



CIIF

Occasional Paper

OP nº 08/7

Enero, 2008

Universidad de Navarra

## EL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO: UNA PERSPECTIVA ECONOMICA

José Manuel Campa

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

**IESE Business School – Universidad de Navarra**

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2008 IESE Business School.

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

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

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

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

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

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

# EL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO: UNA PERSPECTIVA ECONOMICA

José Manuel Campa\*

## Resumen

En los últimos años se ha producido un notable incremento de operaciones corporativas, que en Europa fue del 33% con respecto al año 2005, y que por primera vez en la historia, España se convirtió en 2006 en el tercer país del mundo por volumen de fusiones y adquisiciones.

A partir de estos hechos, se estudian los mecanismos para el buen funcionamiento del mercado corporativo, con especial énfasis en las características de las OPAS y la aplicación de la legislación de las mismas en la Unión Europea, así como la evidencia sobre la eficiencia del sistema de OPAS en España.

\* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra de Dirección de Instituciones Financieras y Gobierno Corporativo, IESE

**Palabras clave:** fusiones y adquisiciones, mercado corporativo, OPA, prima de control.

## EL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO: UNA PERSPECTIVA ECONOMICA

Por primera vez en la historia, España se convirtió en el año 2006 en el tercer país del mundo por volumen de fusiones y adquisiciones, alcanzando estas operaciones un volumen de 190.000 millones de euros. Durante ese año se produjeron más de 1.050 operaciones corporativas, lo que supuso un incremento de más del 45% respecto a 2005. Este incremento fue especialmente importante en las operaciones grandes, definidas como operaciones de más de 700 millones de euros, y sobre todo en el sector energético, en el que se alcanzó un volumen de operaciones de 82.700 millones de euros, y en el de la construcción, donde el volumen fue de 30.000 millones.

Este incremento se enmarca dentro de un *boom* mundial en el volumen de fusiones y adquisiciones. El volumen de actividad en el mundo se incrementó durante ese año en un 30% con respecto al año anterior. Dentro de Europa, el crecimiento fue similar, con un incremento del 33% con respecto al año 2005.

Varios son los factores que han afectado a este incremento en el ciclo de actividad de fusiones y adquisiciones. Algunos de estos factores son coyunturales y otros apuntan a cambios más estructurales que están afectando al sector empresarial en Europa y que pueden perdurar cuando los más coyunturales hayan desaparecido. Entre los factores coyunturales están los ciclos económico y bursátil. La economía europea ha empezado a repuntar y el ciclo bursátil también está contribuyendo. El Dow Jones y el IBEX han alcanzado sus máximos históricos, y los superan día a día en lo que parece una escalada sin fin que seguro se parará.

Pero existen también factores estructurales que favorecen el proceso de reestructuración corporativa. El primero de ellos es la alta liquidez en los mercados. Los bajos tipos de interés, a pesar de las recientes subidas de tipo de los bancos centrales, han generado una gran liquidez en el sistema financiero. Según estimaciones del Banco Central Europeo, la liquidez de las empresas no financieras europeas se ha incrementado en más de un 100% en los últimos tres años. Esto es mucho dinero, y las empresas lo usan para hacer adquisiciones. Un segundo factor son los aspectos tecnológicos. La deslocalización, el *outsourcing* y la subcontratación son fenómenos que están llevando a las empresas a reestructurarse. En Europa esto nos está afectando particularmente. Un tercer factor afecta directamente al propio sector de fusiones y adquisiciones. Las empresas de capital privado, los fondos de capital riesgo y similares están tomando un papel cada vez más activo. Éstas ya no sólo operan en empresas medianas que no cotizan en bolsa, sino que cada vez más han incrementado el tamaño de sus transacciones y

pujan por empresas más grandes y cotizadas. La cuota de estas empresas en el volumen de fusiones y adquisiciones mundiales se ha incrementado de menos del 4% en el año 2003 a superar el 21% el año pasado.

