

XV Reunión ASEPELT

”Influencia de las participaciones accionariales significativas en el mercado de control español”

Pérez-Soba Aguilar, Inés

E-mail: ecap303@emducms1.sis.ucm.es

Facultad de CC. Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid

Palabras clave: participación de control, mercado de control societario, oferta pública de adquisición, prima de control.

Resumen

Una de las características más relevantes del mercado de control societario español es la presencia de participaciones accionariales significativas de gran tamaño en la negociación del control. Este hecho se debe a la particular estructura accionarial que predomina en las sociedades cotizadas españolas.

Para analizar la influencia que tiene esta circunstancia en el funcionamiento de este mercado y en el precio al que se negocia el control, nos vamos a centrar en las operaciones efectuadas mediante el procedimiento más representativo del mercado de control: las ofertas públicas de adquisición (OPAs). En concreto, distinguimos entre aquellas participaciones que vende en la OPA el accionista mayoritario de la sociedad objetivo y aquellas que posee el adquirente justo antes de lanzar la oferta, con el fin de mostrar, por una parte, las consecuencias que tienen sobre la negociación del control y, por otra, el efecto que implican sobre el precio que el adquirente paga por el control a los accionistas minoritarios en la OPA.

I. Introducción

Una de las características más relevantes del mercado de control societario español es la presencia de participaciones accionariales significativas de gran tamaño en la negociación del control. El motivo se encuentra en la particular estructura accionarial que predomina en las sociedades cotizadas españolas. Tal como muestra Galve (1992), la concentración de las participaciones accionariales es muy acusada en nuestra economía. En efecto, esta autora, en la investigación que realiza sobre la estructura del accionariado en 311 sociedades cotizadas obtiene que, en el año 1991, aproximadamente un 60% de las sociedades presentaba un control absoluto o mayoritario¹. Si consideramos que ésta es la situación en un medio, la Bolsa, en el que supuestamente se encuentran aquellas sociedades cuyas acciones gozan de mayor liquidez por la posibilidad de que haya más capital "libre", la extrapolación de este estado a las sociedades que no cotizan no parece mejorar la perspectiva. Buesa y Molero (1998, pág. 121) confirman esta suposición pues encuentran que, cotizadas o no, “la forma de control más extendida entre las empresas líderes de los mercados es el control absoluto, y le sigue, a una distancia apreciable, el mayoritario”².

Para analizar la influencia que este hecho tiene en el mercado de control español, nos vamos a centrar en el mecanismo más representativo de este mercado: las ofertas públicas de adquisición. Con el fin de mostrar cuál es el efecto que las participaciones accionariales mayoritarias tienen tanto sobre la forma de negociar el control en la OPA como sobre el precio pagado por el control a los accionistas minoritarios, distinguimos entre las participaciones cuyo destino es la venta al sujeto que lanza la OPA y aquellas con las que parte el propio adquirente al iniciar la operación.

El trabajo se organiza en los siguientes apartados: en la sección siguiente, exponemos brevemente las principales ideas que sobre las participaciones accionariales aparecen en la literatura económica con relación al mercado de control societario. En el apartado III presentamos la evidencia empírica española sobre las participaciones accionariales que se han

¹ Define el control absoluto cuando los cuatro mayores accionistas reúnen más del 80% del capital social y el mayoritario cuando concentran entre el 50-80% del capital social. Cuando incorpora al quinto mayor accionista, el porcentaje de capital social acumulado varía mínimamente respecto al obtenido sólo con cuatro.

² Estos autores también definen el control absoluto cuando el porcentaje de capital social poseído supera el 80%, y el mayoritario cuando se posee entre el 50 y el 80%. Utilizan como fuente de información Fomento de la Producción; Ministerio de Industria y Energía; el directorio de accionistas de Maxwell y Espinosa; las Memorias del INI y los Informes anuales de Alimarket.

detectado en las OPAs efectuadas en la Bolsa de Madrid entre 1990 y 1996, y analizamos su efecto sobre la negociación del control en estas operaciones. A continuación señalamos la influencia que pueden tener estas participaciones sobre el precio del control pagado a los accionistas minoritarios y lo contrastamos con los datos españoles. En el apartado IV se extraen las conclusiones principales.

II. Las participaciones de control en la literatura económica

Desde mediados de la década de los ochenta emerge una serie de trabajos que se centran en analizar, desde distintas perspectivas, las causas y efectos de la existencia de participaciones accionariales relativamente grandes. Estas participaciones pueden expresar la posición de partida de un sujeto para lanzar una oferta de adquisición por el resto del capital social o pueden representar la porción de capital que posee el accionista principal de la sociedad objeto de OPA cuya compra persigue el adquirente en la oferta. Actualmente, estas participaciones mayoritarias se denominan, por parte de algunos autores, bloques de control.

Los principales estudios relacionan las participaciones accionariales mayoritarias de un tipo y otro con tres temas fundamentales conectados entre sí:

- a) El problema teórico del comportamiento de los accionistas minoritarios como polizones (*free rider*).
- b) Los beneficios financieros y privados asociados a las participaciones accionariales³.
- c) Las características que presentan los diversos procedimientos de traspaso de los bloques de control.

En 1980 Grossman y Hart publican un conocido artículo “Takeover bids, the free rider problem and the theory of corporation” donde se analiza cómo, en un medio de dispersión accionarial, los accionistas minoritarios (los polizones), con información perfecta, demandan que el precio de sus acciones en una oferta de adquisición anticipe la revalorización futura obtenible

³ En el beneficio financiero se recogería el incremento de la riqueza derivado de la revaluación de las acciones de la sociedad objetivo. La literatura económica distingue este beneficio para inmediatamente señalar que, debido al problema del polizón, los accionistas minoritarios se lo expropián al adquirente en las ofertas de adquisición y que, por tanto, no cabe contar con esta ganancia como fuente de ingresos *ex post*. Los beneficios privados pueden ser de carácter personal o empresarial. Estos beneficios no son teóricos sino que se manifiestan desde elevados salarios y rentas en especie a consejeros y directivos –planes de seguros, participaciones en fondos de pensiones internos, opciones sobre acciones, créditos subvencionados, etc. – hasta beneficios empresariales vía transferencia de activos específicos o activos reales a precios que no tienen por qué ser de mercado.

con el nuevo grupo gestor, o de lo contrario no venden. Esta circunstancia anula la promoción de ofertas de adquisición para recuperar empresas mal gestionadas, ya que los promotores de la oferta deben traspasar sus beneficios potenciales a los accionistas antiguos, a la vez que se hacen cargo de los costes de la oferta y de la posterior supervisión.

