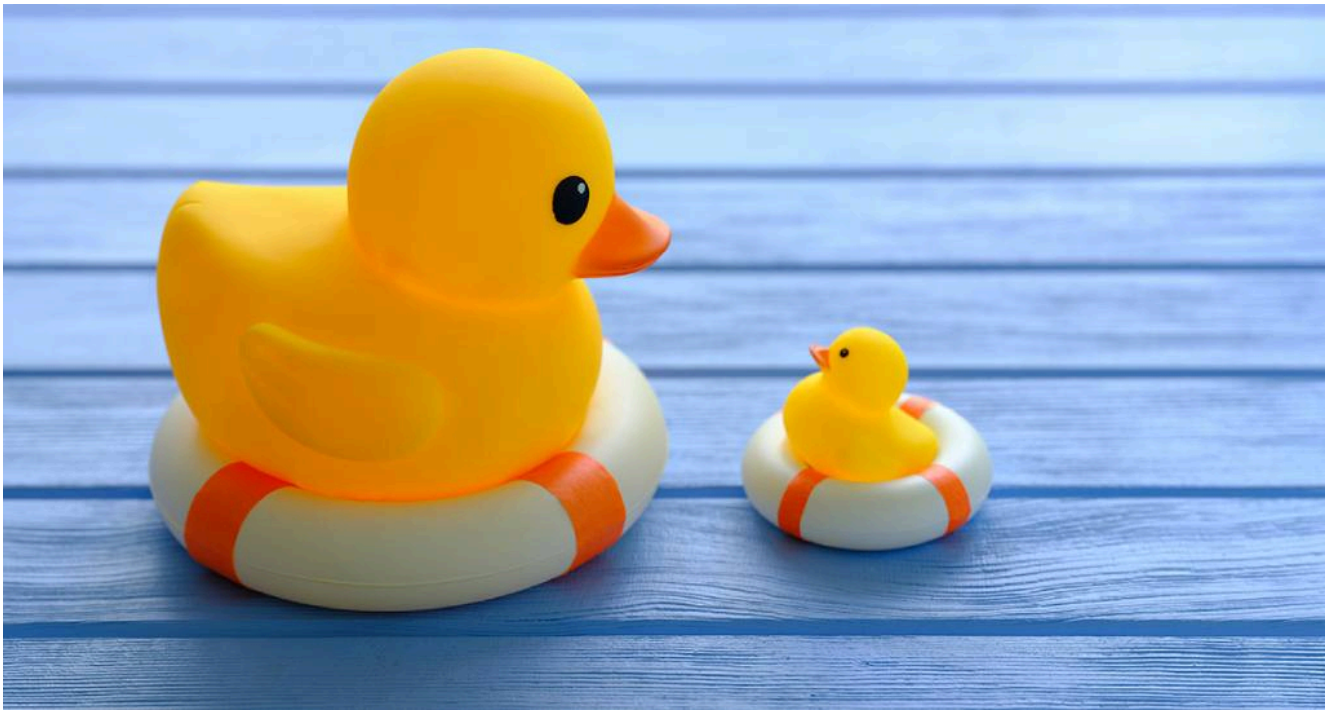
Opas sigilosas: ¿accionistas ocultos comprando tu empresa?

El mercado de fusiones y adquisiciones es uno de los mecanismos que contribuyen a optimizar la gestión de las empresas cotizadas. Por ello, existe un controvertido debate sobre los límites de la regulación en este campo, incluida la relativa a la transparencia.



28 de febrero de 2019

En 2014 las firmas de lujo **Louis Vuitton Moët-Hennessy** (LVMH) y **Hermès** firmaron la paz, poniendo fin a una larga y ardua disputa que se popularizó como la "guerra del bolso". El conflicto se había iniciado en octubre de 2010, cuando el gigante controlado por Bernard Arnault reveló una participación del 17% en el capital de Hermès, que más tarde llegaría a superar el 22%.

©IESE Business School

LVMH se había hecho con un porcentaje significativo de Hermès sin que nadie lo hubiera advertido. En lugar de comprar acciones, recurrió a una serie de **derivados** de renta variable, lo que le evitó tener que declarar sus posiciones.

Esta maniobra ilustra cómo funcionan las estrategias de toma de control basadas en la compra encubierta y progresiva de acciones (***creeping acquisitions***), también conocidas como opas sigilosas (***stealth takeovers***).