Todo este proceso de reestructuración empresarial requiere de un marco regulatorio adecuado. Es necesario que las transacciones que se realicen sean eficientes, en el sentido que generen valor económico. Al mismo tiempo, se deben evitar aquellas transacciones que simplemente impliquen una redistribución desigual de las ganancias y comportan una pérdida de eficiencia. Este marco debe ser a la vez estable y flexible, objetivo y diferencial, para captar la diversidad de estructuras empresariales y de propiedad que coexisten en Europa, pero suficientemente ágil para favorecer la reestructuración empresarial.

## **Mecanismos para el buen funcionamiento del mercado corporativo**

El mercado de gobierno corporativo es una parte esencial del buen funcionamiento de los mercados de capitales de hoy. La separación entre la propiedad y la gestión dentro de las empresas actuales hace necesario que exista un control, una evaluación, y en su caso una reestructuración, dentro de la gestión de la empresa. Es tradicional que el control sobre la gestión lo realice la propiedad de la empresa. Sin embargo, en entornos en los que la propiedad se encuentra dispersa, diluida, o que existan diferencias de opinión entre grupos de accionistas dentro de la empresa, la capacidad de ejercer el control sobre la propiedad puede verse diluida. Es aquí donde el mercado corporativo muestra su importancia.

El mercado corporativo requiere la posibilidad de cambiar el control, y la propiedad si fuera necesario, para la consecución de un mejor plan de negocio dentro de la empresa. Generalmente, para realizar un cambio efectivo en el control y en la gestión de la empresa es necesario suficiente control sobre la propiedad de la misma. El mecanismo de mercado implica que el comprador está dispuesto a pagar un precio por encima del que existe en el mercado para adquirir el control de la empresa y poder implementar su plan de gestión sobre ella. Ahora bien, el control puede adquirirse por dos razones: para el desarrollo por el comprador de un mejor plan de negocio para los activos de la empresa, y que ese mejor plan repercuta en el conjunto de los accionistas de la empresa, o para el desarrollo por el comprador de un plan que repercuta en un mayor valor para él a través de la gestión, pero a costa de extraer valor del otro conjunto de accionistas que no están involucrados en la gestión. En el primer caso hablaríamos de una transacción deseable, mientras que en el segundo desearíamos que no se produjese.

La regulación de OPAS tiene como objetivo crear un marco que facilite eficiente transferencia de la propiedad en las empresas cotizadas. Bajo esta regulación, se debe fomentar la existencia de transacciones del primer tipo y evitar, en todo lo posible, las del segundo tipo. Para evaluar las virtudes de cada disposición desde el punto de vista económico, lo importante es entender que las OPAS son un mecanismo para favorecer el mercado de control corporativo en las empresas cotizadas. Por tanto, el mecanismo debe fomentar que aquellas transacciones que implican cambio de control (por ejemplo, OPAS) que generan valor se produzcan, y las que no generan valor, no se produzcan. La definición de generación de valor debe entenderse como valor para el conjunto de los accionistas (minoritario y de control) neto de los costes de realizar la transacción. Por tanto, OPAS que generan valor serán aquellas que tengan un valor esperado para el conjunto de los nuevos accionistas (comprador y, en su caso, minoritario) mayor que para el conjunto de los viejos accionistas (vendedor y minoritario). Desde el punto de vista

económico no existe una alternativa superior, sino que existen dos preocupaciones ante una legislación de OPAS:

- a) Que se produzcan aquellas transferencias de control que son eficientes.
- b) Que no se produzcan aquellas transferencias de control que son ineficientes.

Las OPAS las lanza el comprador y no el conjunto de los accionistas. Para que el comprador lance una OPA, el valor de la transacción para sí mismo tiene que ser mayor que el valor para el conjunto de accionistas vendedores que le transfieran el control. Toda regulación en este campo afectará al grado en el que las ganancias por la transacción se reparten entre el comprador y los distintos accionistas vendedores (minoritarios, de control, mayoritarios). Dado que las ganancias entre un comprador y los vendedores son fijas, cuanto mayor sea la protección hacia el accionista minoritario, mayores serán las ganancias que a él le beneficien y menores las que afecten al comprador. En el caso extremo de una regulación que otorgue todas las ganancias a los accionistas vendedores, resultará en un comprador poco motivado para realizar una transacción y en menos OPAS en el mercado. Este no sería un objetivo deseable, puesto que la regulación debe facilitar las transacciones económicamente eficientes.