Shleifer y Vishny (1986), como forma de solucionar este problema, introducen en su modelo al accionista mayoritario entre el accionariado disperso. Este accionista posee menos del 50% del capital social pero, dado el resto de la composición accionarial, es el mayoritario. Además, se le supone neutral al riesgo y sus intereses no convergen con los de la directiva. Como consecuencia de la función que desempeña este tipo de accionista ya no es imprescindible que un tercero efectúe una toma de control para cambiar a la directiva de la sociedad, pues la participación que tiene en el capital social este accionista mayoritario le compensa de los costes de informarse sobre proyectos que mejoren la rentabilidad de la empresa y de supervisar a la directiva. Cuando esta participación es insuficiente puede ser él mismo el que directamente actúe como adquirente lanzando una oferta de adquisición. Según Shleifer y Vishny, cuanto mayor sea el porcentaje de acciones que posea el accionista mayoritario, mayor será el valor de la empresa y menor será la prima que ofrezca en la oferta pues hay menos margen para que aumente el valor de la sociedad. A menos que este accionista tenga motivos fiscales o estatutarios para lanzar una oferta de adquisición por más del 50% del capital social, nunca lo hará, pues basta con ese porcentaje para tener el control efectivo con el que reemplazar a la directiva. También puede actuar facilitando la entrada a terceros –obstruida por el problema del polizón– a los que, incluso, vendería una parte de sus acciones para repartirse con él posteriormente los beneficios esperados de una mejor gestión.

Por tanto, la aparición del accionista mayoritario en el modelo tiene como consecuencia que entren en juego participaciones accionariales significativas a la hora de efectuar las transacciones del control de la empresa.

Una vez sintetizadas algunas ideas de los dos trabajos más representativos de la literatura inicial sobre este tema, dividimos las aportaciones posteriores en función de la finalidad que tiene la participación accionarial:

1. Como plataforma de partida en el control de la sociedad para adquirir más control.
2. Como bloque de control cuya venta se negocia con un tercero.

1. La participación accionarial como posición de partida en el control de la sociedad

Al contrario que Shleifer y Vishny (1986), para quienes conforme mayor es la posición previa del adquirente en el capital social de la empresa, menor será la prima por acción que ofrezca, pues queda menos margen para aumentar con la gestión el valor esperado de la empresa, Eckbo (1987), Stulz (1988) o Burkart (1995) consideran que esta variable tendrá un efecto positivo sobre la prima porque el valor de la prima implica el precio que el adquirente da a su propio paquete de acciones. Incluso, en caso de aparecer una OPA competidora, esta medida incrementaría su beneficio aún más.

Burkart, Gromb y Panunzi (1998b) también señalan cómo la posición accionarial previa de un adquirente es una fuente de beneficios financieros. Cuando no se cuenta con esta posición inicial en el capital social, la única fuente de beneficio tras la adquisición de control en la sociedad sería el beneficio privado. En este caso, el adquirente procurará ofrecer la prima mínima a los pequeños accionistas para asegurarse que en total sólo poseerá el 50% del capital social como máximo, pues porcentajes mayores elevan el riesgo específico de su cartera y le reducen el margen de beneficio privado que puede extraer.

2. La participación accionarial como bloque de control cuya venta se negocia con un tercero.

Los trabajos de Barclay y Holderness (1989, 1991) aportan la evidencia empírica de la existencia y negociación (sin OPA) de bloques de control de sociedades cotizadas estadounidenses, y contrastan la hipótesis de que las primas pagadas por los bloques reflejan los beneficios privados que devengan los propietarios de esos paquetes accionariales, ya que los beneficios financieros están recogidos en la cotización en condiciones ordinarias y son proporcionales al porcentaje de capital social que se posee (Barclay y Holderness, 1989).

La aportación de Bebchuk (1994) es teórica. Su trabajo se centra en analizar las transacciones de paquetes o bloques de control desde el grupo de control de la sociedad a un grupo nuevo, con el objetivo de comparar las consecuencias que desde el punto de vista de la eficiencia social implican las diferentes alternativas. En concreto, compara la transacción de un paquete de control mediante la venta privada entre el propietario del bloque y el adquirente sin que puedan participar los demás accionistas –la llamada regla de mercado– con la oferta de

adquisición, donde todos los accionistas pueden participar en la transacción en las mismas condiciones que el accionista que vende el paquete de control –la llamada regla de la igualdad de oportunidades–. En el escenario de su modelo actúan un accionista mayoritario que tiene el control efectivo sobre los recursos de la empresa, un tercero ajeno a la sociedad que posee capacidad gestora y pretende hacerse con el control, y los accionistas minoritarios, que son polizones perfectamente informados. De su trabajo se puede deducir que el precio que está dispuesto a pagar un adquirente por la participación de control del accionista mayoritario está relacionado con el tamaño del bloque de control, con los beneficios privados que puede extraer y con el aumento de valor que puede crear en la sociedad.

Burkart, Gromb y Panunzi (1995a, 1995b, 1998a, 1998b) realizan una serie de trabajos relacionados con los efectos que tiene en el valor del control societario la figura del accionista mayoritario. En Burkart *et al* (1995a) se establece una serie de factores que influyen sobre la prima de control obtenible con el bloque del accionista mayoritario, como son los beneficios privados (pecuniarios y no pecuniarios) y los posibles aumentos en el valor financiero de las acciones de la empresa (beneficios financieros).

