalera se revalorizó un 113% y el promedio de la revalorización de las acciones en la bolsa española fue 49%.
2. Mal comportamiento bursátil de Tabacalera en el periodo anterior. En el periodo diciembre/91-6/noviembre/96, Tabacalera perdió un 8%, mientras el IBEX 35 se revalorizó un 130%.
3. Expectativas de buenos resultados debidos a la privatización<sup>10</sup>. La privatización ya era esperada desde hacía muchos meses y los periódicos<sup>11</sup> 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 periódicos<sup>12</sup> 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.
5. Expectativas de mejora de eficiencia por comparación con otras tabaqueras<sup>13</sup>.
6. Expectativas de buenos resultados debidos a la diversificación<sup>14</sup>. En enero/97, adquirió el 24,97% de Midesa (líder en distribución de revistas) por 3.671 millones, en mayo/97, compró el

<sup>10</sup> 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/acción.

<sup>11</sup> *El Mundo* (4/agosto/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/septiembre/1997): "Tabacalera continúa adecentándose para la privatización". *La Gaceta de los Negocios* (17/septiembre/1997): "Tabacalera abrirá su capital a los estancieros en la privatización: unas 16.000 personas en toda España".

<sup>12</sup> *Cinco Días* (2/septiembre/1997) "Los menores gastos de explotación... incremento de la productividad". *Expansión* (2/septiembre/1997): "mejoras en la gestión interna han permitido que el resultado de explotación consolidado creciera un 47,6%".

<sup>13</sup> *Expansión* (19/septiembre/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".

<sup>14</sup> *Expansión* (12 septiembre 1997): "Más de 70.000 millones de pesetas para diversificar". *El Mundo* (9 julio 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".



21,18% de Inmobiliaria Zabálburu por 1.105 millones y en junio/97 el 20% de Aldeasa. Los analistas<sup>15</sup> 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 analistas<sup>16</sup>.** 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.

**Tabla 3. Recomendaciones de analistas entre noviembre de 1996 y julio de 1998**

Informes de analistas sobre Tabacalera	fecha	Previsiones de beneficio (millones pesetas)			Precio por acción (pesetas)		Recomendación
		1997	1998	1999	mercado	objetivo	
Natwest Securities	20-Nov-96	18.002	20.701	23.417	4.690		comprar
Natwest Securities	27-Feb-97	18.002	20.701	23.417	6.410		comprar
BZW Research	17-Mar-97	18.700	21.400		7.040	8.000	comprar
HSBC James Capel	15-Sep-97	17.683	20.218	23.219	8.150	9.400	comprar
Paribas	16-Sep-97	19.206	26.998	31.019	9.190	10.752	comprar
Salomon Brothers	14-Oct-97	19.591	24.330	29.324	9.900	13.600	comprar
SBC Warburg	21-Oct-97	19.200	27.600	33.000	10.400	12.500	comprar
HSBC James Capel	23-Oct-97				10.900		comprar
HSBC James Capel	28-Nov-97				11.300		comprar
Deutsche Morgan Grenfell	14-Ene-98	18.854	25.929	36.151	13.400		comprar
Deutsche Morgan Grenfell	23-Ene-98	19.502	26.571	36.787	13.500		comprar
Salomon Smith Barney	26-Ene-98	19.591	24.301	29.244	13.800		comprar
Credit Suisse	17-Feb-98	19.900	23.900	28.100	13.450	14.600	comprar
Credit Suisse	4-Mar-98		23.100	27.400	15.560		comprar
HSBC James Capel	9-Mar-98		24.673	30.618	15.400		comprar
BNP	18-Mar-98		22.466	25.570	17.370		comprar
Credit Suisse	29-Jul-98		23.800	27.600	16.550	19.635	comprar
<b>Beneficio de Tabacalera</b>		<b>17.340</b>	<b>23.505</b>	<b>35.372</b>			

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*<sup>17</sup> recomendaba comprar acciones de Tabacalera “*porque van a mejorar los resultados*”. Cuatro meses más tarde, el 12 de abril de 1998, *El Mundo*<sup>18</sup> 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

<sup>15</sup> SBC Warburg Dillon Read (21/octubre/1997): “*diversification provide Tabacalera with strong growth prospects*”. Salomon Brothers (14/octubre/1997, pg. 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*”.

<sup>16</sup> *Expansión* (19/septiembre/1997): “*La mayoría de los analistas considera interesante tener títulos de Tabacalera en cartera, especialmente ante la privatización de la compañía la próxima primavera*”.