De la discusión anterior es fácil deducir que el funcionamiento del mercado corporativo depende de tres aspectos: la estructura de propiedad existente, mecanismos para facilitar la transacción y que favorezcan el control, y mecanismos que eviten la expropiación selectiva de accionistas de la empresa (generalmente minoritarios). Vamos a centrarnos en estos tres aspectos.

## **Estructura de propiedad**

La estructura de propiedad de las empresas cotizadas varía sustancialmente entre países. En Europa continental, la mayoría de las empresas se encuentran controladas por un accionista grande de referencia, aunque generalmente minoritario, que es quien en gran medida también ejerce el control de la gestión en la empresa. En más de la mitad de las empresas no financieras en Austria, Bélgica, Alemania e Italia, un único accionista controla más del 50% de los votos. En contraste, esto sólo ocurre en el 9,9% de las empresas en Reino Unido. En España, el accionista de referencia controla en la empresa típica el 34,5% de las acciones. Además de este porcentaje de control de votos, existen otros mecanismos, como las acciones sin voto, las estructuras piramidales y las participaciones cruzadas, que también facilitan la capacidad de ejercer el control de la empresa por un accionista minoritario.

La existencia por un posible comprador de un plan de negocio superior para la empresa no implica que tenga el incentivo para proceder a la compra de la misma. Este incentivo depende de su capacidad para extraer las rentas de esa mejor gestión. Para ello, el comprador debe poder realizar la transacción a un precio, neto de gastos, inferior al valor que espera poder obtener de la empresa. En un contexto con predominio de accionistas minoritarios de control, el que se aplica a la estructura de propiedad de las empresas de nuestro entorno, es común la posibilidad de acceder al control de una empresa mediante la compra de la participación del socio minoritario que tiene control sobre la gestión. En un contexto de accionariado diluido, el comprador debe acumular de estos accionistas minoritarios un paquete suficientemente grande de acciones para ejercer el control sobre la empresa. La dinámica de estos dos procesos es sustancialmente distinta y sujeta a problemas diferentes. Para centrar la discusión y simplificando la complejidad de la realidad, nos centraremos en la discusión del impacto en tres

grupos de accionistas: el accionista con control efectivo sobre la sociedad (vendedor), el accionista que desea adquirir el control efectivo de la sociedad (comprador), y el accionista minoritario (por ejemplo, un accionista sin control efectivo).

### **Las OPAS dirigidas a accionistas minoritarios**

El principal problema que surge en este tipo de OPA es la falta de coordinación de los accionistas minoritarios, lo que los economistas denominan el problema de acción colectiva. En este caso, el potencial comprador tiene que buscar mecanismos para conseguir comprar de un conjunto disperso de accionistas el paquete suficientemente grande de acciones para poder ejercer el control efectivo de la empresa. Sin embargo, cada accionista minoritario actúa de forma individualizada en busca de su propio beneficio y no tiene en cuenta cuál pueda ser el impacto de su decisión en el comportamiento colectivo del conjunto de los accionistas de la empresa. El análisis de estas ofertas fue desarrollado por Grossman y Hart (1980), que muestran que en estos casos, cuando un oferente intenta comprar esta empresa, cada uno de los accionistas minoritarios preferirá mantener sus acciones y no venderlas hasta que el oferente le pague el valor presente de los flujos que él espera obtener de la gestión de la empresa. Como resultado, todos los minoritarios se comportarán de forma similar y ninguno estará dispuesto a vender su participación a un precio inferior. El oferente tendrá entonces que ofrecer un precio igual al que él espera obtener para hacerse con el control, con lo que no podrá obtener ningún beneficio de la compra y, en equilibrio, no realizará ninguna oferta. En este caso, no se realizarán transacciones económicamente eficientes por la falta de coordinación de los minoritarios. No deja de ser irónico que precisamente sea su situación de minoritarios y su incapacidad de coordinar una negociación conjunta la causa de su poder que les lleve a exigir un precio tan alto.