Para muchos, estas operaciones constituyen una forma subrepticia y a veces ilícita de tomar el control de otra compañía. Por ello, demandan una mayor transparencia y exigen que se limiten esas prácticas, que pueden llevarse a cabo mediante distintos mecanismos, como los ***equity swaps***. Otros, en cambio, advierten sobre los efectos negativos que puede tener una excesiva regulación del mercado de fusiones y adquisiciones.

Las opas y el buen gobierno

La existencia de un mercado eficiente y dinámico de fusiones y adquisiciones, junto a la existencia de un sistema de retribución de directivos con incentivos a largo plazo o la presencia de un número suficiente de consejeros independientes, está entre los mecanismos de control que se han relacionado con el **buen gobierno corporativo** en una empresa cotizada.

En palabras del académico estadounidense **Henry Manne**, considerado el fundador de la literatura sobre fusiones y adquisiciones, las operaciones del mercado para el control de empresas son "la más poderosa herramienta de mercado jamás diseñada para tratar con directivos que no maximizan los beneficios. En caso de una gestión ineficaz, otros directivos y consejeros pueden intentar hacerse con el control de la compañía para relevar al equipo gestor y hacerla más eficiente.

Por tanto, desde el punto de vista de los **problemas de agencia**, un mercado de fusiones y adquisiciones dinámico puede mitigar los conflictos de interés que a menudo se plantean entre los accionistas de una compañía y sus órganos de gobierno.

Pero, además, desde el punto de vista productivo, también facilita un mejor uso del capital y la correcta valoración de las empresas. Y así lo han demostrado distintos estudios, como uno del profesor del IESE Stefano Sacchetto, que concluye que las fusiones y adquisiciones

©IESE Business School

pueden aumentar la **productividad agregada** hasta casi un 5%.

Lo cierto es que las autoridades han ido desarrollando leyes y mecanismos para regular los intentos de toma de control por parte de terceros con el fin de proteger los intereses de los accionistas y garantizar una cierta estabilidad de la gestión.

Es el caso de la pionera **Williams Act**, adoptada por Estados Unidos en 1968, o las sucesivas leyes europeas que han regulado las ofertas públicas de adquisición en esa misma dirección.

¿Consecuencias no deseadas?

Regular los mecanismos de toma de control para proteger los intereses de los accionistas es algo necesario. Pero hay que tener mucho cuidado con su alcance, pues podrían ralentizar su nivel de actividad. Incluso algo tan encomiable como establecer unos requisitos que fomenten la transparencia en estas operaciones puede tener efectos no deseados.

Eso es lo que podría haber ocurrido con la aplicación de la directiva comunitaria CE/109/2004, también conocida como **directiva de transparencia**. Así lo sugiere el artículo "Disclosure Regulation and Corporate Acquisitions", en el que **Pietro Bonetti**, **Miguel Duro** y **Gaizka Ormazábal** analizan el impacto de los reglamentos de divulgación y de las exigencias de una mayor transparencia financiera en el mercado de la compraventa de empresas cotizadas.

En concreto, estos profesores del IESE se han preguntado si la obligatoriedad de revelar cierta información puede elevar los **costes de adquisición** hasta el punto de provocar un descenso en el número de ofertas públicas de adquisición ejecutadas.

Para responder a esa cuestión, han estudiado los efectos de la mencionada directiva, que impone unos requisitos más estrictos de información y transparencia a las compañías cotizadas europeas. No solo en relación con la información financiera que están obligadas a presentar periódicamente, sino también en lo referente a la información que sus accionistas tienen que revelar sobre su participación en la compañía, ya sea directa o vehiculada a través de instrumentos financieros.

