



## Caso Breve 31

# EL PROBLEMA DE LA VALORACIÓN DE EL CORTE INGLÉS Y LOS CONFLICTOS ENTRE SUS ACCIONISTAS

María Sacristán Navarro  
*Universidad Rey Juan Carlos*

El Corte Inglés es una compañía española de origen familiar. Su accionariado actualmente reside de forma mayoritaria en la Fundación Ramón Areces, quien junto con las acciones que a través de la Cartera de valores IASA, poseen los sobrinos de D. Isidoro Álvarez (Presidente del Corte Inglés hasta 2015) sobrino a su vez de D. Ramón Areces el que fuera presidente de la Fundación y de El Corte Inglés), controlan cerca del 70% del capital así como un inversor extranjero que controla en torno a un 12%. Existen otros accionistas minoritarios de carácter familiar, como la Corporación Ceslar SL, quien con un 9% del grupo aglutina las participaciones heredadas de un hermano de Ramón Areces, y Cartera Manacor, SL, que suma las acciones propiedad de los descendientes de César Rodríguez, fundador del Corte Inglés con otro 8%.

Además, desde sus comienzos, El Corte Inglés diseñó un estilo propio de gestión convirtiendo a algunos directivos en accionistas mientras estuviesen trabajando en la empresa. Es por ello que algunos directivos y trabajadores de la empresa también poseen acciones.

En 2013, se nombró Consejero Director General a D. Dimas Gimeno, sobrino de Isidoro Álvarez, convirtiéndose en Presidente del Consejo a la muerte de aquel en 2014. De esta manera, se perpetuaba el protocolo de actuación seguido en la compañía desde su existencia consolidando el relevo generacional. Así ocurrió con Ramón Areces, sobrino del primer presidente y cofundador César Rodríguez, y así volvió a pasar décadas después con el propio Isidoro Álvarez, siendo esta la cuarta generación.

Pero en 2017 hemos asistido a un recrudecimiento de las ya tradicionales batallas entre los accionistas familiares de la empresa, que ha desembocado en una lucha de poder, arrebatando la presidencia del Consejo y la dirección de la compañía al miembro de la familia (Dimas Gimeno), otorgándosela por primera vez a varios profesionales ajenos al núcleo de propietarios de la empresa. En junio de 2018, se nombra Presidente a D. Jesús Nuño de la Rosa, constituyéndose como el primer presidente no familiar de la compañía.

Pese a ser una de las mayores empresas españolas, no cotiza en Bolsa, financiándose principalmente a través de la autofinanciación. Una de las ventajas de salir a cotizar al mercado, consistiría en facilitar la valoración de la empresa así como dotar de liquidez a la acción, hecho éste muy importante, especialmente cuando alguno de los accionistas decide vender las acciones que posee de una empresa. Son los estatutos de las empresas los que regulan el procedimiento de su venta y valoración.

Dos son los problemas que caracterizan a la actual estructura de propiedad de El Corte Inglés. Lo que podríamos llamar genéricamente un problema de valoración y un problema de conflicto de intereses entre los accionistas familiares. Estos problemas desmitifican el hecho de que la propiedad familiar se comporta como un único grupo de interés (*stakeholder*) sin conflictos internos. Recordemos que en El Corte Inglés conviven accionistas que son familiares, que heredan sus descendientes y en las



que El Corte Inglés tiene un derecho preferente de compra, y las que se reparten entre los directivos en función de su cargo y que en caso de jubilación o fallecimiento son recompradas por la empresa.