<sup>17</sup> *El Mundo*. Economía. 7/diciembre/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.*”

<sup>18</sup> *El Mundo*. Su dinero. N° 120. 12/abril/1998. Tabacalera, Aprovéchese.



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).

### 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.** *Elaboración propia a partir de datos de mercado obtenidos de Datastream*

Fecha del aumento de precio	Nuevo precio (pesetas o €) 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
02-ene-92	70	125	-1,75%	0,89%	2,66%	0,00%	0,17%	1,60%	-1,68%	1,25%	-0,87%	-1,59%
03-ago-92	73	130	-1,03%	0,83%	-0,31%	-1,35%	0,00%	-0,98%	-0,09%	-0,29%	-1,07%	0,89%
04-ene-93	89	150	-0,74%	3,75%	2,17%	-1,65%	0,72%	-1,17%	1,12%	2,14%	-1,82%	1,32%
21-ene-94	100	155	-0,24%	0,47%	1,43%	0,24%	-1,06%	-0,15%	1,27%	0,07%	-1,50%	-1,13%
27-dic-94	125	190	-3,35%	-0,56%	-0,84%	-0,85%	1,14%	-0,13%	-0,24%	0,57%	-2,71%	0,89%
27-dic-95	140	200	0,00%	0,44%	0,65%	0,00%	6,63%	2,52%	-1,13%	-0,25%	-1,57%	5,75%
29-nov-96	170	220	0,39%	0,60%	2,15%	-0,96%	-0,20%	-0,79%	0,28%	0,55%	-0,31%	0,00%
27-feb-97	240	240	-0,47%	2,04%	0,31%	3,85%	-1,04%	-1,36%	2,98%	0,97%	2,62%	-0,72%
12-sep-97	190	265	2,82%	9,67%	1,19%	2,91%	0,31%	3,17%	7,99%	-0,31%	2,83%	-0,98%
29-dic-98	200	275	-0,95%	-1,65%	2,99%	4,33%	-0,26%	-0,83%	-0,60%	-3,23%	2,37%	1,68%
13-ene-00		280	4,99%	4,53%	1,49%	-4,41%	-1,03%	4,24%	2,24%	0,58%	-2,51%	-1,51%
26-jul-00		295	0,00%	-2,50%	-0,64%	2,00%	-0,70%	-0,28%	-2,34%	0,91%	2,27%	-0,86%
13-dic-00	205		0,32%	-2,83%	-3,56%	3,22%	4,23%	0,65%	-0,83%	0,19%	4,30%	2,03%
27-abr-01	220		1,56%	-2,57%	1,07%	-0,49%	-0,57%	0,43%	-3,94%	2,40%	0,84%	-0,96%
27-jun-01	225		-1,95%	1,49%	3,31%	1,84%	-0,76%	-2,06%	0,53%	2,93%	-0,41%	-0,07%
12-sep-01		310	2,40%	2,01%	-1,53%	-2,28%	4,27%	1,61%	1,51%	3,62%	-5,37%	4,77%
10-ene-02	225	308	-0,77%	2,10%	-0,38%	1,09%	0,49%	0,73%	1,54%	1,98%	-0,67%	2,32%
25-mar-02	250	325	0,19%	-0,19%	0,09%	-0,33%	0,48%	2,20%	0,52%	-0,29%	-1,49%	1,13%
29-ene-03	283		-2,41%	-1,91%	0,95%	-1,51%	-1,43%	-2,15%	-3,32%	1,99%	-2,58%	1,01%
25-jun-03	300		-1,36%	3,13%	-0,54%	0,27%	1,48%	-2,43%	3,12%	-1,01%	1,72%	3,18%
01-dic-03	1,8	1,95	0,90%	-0,13%	-1,74%	0,59%	-0,09%	-0,62%	0,13%	-2,49%	0,84%	0,26%
01-abr-05	2,1	2,2	2,38%	-0,84%	1,81%	1,63%	-1,18%	1,91%	0,10%	0,81%	0,72%	-1,40%
01-jul-05	2,2	2,2	0,84%	-0,23%	-0,89%	0,00%	-1,65%	0,37%	-0,06%	-0,76%	-0,18%	0,26%
01-sep-05	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-ene-06	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-may-06	2,2	2,2	-0,21%	-1,93%	1,26%	-0,41%	0,60%	0,15%	-0,22%	-0,36%	-0,47%	0,43%
02-ene-07	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%