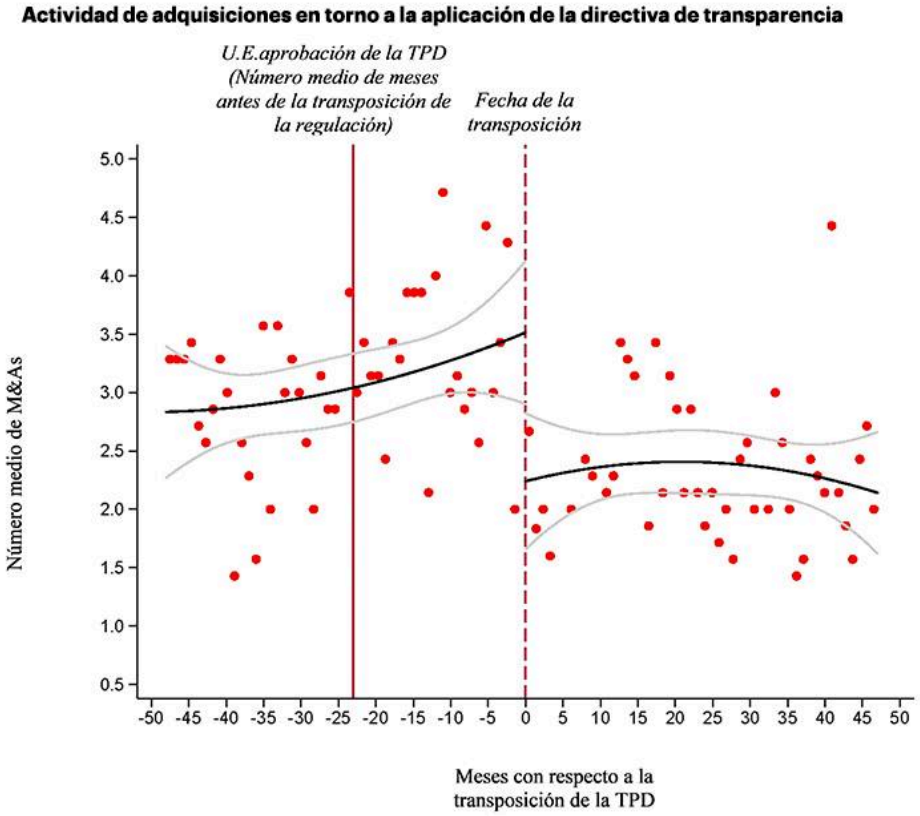
Más transparencia, menos fusiones y adquisiciones

Su investigación confirma que a la aplicación de esta directiva le siguió una caída significativa en el número de **fusiones y adquisiciones**. Un descenso que ha sido particularmente brusco en aquellos países con un mercado de operaciones corporativas más

©IESE Business School

dinámico.

Además, los autores consideran que este descenso no se debió a la reciente crisis financiera porque solo afectó a las empresas cotizadas, las únicas sujetas a la regulación, y porque en 2013 se produjo una caída adicional coincidiendo con el endurecimiento de la directiva.



Para corroborar que la caída en las operaciones de toma de control está relacionada con un aumento de los costes de adquisición, Bonetti, Duro y Ormazábal estudiaron también qué ocurre con el precio de las acciones, tanto de la compañía objetivo como de la potencial compradora, en los días próximos al anuncio de la operación. Y observaron lo siguiente:

1. El rendimiento de las acciones de la empresa objetivo es más elevado tras la entrada en vigor de la directiva. Es decir, aumenta el precio de la compañía pretendida y, por tanto, la prima de adquisición a pagar por el comprador.

2. El rendimiento de las acciones de la empresa compradora es más bajo tras la aplicación de la directiva. El mercado penaliza sus acciones, por lo que la compañía pierde valor en bolsa.

3. El porcentaje de acciones que controlan los oferentes antes de anunciar una

©IESE Business School

oferta de compra ("*toehold*") es inferior bajo la directiva. De esto se infiere que, bajo la nueva normativa, a la empresa interesada en la compra le cuesta más conseguir de forma sigilosa una participación significativa en la compañía objetivo desde la cual poder lanzar una opa.

Aportación al debate

No se puede concluir sobre un efecto negativo de la directiva de transparencia en el mercado de fusiones y adquisiciones de forma categórica: es posible que las transacciones corporativas que han dejado de materializarse debido a la regulación no fueran óptimas, sino movidas, por ejemplo, por intereses espurios y no de eficiencia económica de los compradores.

Además, no existe evidencia definitiva de que la gestión de los compradores genere más valor en la compañía adquirida que la de los antiguos directivos.

Sin embargo, no podemos pasar por alto que probablemente se estén dejando de materializar fusiones y adquisiciones beneficiosas desde el punto de vista económico y productivo.

©IESE Business School