Grossman y Hart (1980) proponen mecanismos alternativos para que no se produzca este bloqueo en el ejercicio de los cambios de control. Estos mecanismos implican esencialmente una dilución del vendedor durante la transacción que facilite que el comprador pueda obtener beneficios. Existen distintas formas en que se puede producir esa dilución. Las más habituales serían: la compra en el mercado por el comprador de paquetes más pequeños sin que tenga que realizar una OPA, la exigencia en caso de éxito de que los minoritarios absorban parte del coste de la transacción, y la obligación de venta de minoritarios a precios previamente observados. Estos principios se han transmitido a las legislaciones de OPAS de muchos países en normas concretas:

- Porcentaje que un accionista puede poseer antes de comunicar su participación al mercado: permite al potencial comprador adquirir a precios de mercado, por debajo del valor que la acción tendrá después de la transacción, y diluir así al minorista previamente al lanzamiento de una OPA.
- Transparencia sobre participaciones significativas: es el mecanismo compensador al anterior, al exigir a partir de cierta participación que se comunique al mercado la acumulación de participaciones.
- Porcentaje a partir del cual se exige el lanzamiento de una OPA.
- Porcentaje sobre el que se debe lanzar una OPA: legislación sobre OPA obligatoria total o parcial. Cuanto mayor sea este porcentaje y menor el nivel del requisito anterior, más se incrementará el coste para el comprador de ejercer el control y más probable que

alguna de las transacciones que serían económicamente eficientes no se lleguen a realizar.

## Las OPAS dirigidas a accionistas de control

Para el caso de una toma de participación en una empresa dirigida por un accionista de control, con propiedad minoritaria, el comprador puede limitarse a realizar una oferta exclusiva a este accionista. Aquí desaparece el problema de *acción colectiva* que existe en el caso de la empresa con accionariado muy fraccionado discutido arriba, pero se puede producir un daño indirecto a los accionistas minoritarios, ya que sus intereses pueden no ser tenidos en cuenta en la transferencia de control. En este caso, el comprador que desea adquirir el control de la empresa sólo deberá comprar las acciones del accionista de control a un precio que sea atractivo para éste. La diferencia entre el precio a que se realiza esta transacción y el precio de mercado accesible a los accionistas minoritarios es lo que se denomina generalmente la prima de control.

La operación será posible siempre que el precio mínimo o de reserva exigido por el accionista de control actual sea inferior al precio máximo que pueda pagar el oferente, una vez considerados el valor esperado de los flujos que espera generar por la compra y después de deducir los costes de la transacción. El precio final de la operación no se puede determinar con carácter general, y en gran medida tendrá que ver con la capacidad de negociación de las partes. Sí se pueden determinar los parámetros en los que es posible que se realice. Cuanto más próximo sea el precio al que el vendedor esté dispuesto a vender, y menores sean los costes de transacción, mayor es la probabilidad de que se realice la transacción. Sin embargo, pueden existir situaciones en que cambios de control eficientes económicamente no se producen por el desacuerdo entre el accionista de control y el oferente. Estos casos serán más probables cuando el beneficio que se disfruta por el control sea más que proporcional a la participación accionarial que mantiene el accionista de control.

En los casos que se produzca la transacción, el accionista minoritario generalmente no tiene acceso al precio superior, en la prima de control, pagado al accionista de control que vende.

La regulación de OPAS, bien sean parciales o totales, tiene en este caso el objetivo de garantizar que los accionistas minoritarios tengan alguna posibilidad de vender acciones al comprador en las mismas condiciones en las que el comprador está dispuesto a comprarlas del accionista de control. En casos en los que se exijan la realización de OPAS a minoristas, se producirán dos efectos: a) menor será el precio ofrecido a los accionistas de control cuanto mayor sea el porcentaje de los minoritarios, y b) menor será el número de operaciones que se realicen, incluyendo aquellas que fueran económicamente eficientes. En estos casos, cuanto mayor sea el porcentaje de las acciones de estos minoritarios por las que se le exija ofertar al comprador, menor será la posibilidad de que transacciones con valor económico positivo se lleguen a realizar. Esto se debe a que es mayor la extracción de los beneficios potenciales al oferente por los accionistas vendedores. Por otro lado, la obligación de realizar estas OPAS también ayuda a desincentivar aquellas otras que sean económicamente ineficientes y que se produzcan exclusivamente para obtener, mediante el control, beneficios desproporcionados por parte del comprador.