En Burkart, Gromb y Panunzi (1998b) proponen un marco teórico para analizar las transferencias de bloques de control en sociedades en las que un accionista posee una participación minoritaria, pero tiene el control de la empresa, pues el medio accionarial es de dispersión. Las alternativas de traspaso del control son, como en Bebchuk (1994), la venta privada del bloque de control y una oferta de adquisición. Dos de los supuestos fundamentales en los que se basan sus conclusiones son la conducta del polizón de los accionistas minoritarios y el riesgo moral de los propietarios del bloque de control –que pueden transformar ineficientemente beneficios financieros de la empresa para todos los accionistas en beneficios privados para él–. Por el problema del polizón –que ocasiona que el adquirente no obtenga beneficios financieros con las acciones que compra– y los mayores beneficios privados potenciales que conlleva⁴, el comprador preferirá que el accionista mayoritario le venda privadamente su bloque que lanzar una oferta de adquisición a todos los accionistas de la empresa. El valor del bloque de control dependerá:

⁴ Como afirman Barclay y Holderness (1991, pág. 861), cuando se negocia un bloque no varía la concentración del accionariado, sino la identidad del propietario, lo que en este caso implica que el margen de extraer beneficios privados no disminuye respecto del grupo de control anterior.

a) Del poder de negociación que tenga el propietario: si el accionista mayoritario tiene un gran poder a la hora de negociar la venta de su participación accionarial, la prima que obtenga por él será mayor.

b) De si existe un bloque de control o varios; de si los accionistas mayoritarios actúan concertadamente o no frente a una OPA.

Aunque el modelo de Burkart, Gromb y Panunzi no trata el caso en el que hay más de un accionista mayoritario con un bloque de control significativo, señalan que, si hubiese dos bloques, por ejemplo, el adquirente, en vez de preferir mantener baja la concentración accionarial para “pagar” menos por los beneficios privados que consumirá, en este caso preferirá elevar la concentración adquiriendo una mayor proporción de capital social porque si no el otro accionista mayoritario puede restringir su habilidad de extraer los beneficios privados que puedan estar disponibles. Esta circunstancia hace menos cara la alternativa de adquirir el control mediante una OPA al resto de los accionistas minoritarios, y reduce el valor del bloque de control de los accionistas mayoritarios.

c) Del tamaño del bloque de control: cuando el bloque de control es grande, la prima por acción del bloque decrece. La causa fundamental que lo motiva es que la función de beneficios privados del comprador es estrictamente creciente y cóncava respecto al tamaño del bloque de control. Es decir, conforme mayor es el tamaño del bloque, los beneficios netos privados son, aunque positivos, cada vez menores ya que el adquirente internaliza una mayor parte de esta ineficiencia (esto es, de la extracción de los beneficios privados).

Otras propuestas sobre factores que pueden influir en el precio que se paga por el bloque aparecen en los trabajos de Holthausen, Leftwich y Mayers, (1987) y Bolton y von Thadden (1998). El primer grupo de autores prueba empíricamente que cuando el propietario del bloque de control es quien promueve su venta (privada), la prima por el bloque es más baja (llegando incluso a ser negativa) que cuando es el comprador del bloque quien inicia la negociación⁵. En el caso de Bolton y von Thadden (1998) sus conclusiones se basan en un análisis coste-beneficio de la concentración accionarial cuando la empresa atraviesa una situación económica y financiera mala, es decir, en el estado de la naturaleza malo. Si en esta circunstancia la empresa tiene una estructura accionarial dispersa, difícilmente se logrará llegar a una estructura concentrada porque, según estos autores, internamente ningún accionista querrá hacerse responsable de la empresa y asumir los costes del control; externamente, a ningún adquirente le compensa hacerse con el control por el problema del polizón. Si en el estado de la naturaleza malo existe un

⁵ Miden la prima comparando el precio bursátil anterior y posterior a la venta del bloque, al igual que después hacen

accionista mayoritario que tiene un bloque grande de control a la venta, el precio al que lo negocie será el mismo que el de las acciones individuales pues el adquirente debe ser compensado por la menor liquidez que tendrá tras la OPA. Además, el precio pagado por el comprador será menor que su valor *ex post* pues se anticipan en el precio los costes de la necesaria intervención para sacar a la empresa de esa situación.

Para finalizar el repaso de esta parte de la literatura sobre participaciones mayoritarias, señalamos los trabajos de Burkart, Gromb y Panunzi (1995b, 1998a) donde se analizan las estrategias del adquirente ante determinados tamaños de bloques de control. Según estos autores, dada la conducta de polizón de los accionistas, para el adquirente lo óptimo es comprar sólo las acciones precisas para obtener el control. Esta situación conduce al riesgo moral del nuevo grupo de control y, asociado a ello, a la extracción ineficiente de beneficios privados ya que el adquirente internaliza la menor parte posible de esta ineficiencia. Destacamos dos de las implicaciones que derivan de esta proposición son:

1. Si el bloque supera el 50% del capital social, se negociará con prima o con descuento en función del poder de negociación y la capacidad de extraer beneficios privados. Si el bloque es inferior al 50% se negociará siempre con prima.
2. Si el adquirente no cuenta con una posición accionarial en la sociedad antes de la OPA, los beneficios privados constituirán su único beneficio *ex post*, por lo que ofrecerá la prima mínima que le asegure un 50%, suponiendo que el adquirente conoce perfectamente la curva de oferta.

En suma, la existencia de bloques de control produce efectos tanto sobre la forma de negociar como en el precio al que se efectúa su transacción.

III. Las participaciones de control en las OPAs: el caso español

III.1.- Efecto de las participaciones mayoritarias sobre la forma de negociar el control

Para analizar el caso español podemos utilizar como soporte teórico diversas ideas de las expuestas en los modelos anteriores, teniendo en cuenta la limitación que supone adaptar un esquema teórico a las circunstancias específicas del mercado de control español, derivadas del

modelo de gobierno empresarial español y de la normativa que regula estas transacciones. Los principales rasgos que caracterizan las transacciones de control en las OPAs debido a la existencia de participaciones accionariales relevantes son⁶:

- a) En general, se requieren porcentajes elevados de capital social para hacerse con el control de una sociedad. Sólo en el 19% de las sociedades objeto de OPA, la suma de las cinco participaciones mayores es inferior al 50% del capital social, lo que implica que en el 81% de las sociedades restantes la distribución del capital social está concentrada, es decir, que como máximo hay cinco accionistas mayoritarios que conjuntamente tienen el control absoluto de la sociedad.
- b) En las sociedades no siempre hay un sólo accionista mayoritario, sino que, en ocasiones, la OPA se desencadena como resultado de la pugna por el control absoluto entre los accionistas mayoritarios.
- c) Los promotores de la OPA, en algo más del 82% de los casos, parten con una posición accionarial significativa (mayor del 5% del capital social) en la sociedad objetivo.
- d) El tamaño de los bloques de control que se venden en las OPAs es grande: de media representa el 46,5% del capital social. Estos bloques son mucho mayores que los supuestos en la teoría y los presentados sobre la evidencia empírica estadounidense por Barclay y Holderness (1989, 1991), donde la media de los bloques negociados (sin OPA) oscila entre el 21% (en el trabajo de 1989) y el 27% (en el trabajo de 1991).
- e) La legislación española obliga a que las adquisiciones de acciones (u otros activos financieros que indirectamente deriven en ellas) que superen el 25% del capital social deben realizarse mediante el procedimiento de OPA. En esta situación las combinaciones posibles para conseguir el control son:

1. Lanzar una OPA por todo el capital social que se pretenda conseguir.

Esta opción se ha empleado cuando la estructura accionarial era dispersa y no había bloques de control significativos.