**Anexo 2. Evolución de la cotización de las acciones de Tabacalera**

	cotización (pesetas)		cotización (pesetas)
Ago/14/1997	7.600	Ene/26/1998	14.048
Ago/28/1997	8.040	Feb/4/1998	13.876
Ago/29/1997	8.120	Feb/9/1998	13.172
Sep/1/1997	8.020	Feb/11/1998	13.534
Sep/2/1997	8.040	Feb/26/1998	15.546
Sep/3/1997	8.000	Feb/27/1998	15.646
Sep/4/1997	8.000	Mar/3/1998	15.657
Sep/5/1997	8.150		

**Anexo 3. Noticias sobre Tabacalera en septiembre de 1997**

12 de septiembre de 1997 **CincoDías** 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 confort-letter de Tabacalera.

Documento cindas0020010929dt9c008fn

---

12 de septiembre de 1997 **Expansión** Más de setenta mil 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 setenta mil 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. **La Gaceta de los Negocios.**

**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 cigarros 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 **Expansión** 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, Phillip Morris y Reynolds, fabricantes de Marlboro y Winston, respectivamente, tenían la batalla ganada. Así, la expansión internacional se ha centrado en los cigarros 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 y la 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 tabaquerías 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 de 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 aun 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 **Gaceta de los Negocios.** 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. **CNMV - 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 pts.(200 pts. de Nominal y 3.070 pts. 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

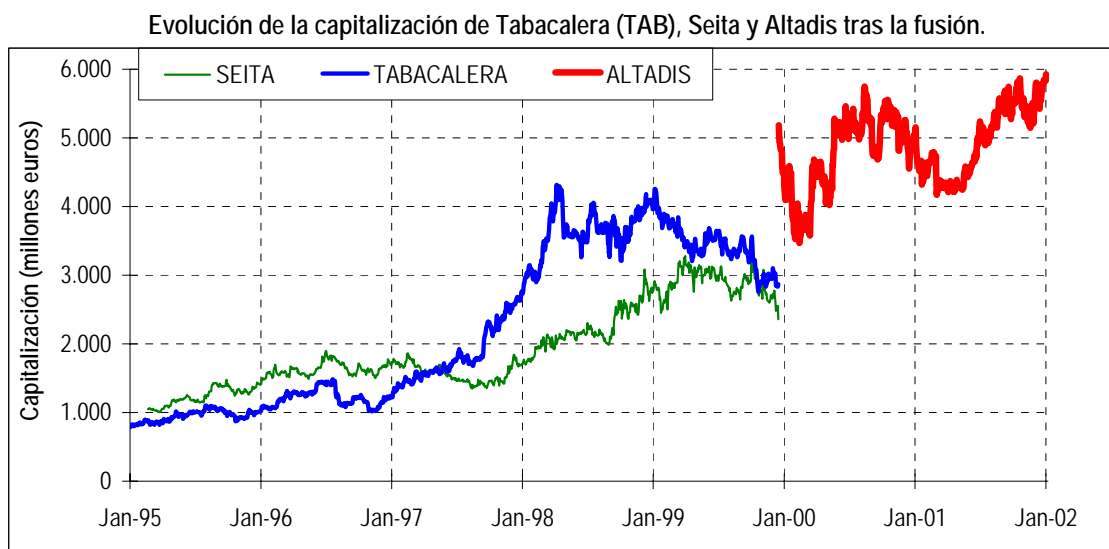
---

#### 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-Mar-07	16,7%	12,5%	19,7%	21,9%	22,2%	2,5%	2,8%	4,8%	5,3%	5,1%
12-Nov-92	12,2%	12,2%	12,8%	18,0%	21,0%	1,4%	2,9%	3,6%	5,8%	9,5%
6-Oct-98	10,3%	9,5%	4,1%	5,5%	5,5%	5,9%	3,6%	0,7%	3,3%	3,4%
15-Sep-97	9,7%	11,0%	14,2%	14,6%	16,9%	1,7%	3,2%	3,3%	4,6%	4,8%
22-Sep-92	9,6%	5,1%	-3,9%	-1,2%	-6,3%	-1,9%	-3,3%	-7,0%	-6,0%	-8,4%
22-May-00	9,1%	6,2%	8,4%	7,2%	6,8%	-2,1%	-1,6%	-1,9%	0,2%	-1,0%
7-Jan-00	8,6%	4,0%	0,4%	0,6%	5,6%	2,1%	2,8%	1,4%	-0,1%	0,7%
15-Mar-00	8,6%	13,6%	14,3%	20,9%	28,2%	-2,2%	-2,3%	-1,5%	-1,5%	-2,0%
16-May-00	8,4%	8,2%	13,3%	13,8%	24,2%	1,9%	-0,9%	-1,1%	-4,2%	-6,2%
20-Oct-92	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.