## Sobre una regulación de OPAS convincente

Existen, pues, dos tipos de razones para la realización de transferencias de control, las buenas y las malas. Una legislación eficiente debe intentar promover que se produzcan las primeras y desincentivar que ocurran las segundas. La forma práctica de realizar esta discriminación se hace a través de dos mecanismos:

- El establecimiento de mecanismos de transparencia e información que faciliten la eficiencia, disminuyan los costes de transacción y eviten la existencia de primas de control.
- El tratamiento igualitario a todos los accionistas de la empresa en mecanismos de transferencia de propiedad que sean equiparables para todos.

El primero de estos mecanismos se realiza a través de exigencias de transparencia informativa orientadas a conseguir que se realicen transferencias eficientes de control cuando existe gran dispersión en la propiedad. Dentro de estos mecanismos se encuentran los de establecer umbrales de propiedad que un accionista puede poseer antes de comunicar su participación al mercado, y umbrales en el porcentaje a partir del cual se exige el lanzamiento de una OPA. También se encuentran las exigencias de transparencia sobre participaciones significativas, el objetivo que se pretende con las mismas, e información sobre control efectivo sobre órganos de gestión.

El segundo de estos mecanismos se concreta a través de la exigencia de lanzamiento de OPAS totales o parciales a todos los accionistas de la empresa. Estas OPAS, generalmente designan el porcentaje en poder del adquirente a partir del cual es obligatorio su lanzamiento, y el porcentaje sobre el que se debe lanzar la OPA (el 100% del capital en el caso de las OPAS obligatorias). Cuanto mayor sea este último porcentaje y menor el nivel del requisito anterior, más se incrementará el coste para el comprador de ejercer el control y más probable que alguna de las transacciones que serían económicamente eficientes no se lleguen a realizar.

Dada la preferencia que tanto la directiva comunitaria como nuestra legislación otorga a las OPAS obligatorias, y en especial a las OPAS a la totalidad, merece la pena realizar una evaluación crítica de su funcionamiento. No es obvio que fomentar la existencia de OPAS obligatorias, parciales o totales, sea necesariamente superior. De forma muy simplificada, pero captando su esencia, se puede caracterizar la diferencia fundamental entre las dos legislaciones de la siguiente manera.

En la situación de OPA no obligatoria, el comprador puede hacer una oferta al vendedor, en principio a cualquier precio, sin necesidad de hacer una oferta similar al minoritario. La decisión de lanzar una oferta, y sus términos, la realiza el comprador al vendedor, y éstos toman la decisión en función de sus propios intereses y no del interés conjunto de todos los accionistas. En este caso puede ocurrir que se produzcan transacciones en las que el valor para el comprador sea mayor que el valor para el vendedor, y que, sin embargo, el valor conjunto de la empresa para el comprador y los minoristas sea menor que el del vendedor y los minoristas. Obviamente, esto sólo ocurrirá cuando los beneficios privados para el comprador a costa de los minoritarios sean mayores que los que disfruta el vendedor. En estos casos se producen transacciones ineficientes.

En la situación con OPA obligatoria, el comprador debe hacer una oferta al minoritario en las mismas condiciones que la que realiza al vendedor. De nuevo, si la transacción tiene éxito, se transfiere el control al comprador. En este caso se incrementa mucho el coste de lanzar una

OPA para el comprador (sobre todo si se debe hacer por la totalidad de las acciones), quien es el que toma la decisión. El riesgo que se corre con esta normativa es que no se produzcan transacciones que serían económicamente eficientes.