2. Hacerse con acciones en la Bolsa sin superar el 25% y, luego, lanzar una OPA por el resto.

Esta modalidad no es la más utilizada, fundamentalmente porque la concentración accionarial ocasiona que las compras bursátiles se detecten con facilidad, poniendo sobre aviso a los grupos de control de la sociedad objetivo que pueden percibir como hostil una toma de posición en el mercado sin haber establecido acuerdos previamente con ellos.

3. Adquirir mediante compras privadas hasta el 25% y luego lanzar una OPA.

⁶ No incluimos las sociedades que han sido objeto de una OPA de exclusión para hacer comparables los trabajos.

Esta manera de hacerse con el control de la empresa también se ha empleado, aunque con poca frecuencia. Ello es debido a que los bloques suelen ser grandes y rara vez los paquetes accionariales de control se parten –como se deduce de los modelos teóricos– pues ello debilita el poder de negociación del oferente y su capacidad de obtener beneficios privados de la venta.

4. Hacer compras en el mercado y lanzar una OPA pactando la venta del bloque de control en ella y negociando, generalmente, al margen de la OPA los beneficios privados del accionista mayoritario vendedor y del adquirente de la participación.

Esta es la opción más frecuente, por lo menos en las OPAs para obtener el control de la sociedad. Esta estrategia combina lo que los modelos teóricos consideran como medios alternativos de conseguir el control –las compras en el mercado, la venta del bloque de control y la oferta de adquisición– con la particularidad de que las compras bursátiles, que dependen tanto del umbral legal de la OPA como del tamaño del bloque de control, suelen ser complementarias a la compra del paquete accionarial. Esto es, cuando el capital social está repartido de la siguiente forma:

$$\text{Capital social (100\%)} = \% \text{ acciones bloque de control accionista mayoritario} + \\ + \% \text{ acciones accionistas minoritarios} + \% \text{ acciones mercado}$$

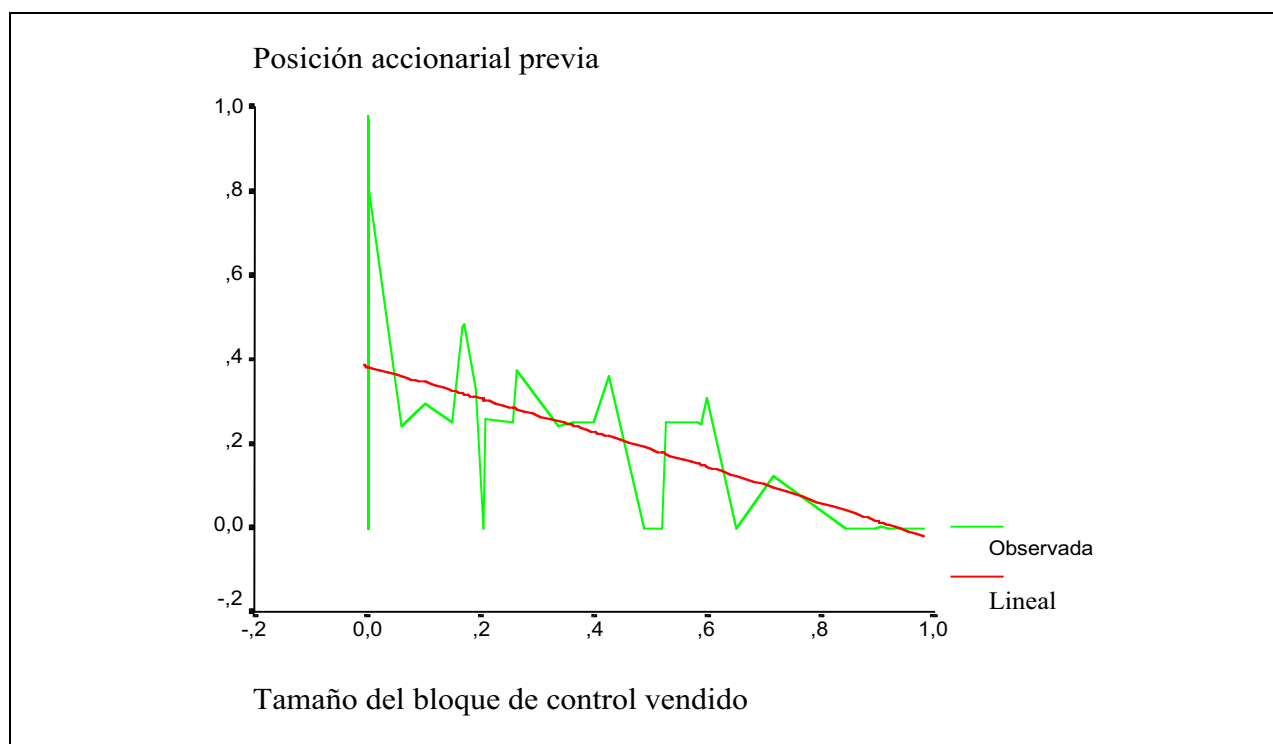
el porcentaje de acciones que el demandante de control puede adquirir en el mercado dependerá fundamentalmente de cuál sea el tamaño del paquete accionarial del grupo de control.

En efecto, la elevada concentración del capital social provoca que las compras de acciones en Bolsa dependan del tamaño de los bloques de control que hay en la sociedad. Es decir, dado el tamaño del bloque de control, las posibilidades de tomar una posición accionarial previa en el mercado disminuyen conforme mayor es el bloque. En nuestra muestra, formada por 79 sociedades que fueron objeto de OPA en la Bolsa de Madrid entre 1990 y 1996, cuando confrontamos las participaciones reales que posee el demandante de control antes de lanzar la OPA con los bloques de control que luego se venden en la OPA, se obtiene una correlación entre ambas variables y se observa (Gráfico I) que la relación funcional más significativa es la lineal.