El **problema de la valoración** se ha ido presentando de manera recurrente siendo resuelto por la justicia. Por un lado, en el año 2005, un accionista no directivo de la empresa decidió vender su participación. Éste era César Areces Fuentes (hijo de Celestino Areces, hermano de Ramón Areces, fundador de El Corte Inglés), quien había recibido sus acciones por vía sucesoria (un 0,67%) junto a sus hermanos. Tradicionalmente, cuando otros directivos-accionistas de la empresa querían vender sus acciones (por jubilación o fallecimiento) lo hacían a un precio pactado verbalmente con la empresa. Ante este hecho, la empresa podía actuar de tres maneras: 1) ofrecer sus acciones a los demás socios; 2) permitir que el socio las transmita libremente; o 3) adquirirlas (ejercitando el derecho de tanteo). Pues bien, los hermanos Areces Fuentes de la actual generación (César, Ramón, M<sup>a</sup> Jesús y M<sup>a</sup> del Rosario) decidieron romper con estas normas -pese a que dos de ellos trabajaban en la empresa- e iniciaron su particular rebelión llegando hasta los tribunales de justicia para saber cuánto valían sus acciones y liberarlas para su venta individual, aunque los hermanos de César no tenían intención de vender sus acciones en ese momento. Dicho problema fue resuelto por un juez en el año 2007.

¿Cuánto valía esa participación? Inicialmente, El Corte Inglés estimó que la participación era valorada en 35 millones de euros. El accionista minoritario no estuvo de acuerdo con la valoración. Los expertos contratados por el demandante valoraron la empresa -según el método de valoración de los flujos de caja descontados- teniendo en cuenta, por ejemplo, el valor de los inmuebles (basándose en el índice de los precios de la vivienda), o el valor de la marca de El Corte Inglés y de otras enseñas del grupo. Por el contrario, el método empleado por los peritos de El Corte Inglés fue el del valor contable (método que básicamente refleja el pasado de la empresa). El Consejero Delegado de El Corte Inglés declaró en el juicio que "la marca de la primera cadena de distribución española está contabilizada a cero, al tratarse de un valor intangible". Finalmente, una sentencia mercantil en 2007, condenó a la empresa a comprar al heredero su participación por 98,52 millones, es decir, varias veces más que lo que la empresa inicialmente pretendía pagarle.

El Corte Inglés anunció que recurriría este fallo ante la Audiencia Nacional con el recurso correspondiente porque consideraba que el precio fijado "no se corresponde con el valor razonable de la acción". La Audiencia Provincial de Madrid estimó favorablemente dicho recurso. Mientras tanto, César Areces Fuentes siguió adelante en su intención de plantear un nuevo recurso de casación ante el Tribunal Supremo. Sus abogados consideraban que "se efectuó una valoración de la empresa, por un Catedrático de Universidad con mala praxis". La sentencia argumentaba que "no puede condenarse a la sociedad a adquirir al accionista demandante sus acciones por el valor real fijado por el informe aportado por éste", pero el dictamen también advertía nada menos que "tampoco el tribunal dispone de los elementos necesarios para fijar el valor en su resolución".

Finalmente, ni los demandantes ni la empresa llegaron a recurrir la sentencia ante el Tribunal Supremo y llegaron a una negociación. Así, El Corte Inglés llegó a un **acuerdo extrajudicial** con César Areces que quería vender su paquete accionarial del 0,68% recibido como herencia. El precio final se ajustaba más a la petición inicial de El Corte Inglés (algo más de 35 millones de euros) teniendo en cuenta tan sólo el valor teórico contable de la empresa (según balance de 2004 ascendía a 74,93 euros por cada acción). Recordemos que el demandante pretendía que se tuviese en cuenta en la valoración los activos de tipo intangible como el valor de la marca y el de los activos inmobiliarios, por 14.000 millones de euros, solicitando 98,5 millones de euros, basándose en el valor real de la compañía. Ante el fracaso de la petición en sus tribunales aceptó finalmente la valoración ofertada por la empresa. De esta manera, finalizó el litigio que comenzó en 2005.



Sus otros hermanos Areces (Ramón, Rosario y María Jesús que poseían el 2,1%) finalizaron también sus procesos pendientes (considerando que el precio que se les ofrecía era un expolio y que la sociedad había incumplido su procedimiento legal para ejercer el derecho de adquisición preferente de ese paquete) con El Corte Inglés. En 2012, se dio también la razón a El Corte Inglés rechazando el Tribunal Supremo la realización de una valoración de las acciones. El Corte Inglés ya ha cambiado sus estatutos para permitir que sea un auditor elegido por el Consejo el que deba hacer la valoración futura de las acciones de la empresa en lugar de uno independiente<sup>1</sup>. Posteriormente El Corte Inglés compró otro paquete accionarial del 6% a la familia González, también interesada en vender su participación en la cadena de grandes almacenes.