En este contexto, conviene resaltar que la existencia del requisito de lanzar una OPA obligatoria no garantiza ninguna de las características siguientes que a menudo se le atribuyen:

1. *La OPA obligatoria elimina las primas de control.* La OPA obligatoria, en la medida en que incrementa el coste de adquirir el control en una empresa, lo que hace es incrementar las primas de control y disminuir la probabilidad de que se produzca un cambio en el control. La cantidad que el comprador tiene que pagar para hacerse cargo de la empresa es mayor en el caso de una OPA obligatoria. De hecho, la OPA obligatoria es una transferencia de riqueza entre los accionistas de la empresa compradora (que tiene que pagar más por hacerse con el control) y de la empresa comprada.
2. *La OPA obligatoria evita la existencia de primas de control.* Las primas de control existen por dos razones. La primera es porque resulta costoso adquirir en el mercado un paquete de acciones suficientemente grande para ejercer el control en la sociedad. Esto puede ocurrir por falta de liquidez de los mercados de valores o por excesos de costes de transacción en ese mercado. En este caso, el comprador paga al vendedor una prima “por el servicio de acumular ese paquete de control”. La segunda razón es que el socio con control tenga capacidad de extraer unas rentas más que proporcionales a su porcentaje del capital por extraer beneficios privados de la sociedad a costa del conjunto de sus accionistas. Esta segunda situación muestra la ineficiencia de los mecanismos de transparencia e información existentes, no un problema de falta de eficiencia en el mercado de compraventa de empresas.
3. *La OPA obligatoria es un sistema justo, puesto que retribuye “igual” a todos los accionistas.* Esta afirmación supone que todos los accionistas han pagado las mismas cantidades por las mismas acciones. Esto claramente no es el caso. El minorista probablemente haya pagado el precio minorista, y el mayoritario, que tiene control, haya pagado en su día un precio mayor que reflejaba la prima de control en el momento. Solamente en el caso improbable que un accionista de control haya conseguido su participación a base de acumular acciones al precio minorista, se produciría una rentabilidad excepcional.
4. *La OPA obligatoria es un sistema que beneficia al minorista, puesto que garantiza una retribución “igual” a la que recibe el accionista de control.* Ya se ha indicado en el punto anterior que no es cierto que la retribución sea igual, puesto que asume que los dos accionistas han pagado lo mismo por la acción, lo cual no tiene por qué ser cierto. La OPA obligatoria puede no beneficiar al minorista, sino perjudicarlo, puesto que al incrementar el coste de lanzar una OPA, lo que disminuye es la eficiencia del mercado de transacciones corporativas. Esto hace que disminuya la probabilidad de que la OPA se produzca y gestione la empresa el mejor equipo posible.

## **La aplicación de la legislación de OPAS en la Unión Europea: integración, barreras y segmentación**

En abril de 2004, la Unión Europea aprobó la directiva sobre OPAS que fijaba los términos bajo los cuales se debería estructurar la operativa de operaciones corporativas dentro de su ámbito. Esta directiva se aprobó tras casi veinte años de negociaciones entre los Estados, con un resultado más que dudoso en su efectividad para conseguir una integración en Europa.

La directiva muestra su preferencia por ciertos criterios a aplicar por las legislaciones nacionales. En primer lugar, prefiere un sistema de OPA obligatoria cuando se produzca un cambio en el control de una sociedad. La definición de cuándo se considera que existe control es variable, pero la mayoría de los Estados miembros lo ha fijado en un umbral entre el 30% y el 35% del capital de la sociedad. En segundo lugar, limita la capacidad del órgano de dirección de la empresa objetivo para establecer normas que eviten la toma de control. Finalmente, prevé la compra y la venta forzosa de los accionistas minoritarios cuando la empresa compradora haya obtenido un alto porcentaje (generalmente el 90%) del capital de la sociedad a través del lanzamiento de una OPA.

Tres normas de la directiva fueron particularmente controvertidas en el momento de su publicación y merecen nuestra atención. La directiva proponía el principio de neutralidad de los directivos de la empresa ante el lanzamiento de una OPA (art. 9). También proponía el principio de una acción/un voto para neutralizar aquellos procedimientos que supusieran una separación entre los derechos políticos y los derechos económicos de las acciones. Estas podían tener carácter anterior al lanzamiento de una OPA, o podrían implementarse con carácter posterior una vez que el oferente hubiese alcanzado el 75% de las acciones con derecho a voto. Por último, la directiva recogía el llamado principio de reciprocidad, por el cual se permitía evitar a las empresas involucradas en una OPA el cumplimiento de estas normas anteriormente establecidas si el ofertante no estaba sujeto a las mismas normas.