Como se puede advertir, conforme crece el bloque de control, queda menos capital libre para hacerse con él en el mercado, decreciendo la participación previa hasta ser nula. Por tanto,

el límite superior al que puede acceder un adquirente va a estar condicionado tanto por el tamaño del bloque de control y la posibilidad de efectuar pactos de venta con los accionistas mayoritarios como por los umbrales de control que establece la legislación antes de tener que promover obligatoriamente una OPA.

GRÁFICO I



Fuente: elaboración propia

En consecuencia, aunque no todas las sociedades tienen el capital accionarial concentrado, el prototipo de funcionamiento del mercado de control es el de un mercado de búsqueda directa, esto es, un mercado en el que las transacciones se efectúan principalmente entre el adquirente y el accionista de control principal de la sociedad. De no existir una legislación que las haga públicas, el mercado de control societario público sería casi inexistente, pues las transacciones de control se realizarían con carácter privado.

III.1.- Efecto de las participaciones mayoritarias sobre las primas de control.

Los trabajos de Barclay y Holderness (1991) y Burkart, Gromb y Panunzi (1995a, 1998b) analizan las condiciones de las distintas alternativas de traspaso de las participaciones de control, y una de las conclusiones a las que se llega es que los bloques de control rara vez se fraccionan pues ello disminuye el valor del poder que lleva asociado esa cuota de control, que es más que

proporcional que el derivado del porcentaje de capital social que representa. Como la legislación española exige la promoción de una OPA una vez que la adquisición de acciones supera determinados umbrales⁷, la transacción de los bloques de control, que como hemos expuesto tienen un tamaño medio del 46,5% del capital social, se debe hacer en la OPA (casi en todos los casos). No obstante, dado que, generalmente, es imprescindible contar con el apoyo del accionista mayoritario para poder acceder al control, es más que probable que este accionista negocie *a priori* con el adquirente las condiciones del traspaso, aunque la transacción del paquete accionarial se efectúe en el periodo de aceptación de la OPA. Como se ha expuesto en el apartado anterior, diversos autores proponen distintas variables que pueden afectar a la transacción entre el accionista mayoritario y el adquirente y, por tanto, al precio resultante. De forma abreviada, y para el caso español, los términos de la transacción del bloque de control dependerán de los siguientes factores:

- a) Del poder de negociación que tenga el poseedor del bloque de control [Burkart, Gromb y Panunzi (1998b)].

Adaptando esta idea al caso español, cuando el poder de negociación del que vende es grande, éste lo podrá canalizar en una OPA bien a través de la obtención de mayores beneficios financieros (ganancias de capital) presionando al alza sobre la prima de control en beneficio de todos los accionistas, o bien negociando mayores beneficios privados para que el adquirente se los traspase al margen de la OPA.

- b) Del tamaño del bloque de control [Burkart, Gromb y Panunzi (1998b)].

Acomodando su modelo a las condiciones españolas en las que el bloque se vende (nominalmente) en la OPA y no privadamente, la prima de control a los accionistas en la OPA será menor conforme mayor sea el tamaño del bloque que venda el accionista mayoritario.

- c) De si hay un único paquete de control o varios [Burkart, Gromb y Panunzi (1998b)]; de si los accionistas mayoritarios actúan concertadamente o no frente a una OPA.

La pugna entre los principales accionistas por el control de la sociedad provoca mejores primas para los accionistas minoritarios a la vez que disminuye el valor de los bloques de control rivales.

- d) De quién parte la iniciativa de la venta: del propietario del bloque o del adquirente [Holthausen, Leftwich y Mayers, (1987)].

Cuando la iniciativa parte del propietario, la prima será menor que cuando es el adquirente el que inicia la negociación.

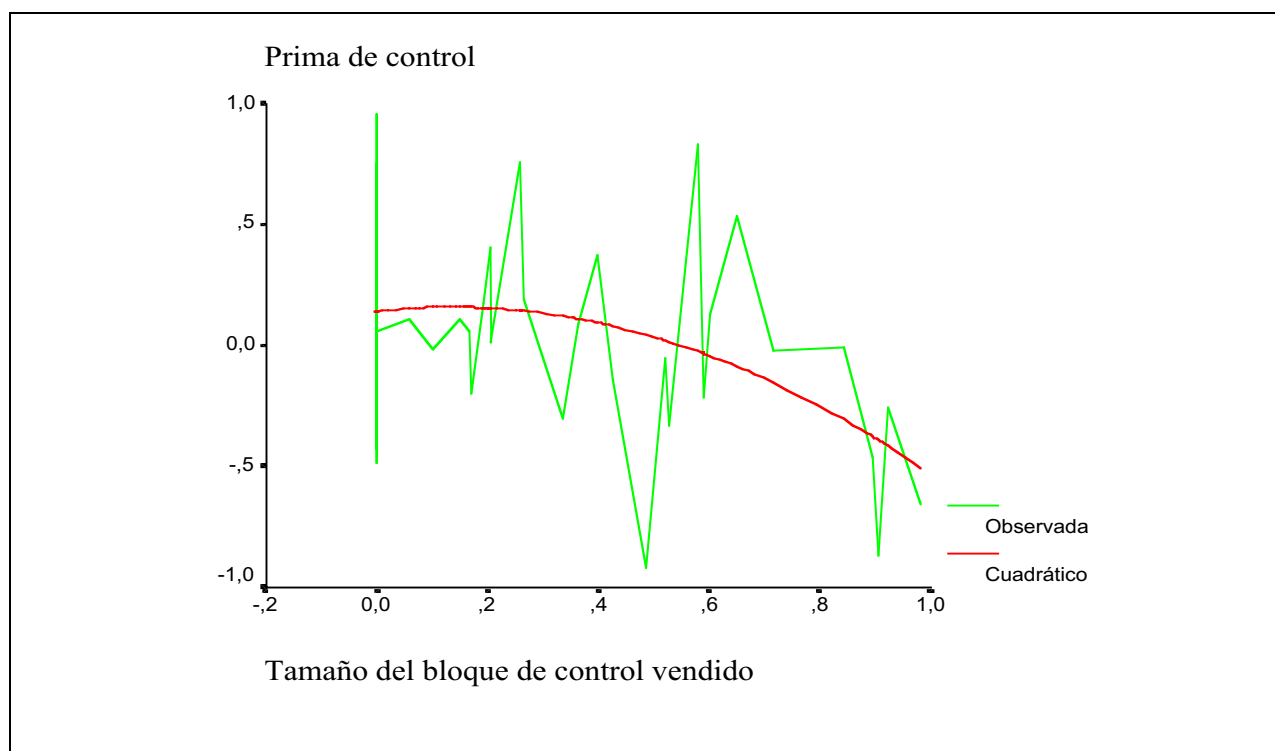
⁷ El 25% del capital social (primera participación significativa), cuando una participación previa comprendida entre el 25% y el 50% va a superarse en más del 6% en menos de un año y cuando se supera el 50% del capital social.

e) De la situación económico-financiera en la que esté la empresa [Bolton y von Thadden (1998)].