Por otro lado, durante 2015 surgieron nuevos problemas entre los que podríamos llamar **conflictos entre accionistas familiares**. La causa de los mismos fue la venta del 10% del capital a un inversor extranjero de la familia real catari (el primero en la historia de El Corte Inglés de carácter no familiar que entra en el Consejo) por 1.000 millones de euros convirtiéndose en accionista de referencia a través de recompra de la autocartera. A cambio, consiguió un puesto en el Consejo de Administración. La operación permitió inyectar dinero para pagar deuda así como financiar la internacionalización de la empresa. A dicha operación se opusieron dos de los accionistas de referencia, Corporación Ceslar y Cartera Manacor.

Más allá de los conflictos entre accionistas por dar entrada por primera vez a un accionista significativo no familiar en la empresa, se ha producido también un problema de valoración. El conflicto ocurrido ha servido también para transparentar la valoración del grupo al ser la primera venta pública de acciones que ha realizado. La venta del 10% de El Corte Inglés a un jeque catari por 1.000 millones de euros permite calcular, por primera vez, el valor de mercado de la compañía, que ascendería a 10.000 millones de euros y la situaría en el puesto 18 del principal indicador de la bolsa española, el IBEX 35, por capitalización. Parte de la autocartera vendida procedía de las acciones que El Corte Inglés tuvo que comprar a los herederos del fundador del grupo, Ramón Areces, a un precio fijado por un juez en 2007 y que, entonces, supuso valorar la firma en casi 14.000 millones de euros. La tasadora Tinsa valoró recientemente los activos inmobiliarios de El Corte Inglés, cuya deuda rondaba los 5.000 millones de euros, en cerca de 18.000 millones de euros, de los que la mitad correspondía a la joya de la corona del grupo, sus grandes almacenes.

Los problemas entre accionistas familiares son recurrentes desde la muerte de Isidoro Álvarez en 2014. A raíz de la entrada del inversor catari, la ya citada Corporación Ceslar, quien con su 9% como accionista minoritario no estuvo de acuerdo con la valoración de las acciones, ni con la entrada del inversor de Qatar porque eliminaba el derecho preferente de compra de esas acciones que tienen los accionistas antiguos así como porque el precio estaba muy por debajo del valor de las últimas estimaciones del grupo. Además argumentaban que se trataba de una maniobra para arrinconar a los accionistas tradicionales y blindar al actual equipo gestor. El argumento de obtener financiación no era admisible porque podrían acudir al mercado tradicional de renta fija a menor coste. El nuevo inversor - por una serie de compensaciones- no asume el mismo riesgo que el resto de inversores y además estaba en uno de los países con mayor opacidad fiscal.

Fruto de estos problemas, fueron expulsados del Consejo de Administración los consejeros familiares representantes de la Corporación Ceslar en 2015 (si bien fueron de nuevo readmitidos en 2018 por apoyar a la propiedad disidente con el anterior CEO) por manifestar públicamente su oposición ante las nuevas decisiones, en lo que se consideró un mal ejercicio de su condición de consejero. De nuevo impugnaron los acuerdos por vía judicial y pidieron su readmisión al consejo. También se obtuvo el voto

<sup>1</sup> Según los estatutos de la compañía, cuando un accionista vende sus títulos, la empresa tiene derecho de tanteo y el precio de las acciones se fija de mutuo acuerdo o según la valoración de un auditor externo.





en contra de Cartera Manacor, dueña de otro 8%. Declararon que no se habían buscado otros inversores, la premura de la operación, y la sensación de que se había transmitido que El Corte Inglés tenía necesidad imperiosa de financiación. Finalmente, se aprobó la operación con el apoyo de la Fundación Ramón Areces (37%) y Corporación Lasa (herederos de Isidoro Álvarez -22%), que contaban conjuntamente con la mayoría del capital -un 63%.