En febrero de 2007, la Comisión de la Unión Europea publicó el resultado de un informe de seguimiento de la implantación de estos principios en las legislaciones de los Estados miembros (Comisión Europea, 2007). Las conclusiones de dicho informe son devastadoras. La mayoría de los Estados miembros se han mostrado muy reacios a eliminar las barreras a las OPAS. El resultado es que la implementación de la directiva en las legislaciones nacionales se ha realizado de una forma claramente proteccionista. El informe de la Comisión Europea concluye que la aplicación de la norma sobre la neutralidad del Consejo puede resultar en un obstáculo, en lugar de favorecer, que surja un mercado de control corporativo en Europa. Al mismo tiempo, dice que es muy improbable que la implementación por los Estados miembros del principio de neutralidad aporte ningún beneficio significativo, al menos en el corto plazo. La Comisión muestra su intención de mantener un seguimiento intenso de la aplicación práctica de las normas previstas en la directiva y deja la puerta abierta a que se realice una revisión de la directiva antes del año 2011, la fecha inicialmente prevista.

## **Evidencia sobre la eficiencia del sistema de OPAS en España**

La evaluación de cualquier sistema de OPAS debería examinar si se producen las transacciones que son económicamente eficientes y no tienen lugar las que no lo son. Una evaluación del funcionamiento debería de plantearse un análisis de las siguientes preguntas: a) se producen todas las transacciones que serían económicamente eficientes dentro de las posibles; b) del

conjunto de las OPAS que observamos, cuántas se producen con un objetivo de eficiencia económica y no de diversión de rentas; c) dentro de las OPAS exitosas, cuál es la distribución del valor generado entre costes de la transacción, compradores y vendedores; d) existen diferencias en los beneficios obtenidos entre accionistas vendedores de control y minoritarios, y e) de existir diferencias en estos beneficios, cuál es su origen.

La primera pregunta es de difícil respuesta, puesto que requiere no sólo la observación de las OPAS que se producen, sino de aquellas que tendrían sentido económico y nunca se llegan a producir. Una pregunta más fácil de evaluar es si existen muchas o pocas OPAS en el mercado español. Aparicio Roqueiro (2007) identifica las OPAS que se produjeron en el Sistema de Interconexión Bursátil español durante el período de 1999 hasta julio de 2006. El trabajo identifica 68 OPAS lanzadas durante este período, que corresponden a 58 procesos independientes, de los que 51 fueron no competitivos y 7 implicaron varias ofertas competitivas. Estas operaciones no incluyen todas aquellas que implicaron cambio de control entre las empresas cotizadas españolas, puesto que también pudieron haberse producido cambios accionariales que implicasen cambios de control sin necesidad de lanzar una OPA. Además, dados los cambios legislativos habidos durante el período, las exigencias para lanzar una OPA, y por tanto la probabilidad de lanzamiento, también habrían variado.

De esta muestra se puede observar que la probabilidad de éxito de una OPA, una vez lanzada, es muy alta. En la muestra, 51 de los 58 procesos terminaron con éxito, mientras que 7 de las OPAS resultaron fallidas. Quizá más importante para la determinación de la eficiencia de cambio de control sea el número de OPAS que se realizaron de forma hostil, es decir, con la oposición del consejo de administración de la empresa a comprar. Estas transacciones son muy poco probables en España. Schnepper y Guillén (2004) documentan que en España, entre el período 1998-2003, se produjeron sólo cinco OPAS hostiles, comparado con 478 en Estados Unidos y 273 en Reino Unido.