La existencia de bloques de control grandes en empresas que atraviesan una situación delicada ocasionan que el propietario no obtenga un mejor precio que el que reciben los accionistas minoritarios.

En el caso español, si analizamos gráficamente la relación que hay entre las primas de control pagadas en las OPAs para cambiar el control de la sociedad y los bloques de control vendidos en dichas OPAs, se observa cómo el tipo de relación no es lineal (gráfico II).

GRÁFICO II



Fuente: elaboración propia

La curva que mejor ajusta la relación entre las dos variables (de tipo cuadrático) muestra dos aspectos relevantes:

1. La prima de control primero es creciente y luego decreciente respecto del tamaño del bloque de control vendido en la OPA. Esta característica también parece darse cuando el bloque se vende privadamente, y no en una OPA. Según Barclay y Holderness (1989, págs. 384-85) –que estudian el caso estadounidense sobre una muestra en la que el tamaño medio del bloque es del 20,7%– cuanto mayor es la participación accionarial de control más poder y autonomía proporciona a su poseedor y, por tanto, mayor posibilidad de disfrutar de beneficios privados.

Pero a partir de un cierto punto los beneficios privados adicionales resultantes de un aumento en la propiedad accionarial son decrecientes, mientras que los costes privados de mantener ese bloque –como el aumento en el riesgo no diversificable– son crecientes. Ello les lleva a concluir que la relación entre el tamaño del bloque y los beneficios privados del control, reflejados en la prima de control, no siempre será positiva. Así, la explicación de una relación negativa entre prima de control en la oferta de adquisición y tamaño de la participación accionarial del accionista de control, en términos de beneficios privados, vendría dada en que conforme mayor es el bloque de control, menor es la posibilidad de extraer beneficios privados netos. Es decir, los beneficios privados del control no compensan los costes privados.

2. La prima de control alcanza el máximo en un tamaño de bloque del 14% del capital social. Dado que los bloques tienden a no partirse, paquetes de acciones superiores al 14% se venderán con prima o al descuento dependiendo de los factores expuestos:

- a) Cuando el estado de la naturaleza no es malo y el poder de negociación del propietario del bloque es grande, permitiéndole pactar beneficios privados por el paquete al margen de la prima de control explícita de la OPA, primas decrecientes, incluso negativas, pueden expresar que los accionistas minoritarios, al no ser casi necesarios o ser totalmente innecesarios para que el demandante se haga con el control, van quedando progresivamente discriminados a la hora de percibir la prima.
- b) Si el estado de la naturaleza es malo, el propietario del bloque de control no sabe, o no puede, hacer frente a la situación y desea vender su paquete accionarial, la prima en la OPA será menor conforme mayor sea el bloque, incluso, a partir del 75% del capital social será negativa en todos los casos.

Esta concentración de la cantidad de control en participaciones que o bien están en manos del accionista mayoritario de la sociedad objetivo o bien están en manos del propio adquirente, o ambos casos, nos lleva a suponer que este hecho, aparte de haber influido en el tipo de negociación del control llevada a cabo, puede haber influido sobre el precio que se paga a los accionistas minoritarios en las OPAs. Como hemos eliminado de la muestra aquellas sociedades que han sido excluidas, en las OPAs restantes hay, en consecuencia, una demanda de control y no una mera demanda financiera de acciones, por lo que el precio ofertado es el precio para poder obtener el activo control, y no para obtener un activo financiero cuyo valor vendría recogido en la cotización en condiciones ordinarias. Es decir, la prima pagada en estas OPAs es una prima de control.

Definimos la prima como la tasa de rentabilidad neta que se paga a los accionistas que acuden a la OPA⁸. Es decir,

$$\text{PRIMA} = \frac{P_{OPA} - P_{REFERENCIA}}{P_{REFERENCIA}}$$

Los estadísticos descriptivos de la variable dependiente son:

| Variable | Media | Estimador M | σ | Asimetría | Curtosis | Máximo | Mínimo |
|----------|-------|-------------|----------|-----------|----------|--------|--------|
| Prima | 0.09 | 0.11 | 0.33 | -0.32 | 1.58 | 0.96 | -0.92 |

Las variables independientes, posición accionarial previa del adquirente y bloque de control vendido en la OPA por el accionista mayoritario, se definen de la siguiente manera:

1. Posición accionarial previa: es la proporción de capital social que el adquirente posee en la empresa objetivo antes de lanzar la OPA (Posición previa). Es una variable de tipo cuantitativo que recoge, en tanto por uno, el capital social que posee el adquirente antes de la fecha de anuncio de OPA a la CNMV. La información sobre esta variables se ha obtenido consultando los folletos informativos sobre OPAs, el registro de participaciones significativas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el Directorio de Accionistas S.P.A. y la prensa especializada (diario Expansión).

El signo esperado dependerá de si predomina el efecto positivo de la valoración que de su propia participación transmite el propietario con la prima que ofrece, o de si predomina el efecto del tamaño de la participación, relacionado negativamente con la prima pagada.