nº acciones desde 1994 hasta final de 1997: 36.823.432

Fecha	Nº títulos emitidos	Nº títulos Total	Observaciones
04/10/2000	-15.689.656	305.471.426,0	reduccion de capital con cargo a reservas
09/12/1999	137.043.922,0	321.161.082,0	emision de accs ordinarias: VN=100 ptas. prima de emision = 682,41ptas
09/03/1998	147.293.728,0	184.117.160,0	Split 5x1 (valor nominal de las acciones de 500 a 100 ptas )
(1999) Terminos de la fusion: 19 accs de Tabacalera x 6 accs de Seita			

**Anexo 6. Evolución del Balance y de la cuenta de resultados de Tabacalera**  
**Fuente: Bolsa de Madrid (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
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.510</b>	<b>1.572</b>	<b>1.444</b>	<b>1.304</b>	<b>1.881</b>	<b>2.106</b>	<b>7.462</b>	<b>7.843</b>	<b>8.305</b>	<b>8.301</b>	<b>9.153</b>	<b>10.612</b>
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
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.510</b>	<b>1.572</b>	<b>1.444</b>	<b>1.304</b>	<b>1.881</b>	<b>2.106</b>	<b>7.462</b>	<b>7.843</b>	<b>8.305</b>	<b>8.301</b>	<b>9.153</b>	<b>10.612</b>
CTA. 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
<b>RESULTADO BRUTO de EXPLOTACION</b>	<b>92</b>	<b>161</b>	<b>148</b>	<b>113</b>	<b>181</b>	<b>236</b>	<b>346</b>	<b>715</b>	<b>902</b>	<b>988</b>	<b>1.067</b>	<b>1.109</b>
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
<b>RESULTADO Neto de EXPLOTACION</b>	<b>37</b>	<b>96</b>	<b>109</b>	<b>72</b>	<b>124</b>	<b>177</b>	<b>269</b>	<b>598</b>	<b>730</b>	<b>811</b>	<b>915</b>	<b>938</b>
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
<b>RESULTADO ACTIVIDADES ORDINARIAS</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>142</b>	<b>105</b>	<b>160</b>	<b>208</b>	<b>287</b>	<b>524</b>	<b>611</b>	<b>706</b>	<b>730</b>	<b>715</b>
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
<b>Beneficio neto</b>	<b>29</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>70</b>	<b>104</b>	<b>141</b>	<b>232</b>	<b>179</b>	<b>410</b>	<b>477</b>	<b>337</b>	<b>470</b>
Resultados Atribuidos a Socios Externos	0	-3	1	1	0	0	-19	-31	-30	-42	-44	-56
<b>Beneficio Sociedad dominante</b>	<b>29</b>	<b>66</b>	<b>84</b>	<b>70</b>	<b>104</b>	<b>141</b>	<b>213</b>	<b>147</b>	<b>380</b>	<b>435</b>	<b>293</b>	<b>413</b>
Bfo 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%
<b>Resultado bruto explot /ventas</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,4%</b>
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%
<b>Bfo neto / Fodos propios</b>	<b>5,8%</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>13,6%</b>	<b>18,5%</b>	<b>13,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>23,9%</b>	<b>29,5%</b>	<b>23,9%</b>	<b>35,2%</b>

## Anexo 7. Cuota de mercado de Tabacalera y sus principales marcas

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

Nº cajetillas vendidas (millones de cajetillas)	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%

## 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 inusualmente 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 periodo 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 Cesar Alierta de *"pronosticar con escaso margen de error"* la evolución de una cotización. Si así hubiera sido, habría que concluir es 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 como 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 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 sr. 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 hecho*". 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 sólo 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 PVP esta regulado por el estado, podremos afirmar que el margen esta 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 Sr. 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, esa sí que es "increíble". Los únicos motivos que habilitan al justiciable a acudir ante el Tribunal Constitucional son aquéllos 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 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 aquél 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 esta (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. 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, esperemos 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 USA 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 esta su única operación? 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 Cesar 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 CP no sólo se centra en elementos económicos: a mi juicio, el análisis de la tipicidad de la conducta, junto 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.

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.