La distribución de las rentas entre accionistas minoritarios, de control y mayoritarios es difícil de observar. Aparicio Roqueiro (2007) muestra que la rentabilidad percibida por el accionista minoritario desde el día anterior del anuncio de la oferta hasta el momento de acudir es, en media, del 13,2%, y que la mayoría de las ganancias se reflejan inmediatamente en el precio de la acción, puesto que la rentabilidad obtenida inmediatamente después de la publicación del hecho relevante era, en media, del 11,9%. Estas rentabilidades son similares a las documentadas para otros países de la Unión Europea. Martynova y Renneboog (2006) evalúan una muestra de 889 empresas europeas cotizadas en las que se produjeron operaciones de control durante el período 1993-2001 y obtienen una rentabilidad media para los vendedores del 9,1%. Campa y Hernando (2004) también observan excesos de rentabilidad positivos para las empresas vendidas.

La rentabilidad recibida por los vendedores es sustancialmente superior en el caso de los procesos competitivos. Así, mientras en la muestra de procesos no competitivos en España la rentabilidad hasta el cierre de la operación fue del 11,6%, en los procesos competitivos fue del 24,8% (Aparicio Roqueiro, 2007).

De la evidencia existente hasta el momento no es posible proporcionar respuesta a las preguntas d) y e) sobre posibles diferencias entre accionistas de control y minoritarios, y su origen. Como se sugirió en las secciones anteriores, en el caso de ofertas a empresas con un accionista de control, éste exigirá en el precio pagado por sus acciones una prima que recoja el valor de sus rentas de control. El origen de esas rentas y sus cuantías pueden ser específicas en

cada caso y probablemente independientes del porcentaje de acciones que controle. Adicionalmente, puede ser que incluso de producirse una prima, esa prima no refleje rentas de control, sino simplemente una prima por falta de liquidez de la acción que esté relacionada con el incremento necesario en el precio para que el oferente pudiera adquirir un paquete similar al que le ofrece el accionista de control de tener que comprarlo a minoristas en el mercado.

Un análisis más efectivo del tamaño de estas primas pagadas a los accionistas de control, y de su origen, debería tener en cuenta no sólo la prima pagada, sino también el tiempo transcurrido desde que se realiza la transferencia de control hasta que el accionista minoritario sea capaz de recibir un precio similar en el mercado. ¿Qué ocurre a la rentabilidad de los accionistas minoritarios después del anuncio de una transferencia de control a precio distinto al de minorista? Si el precio minorista se acerca al precio de la transacción rápidamente, la importancia de los beneficios privados de control es pequeña. Por el contrario, si el precio minorista no converge o se aleja del precio pagado al accionista de control, la importancia de los beneficios privados es alta. La evidencia aquí no es mucha. Dick y Zingales (2004) hacen el cálculo para una muestra de transacciones entre 1990 y 2000, y encuentran que esta prima es muy baja para los países europeos. Para el caso de España, la mediana es un 4% (evaluada a partir de cinco transacciones). Una actualización de esta información para el caso español sería claramente útil.

## Referencias

- Aparicio Roqueiro, Carlos L. (2007), «Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas», Comisión Nacional del Mercado de Valores, monografía 20, febrero.
- Berglöf, Erik y Mike Burkart (2003), «European Takeover Regulation», *Economic Policy*, abril, págs. 172-213.
- Campa, José Manuel e Ignacio Hernando (2004), «Shareholder Value Creation in European M&As», *European Financial Management*, vol. 10, nº 1, marzo.
- Comisión Europea (2007), «Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids», SEC(2007) 268, 21 de febrero.
- Dick, A. y L. Zingales (2004), «Private benefits of control: An international comparison», *Journal of Finance*, 59, págs. 537-600.
- Grossman, S. y O. Hart (1980), «Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation», *Bell Journal of Economics*, 11, págs. 42-64.
- Martynova, M. y L. Renneboog (2006), «The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave», ECGI - Finance Working Paper No. 135/2006.
- Shleifer, A. y R. Vishny (1986), «Large Shareholders and Corporate Control», *Journal of Political Economy*, 94, págs 461-488.
- Schneper, William y M.F. Guillén (2004), «Stakeholder Rights and Corporate Governance: A Cross-National Study of Hostile Takeovers», *Administrative Science Quarterly*, 49, junio, págs. 263-295.