2. Venta por parte de accionistas significativos de su paquete de control en la OPA (Bloque vendido): Variable cuantitativa que expresa el porcentaje de capital social que se vende en

⁸ Con el fin de salvar el problema de que una parte sustancial de las sociedades objeto de OPA no cotizan con mucha frecuencia y la serie de cotizaciones presenta importantes discontinuidades, proponemos una forma alternativa para calcular un precio de la empresa con respecto al que comparar el pagado en la OPA. Para ello, construimos la serie que nos sirve como base para la elección del precio de referencia localizando, en primer lugar, el período de anuncio público de la OPA en la junta general de accionistas (t_0). A continuación, elaboramos la serie de cotizaciones mensuales ponderadas desde t_{-12} hasta t_0 de la que se elimina el efecto sector sobre la cotización de la sociedad. Para ello se resta el rendimiento del índice sectorial, teniendo en cuenta la ponderación que tiene la sociedad en el índice de su sector, que se descuenta para no duplicar el sentido de la relación entre la sociedad y su

índice. Es decir, se resta $(1-\Omega_j)\dot{I}_{\text{sectorial}}$, siendo Ω_j el peso de la empresa en el índice del sector –cuyo valor se calcula por la frecuencia de cotización y la capitalización bursátil a lo largo del año, y se publica en el Informe anual de la

Bolsa de Madrid– e \dot{I} la tasa de crecimiento del índice sectorial. Una vez elaborada la serie, se procede a determinar cuál es el precio más representativo del valor de la sociedad en función de uno de estos dos criterios: la última cotización mensual o una media ponderada de las cotizaciones mensuales (estimador M o de máxima

bloque en la OPA, información obtenida por las comunicaciones de los hechos relevantes ante la CNMV, por los folletos informativos de las OPAs y por la prensa especializada (diario Expansión).

El signo esperado en esta variable dependerá del poder de negociación de los propietarios del bloque de control, del tamaño del bloque que se vende, de quién parta la iniciativa de venta y de la situación económica-financiera de la empresa.

Los estadísticos descriptivos de las variables independientes son:

| Variable | Media | Mediana | σ | Asimetría | Curtosis | Máximo | Mínimo |
|-----------------|-------|---------|----------|-----------|----------|--------|--------|
| Posición previa | 0.32 | 0.26 | 0.26 | 0.73 | -0.18 | 0.98 | 0.0 |
| Bloque vendido | 0.46 | 0.42 | 0.28 | 0.40 | -1.01 | 0.98 | 0.06 |

La relación que tengan sobre las primas así calculadas tanto la posición accionarial previa del adquirente como la venta de los bloques en control en manos de los principales accionistas de la sociedad objetivo se especifica mediante regresión univariable (pues ambas variables están correlacionadas significativamente) con datos de sección cruzada (los datos corresponden a empresas durante un período).

La influencia que las participaciones accionariales previas del adquirente tienen sobre el precio pagado por el control a los accionistas minoritarios viene recogida en el siguiente cuadro:

Cuadro I: Regresión de la posición accionarial previa del adquirente respecto de la prima de control pagada a los accionistas minoritarios en la OPA

| Variable | Coefficiente | Estadístico t | Probabilidad |
|------------------------|--------------|---------------|--------------|
| (Constante) | 0.068 | 1.143 | 0.256 |
| Posición previa | 0.069 | 0.476 | 0.636 |

Variable dependiente: Prima de control

N = 79

$R^2 = 0.003$

F = 0.226

verosimilitud).

Ninguna de las hipótesis propuestas sobre la influencia de la posición previa en la prima de control se confirma: ni la de Eckbo (1987), Stulz (1988) o Burkart (1995), para quienes hay una influencia positiva de esta variable sobre la prima de control, ni la hipótesis de Shleifer y Vishny (1986) de que conforme sea mayor la participación previa menor será la prima ofrecida por ser menor el aumento de valor esperado en la empresa.

La influencia sobre la prima de control de la venta de bloques de control de los grandes accionistas de la sociedad a los adquirentes es negativa y significativa, tal como se muestra en el cuadro II.

Cuadro II: Regresión del bloque de control que el accionista mayoritario vende en la OPA respecto de la prima de control pagada a los accionistas minoritarios.

| Variable | Coefficiente | Estadístico t | Probabilidad |
|-----------------------|--------------|---------------|--------------|
| (Constante) | 0.153 | 4.093 | 0.000 |
| Bloque vendido | -0.631 | -4.066 | 0.000 |

Variable dependiente: Prima de control

N = 79

R² = 0.18

F = 16.563

Los factores asociados al valor de los bloques de control –tamaño del bloque, poder de negociación, situación económico-financiera de la empresa, el número de accionistas de control y si actúan en coalición o no, de quién parte la iniciativa de negociar la venta del control– influyen con distinto signo en el valor de las primas. En nuestro caso, un signo negativo en el coeficiente de la variable “Bloque vendido²” expresa que los accionistas minoritarios ven menguar en mayor medida la prima de control de sus acciones conforme mayor es el porcentaje de capital social del bloque que se vende. Esto puede deberse a dos circunstancias bien distintas: una situación en la que el poder de negociación del poseedor del bloque es grande –o actúa en coalición con todos los accionistas de control–, el estado de la empresa, en términos absolutos, no es desfavorable, y la transferencia de la rentabilidad extraordinaria por el control se efectúa vía beneficios privados al margen de la OPA, y con la prima ofrecida se intenta desincentivar que acudan más acciones hacia el adquirente pues ello le resta margen para extraer beneficios privados de la sociedad objetivo en el futuro. El otro escenario posible es contrario al expuesto pero también puede tener como consecuencia un efecto negativo sobre la prima de control. Es el caso de una situación desfavorable para la empresa, que debilita el poder de negociación de los poseedores del bloque, quienes, además, buscan deshacerse de éste en mejores condiciones que

si lo venden al mercado (lo que hundiría la cotización y transmitiría una señal de alarma al mercado) o esperan la quiebra.

V. Conclusiones

La coexistencia de participaciones accionariales relevantes y una legislación que regula las ofertas de adquisición conforman el tipo de negociaciones que se realizan en España para traspasar el control de una empresa. Es tal la posición dominante que vendedores o compradores tienen en la mayor parte de las operaciones efectuadas en el mercado de control español que si no existiera una regulación que las hiciera públicas, estas transacciones se llevarían a cabo al margen de los accionistas minoritarios de las empresas implicadas.