Pero el gran enfrentamiento se ha producido desde 2015 hasta 2018. Tras la muerte de Isidoro Álvarez, sus participaciones en El Corte Inglés (a través de la Corporación IASA y su segundo accionista en orden de importancia) fueron heredadas por sus hijas (un 69%) y por varios familiares (31% entre quien se encontraba Dimas Gimeno). El control de la Compañía -Presidencia y Dirección General- fue dejado en manos de su sobrino -Dimas Gimeno- siguiendo la tradición familiar. Pero propiedad y control no siempre van unidos. Y en este caso se ha puesto de manifiesto que controlar una compañía sin ser el accionista mayoritario no siempre es fácil. Dado que el gran accionista de El Corte Inglés es la Fundación Ramón Areces, el control de la Fundación, unido a tener un bloque importante de acciones, era suficiente como para cambiar las cosas.

En este caso, las hermanas Álvarez, haciendo uso legítimo de su propiedad, han ido sin prisa asaltando el poder de la compañía, primero apoyando a un hombre de su confianza en la dirección de la Fundación -Florencio Lasaga-, segundo haciendo valer su paquete accionarial para tener la representación en el consejo adecuada (primero entró Marta Álvarez y posteriormente Cristina en 2015), y finalmente tomando posiciones en la Comisión Ejecutiva de la compañía e introduciendo poco a poco personas de su confianza en el Consejo y en la alta dirección. Cuestión de tiempo. En octubre de 2017, Marta y Cristina logran el respaldo del Consejo para suprimir los poderes ejecutivos del Presidente Dimas Gimeno y nombran a dos consejeros delegados conocedores de la compañía y del negocio -Víctor del Pozo (Negocio) y Jesús Nuño (Corporación). En 2018, fue el asalto definitivo al poder y, a pesar de una mejora en los resultados de los negocios de la compañía y de los nuevos planes propuestos, consiguieron, a cambio de una sustanciosa suma (8,5 millones de euros), que Dimas Gimeno abandonase su puesto, retirase las demandas contra la compañía, cambiar al CEO y controlar definitivamente el Consejo.

Si bien sigue habiendo problemas pendientes entre los accionistas actuales, la guerra entre accionistas no parece haber finalizado. Se hace necesario el diseño de una estructura de gobierno adecuada al tipo de empresa, abrir progresivamente el Consejo a accionistas independientes y usar órganos adecuados a su situación, como el Consejo de Familia, para solucionar los problemas familiares.

**Pregunta:** Analice el conflicto de intereses planteado en torno a la valoración de la empresa y los problemas relacionados con el gobierno corporativo de la misma.

## Bibliografía

Diario Cinco Días, 31/07/2008

Diario El Economista, 21 de enero de 2009

Diario el Economista, 16 de octubre de 2018

Diario El Economista (24/10/2017): "Marta Álvarez sitúa en la pole del Corte Inglés a dos altos ejecutivos". [www.elconfidencial.com](http://www.elconfidencial.com), 26/08/2013. El Corte Inglés acomoda en su cúpula a Dimas Gimeno para afrontar la sucesión

Diario Expansión 17/07/2018: "El Corte Inglés: 6 claves para acabar con la guerra". Blog de Manuel del Pozo.

Diario Expansión 13/07/2015: "Así queda la estructura del Corte Inglés tras la entrada de la familia Real de



Qatar”.

Diario Expansión 12/08/2015: “Accionistas minoritarios amenazan con denunciar al Corte Inglés”

Diario Expansión 1/08/2015: “Denunciaremos el acuerdo de Qatar con el Corte Inglés”

Diario Expansión, 19/08/2015: “Carlota Areces: denunciaremos el acuerdo de Qatar con el Corte Inglés”

Diario Expansión, 30/08/2015: “Expulsada del Consejo la accionista rebelde”.