En cuanto al efecto de estas participaciones sobre el precio pagado por el control, los resultados obtenidos nos llevan a concluir:

1. Cuando la participación accionarial expresa la posición previa que el adquirente tiene en el capital social de la empresa objetivo justo antes de promover la OPA, esta variable no es significativa a la hora de explicar la variabilidad de la prima pagada a los accionistas minoritarios. Con nuestros datos no se confirman, por el momento, ninguna de las hipótesis teóricas que relacionan el valor de esta variable con la prima de control.
2. Cuando la participación accionarial adquiere la forma de bloque de control del grupo de accionistas dominantes en la sociedad objetivo, el pacto de venta de dicho bloque en la OPA con el adquirente tiene un efecto negativo significativo sobre el precio del control que reciben los minoritarios. De este resultado parece desprenderse que cuánto más seguro tiene el adquirente el acceso al control de la sociedad, menor es la prima pagada por el resto de las acciones de la sociedad en manos de los accionistas minoritarios.

BIBLIOGRAFÍA

- BARCLAY, M.J. y HOLDERNESS C.G. (1989): "Private benefits from control of public corporation". *Journal of Financial Economics*, vol. 25, nº 2, págs.371-395.
- BARCLAY, M.J. y HOLDERNESS C.G. (1991): "Negotiated Block Trades and Corporate Control". *The Journal of Finance*, vol. 46, nº 3, págs. 861-878.
- BEBCHUK, L.A. (1994): "Efficient and inefficient sales of corporate control". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CIX, nº 439, noviembre, págs. 957-993.
- BOLSA de MADRID (de 1984 a 1997): *Informe anual*. Madrid: Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid.
- BOLTON, P. y THADDEN, L.E. von (1998): "Blocks, liquidity and corporate control". *The Journal of Finance*, vol. LIII, nº 1, febrero, págs. 1-25.
- BUESA, M. y MOLERO, J. (1998): *Economía Industrial de España: organización, tecnología e internacionalización*. 1ª edición. Madrid: Cívitas (Biblioteca Cívitas Economía y Empresa: Economía).
- BURKART, M. (1995): "Initial shareholdings and overbidding in takeover contests". *Journal of Finance*, nº 50, diciembre, págs. 1491-1515.
- BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. (1995a): *Large shareholders, Monitoring and the Value of the Firm*. Londres: London School of Economics (Financial Markets Group, Discussion paper nº 220).
- BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. (1995b): *Why higher takeover premia protect minority shareholders: tender offers when dilution is endogenous*. Londres: London School of Economics (Financial Markets Group, Discussion paper nº 221).
- BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. (1998a): "Why higher takeover premia protect minority shareholders". *Journal of Political Economy*, vol.106, nº 1, págs. 172-204.
- BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. (1998b): "Block premia in transfers of corporate control". Londres: London School of Economics (Financial Markets Group, Discussion paper nº 286).
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (de 1990 a 1996): *Informe Anual*. Madrid: CNMV.
- ECKBO, B.E. (1992): "Acquisitions", en J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman (eds.) *The New Palgrave: Finance*. Londres: The Macmillan Press, págs. 10-13.
- GALVE GÓRRIZ, C. (1992): *Estructura de propiedad, control y resultados de la empresa española*. [Tesis Doctoral]. Zaragoza: Universidad de Zaragoza.

- GROSSMAN, S.J. y HART O.D. (1980): "Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation". *The Bell Journal of Economics*, vol. II (1), primavera, págs. 42-64.
- HOLTHAUSEN, R.W.; LEFTWICH R. y MAYERS, D. (1987): "The effects of large block transactions on security prices: A cross-sectional analysis". *Journal of Financial Economics*, nº 19, págs. 237-268.
- PÉREZ-SOBA AGUILAR, I. (2000): *Las ofertas públicas de adquisición en España (1989-1996): el modelo de gobierno empresarial organizativo*. [Tesis Doctoral]. Madrid: Universidad Complutense.
- SAN SEBASTIÁN, F. (1996): *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*. Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1986): "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 3, págs. 461-488.
- STULZ, R.M. (1988): "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, nº 20 (enero-marzo), págs. 25-54.

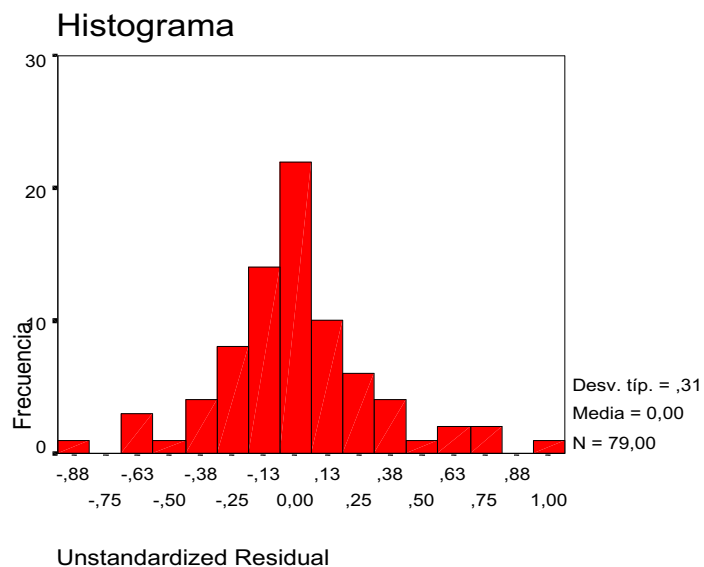
ANEXO

Análisis de los residuos

a) Estadística descriptiva

| Variable | Media | σ | Asimetría | Curtosis | Máximo | Mínimo |
|----------------|-------|----------|-----------|----------|--------|--------|
| RESIDUOS PRIMA | 0.00 | 0.30 | 0.29 | 1.74 | 0.89 | -0.92 |

El histograma correspondiente a los residuos de la regresión es el siguiente:



Según el contraste de normalidad de Kolmogorov-Smirnov, la serie de residuos es normal para el siguiente nivel de significación.

| Variable | Estadístico K-S | Nivel de significación |
|----------------|-----------------|------------------------|
| RESIDUOS PRIMA | 0.113 | 0.014 |

b) Homocedasticidad: según se desprende del test de heterocedasticidad de White no se puede rechazar la hipótesis nula de homocedasticidad.

| Variable | Estadístico F | Nivel de significación |
|-----------------------------|---------------|------------------------|
| RESIDUOS ² PRIMA | 4.77 | 0.01 |

Según todos estos resultados parece que no se puede rechazar la hipótesis de no-normalidad de los residuos, ni el comportamiento homocedástico de éstos, por lo que los test de contraste de hipótesis utilizados en la regresión se pueden utilizar de forma consistente.