



**Regulación de las OPA:
teoría económica,
regulación europea y
ofertas sobre empresas
españolas**

Carlos L. Aparicio Roqueiro

Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas

CARLOS L. APARICIO ROQUEIRO

Monografía n.º 20

Febrero 2007

Carlos L. Aparicio es técnico de la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

El autor agradece a sus compañeros de la CNMV la ayuda prestada y los comentarios recibidos en el seminario realizado en la CNMV, de manera especial a aquellos de la dirección a la que pertenece. Los errores son responsabilidad exclusiva del autor. Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión del autor y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 978-84-87870-63-7

Depósito Legal: M-13482-2007

Imprime: Cromotex

Resumen

En esta monografía se analizan las operaciones de control corporativo realizadas a través de ofertas públicas de adquisición de acciones. Para ello, se estudia el comportamiento de las partes involucradas y las consecuencias sobre su bienestar en dos situaciones: cuando la OPA se dirige a accionistas minoritarios y cuando se dirige a accionistas de control. A partir de las conclusiones obtenidas, se analiza la Directiva de OPA, su transposición a los Estados miembros y sus posibles consecuencias. Por último, utilizando una muestra de OPA españolas, se comprueba que estas operaciones han tenido un efecto positivo sobre la riqueza de los accionistas. De ellas, las operaciones en que ha habido competencia entre oferentes, ofrecen el mejor resultado para los minoritarios. También se ha comprobado que no existen diferencias significativas entre la rentabilidad en las OPA parciales respecto a las totales.

Índice

1. Introducción	11
2. La teoría económica de la regulación de OPA	13
2.1. El cambio de los gestores de una empresa	13
2.2. Las OPA dirigidas a accionistas minoritarios	16
2.3. Las OPA dirigidas a accionistas de control	23
2.4. Las OPA competidoras	26
3. La regulación europea de OPA	31
3.1. La Directiva europea de OPA: descripción	31
3.2. La transposición de la Directiva	38
4. La medición del efecto de las OPA en el precio de la acción	47
4.1. Muestra de datos	47
4.2. Rentabilidad para el accionista minoritario de la empresa objetivo	49
4.3. Evolución de los precios de las empresas objetivo de una OPA	51
4.4. La rentabilidad de las OPA en Europa	53
5. Resultados	55
5.1. La rentabilidad para el accionista en las OPA	55
5.2. Procesos competitivos y no competitivos	58
5.3. OPA totales y parciales	59
5.4. Influencia de la participación accionarial y los acuerdos previos en la rentabilidad	60
6. Conclusiones	65
Bibliografía	67
Anexo	69

Índice de cuadros y gráficos

Cuadro 1.	Previsiones normativas nacionales de varios Estados miembros	40
Cuadro 2.	Rentabilidad para el accionista según distintas estrategias	56
Cuadro 3.	Evolución del precio antes y después de la OPA. Rendimientos anormales acumulados	57
Gráfico 1.	Efectos de la participación previa en el precio de mercado	22
Gráfico 2.	Ajuste de los precios en el periodo de OPA	56
Gráfico 3.	Evolución media de los precios de las acciones	58
Gráfico 4.	Rentabilidad de la estrategia 1ª según participación previa del oferente	62
Gráfico 5.	Rentabilidad de la estrategia 1ª en relación a las participaciones significativas de la empresa objetivo	63

1. Introducción

Las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA) son uno de los mecanismos normativos particulares de los mercados de renta variable que más atención atraen de los inversores, los analistas y la prensa especializada. Este interés está justificado, ya que en estas operaciones se determina quien controla la gestión de grandes sociedades, lo que afecta al bienestar de un gran número de personas, como son los accionistas de las empresas involucradas, sus acreedores, sus gestores, sus trabajadores, los consumidores y las administraciones públicas.

La regulación de estas operaciones tiene objetivos que, en algún caso, son contradictorios. Por un lado se debe favorecer las operaciones que aumenten la riqueza general de una economía. A la vez, se deben establecer métodos que aseguren el reparto de las rentas generadas por la operación según el ideal de equidad de la sociedad. La búsqueda de ambos objetivos afectará a la capacidad de financiación de las empresas en los mercados primarios de valores.

La complejidad de estos objetivos lleva incluso a cuestionarse si la regulación de estas operaciones debe ser pública y obligatoria o debe realizarse individualmente por cada empresa, para que así sea más flexible. La Unión Europea ha favorecido el régimen público para la regulación de estas operaciones, a través de la Directiva 2004/25/CE.

Para analizar como afecta la regulación a estas operaciones, en el segundo epígrafe, se estudian los incentivos de los agentes involucrados y los efectos sobre su bienestar. Dado que el comportamiento de los accionistas de la empresa objetivo puede ser muy distinto si son minoritarios o controlan la empresa, se utiliza un modelo de comportamiento para cada uno de estos dos casos polares: (i) todos los accionistas a los que se dirige la oferta son minoritarios y descoordinados, por lo que surge un problema de *free rider* a la hora de aceptar la oferta y (ii) existe un accionista con una participación suficiente y necesaria para el control de la compañía, con lo que se resuelve el problema anterior, pero surge una externalidad, ya que los accionistas minoritarios se ven afectados por una decisión en la que no intervienen. En el último apartado se estudiarán los procesos competitivos para la toma de control desde el punto de vista de la teoría de las subastas.

Utilizando la teoría económica se analizará la Directiva de OPA del Parlamento Europeo y del Consejo en el tercer epígrafe. Se estudiarán sus artículos y los efectos que tendrán sobre la equidad tras una OPA y sobre la probabilidad de que ésta se lance. También se estudiará la transposición realizada de la misma en una serie de

Estados miembros y el proyecto de ley que el Consejo de Ministros español ha remitido a las Cortes Generales.

En el cuarto y el quinto epígrafe se analizan las OPA realizadas sobre empresas cotizadas españolas. Con ello se quieren conocer los efectos de estas operaciones sobre los inversores y comprobar que lo observado en la realidad no contradice lo predicho por la teoría económica, en la que se han basado los juicios anteriores sobre la regulación.

2. La teoría económica de la regulación de OPA

2.1. El cambio de los gestores de una empresa

La finalidad de la normativa de OPA es controlar como se producen los cambios en la dirección de una empresa, la objetivo, a través de la adquisición por el oferente de valores que otorguen derechos políticos. Por ello, el primer punto de análisis debe ser las razones de dichos cambios y sus efectos sobre el bienestar de los agentes implicados.

Un modo de clasificar las razones para un cambio de control es si estas son comunes a muchos posibles oferentes o son específicas a uno en particular. Esta clasificación, es importante a la hora de determinar la actividad de tomas de control y la posible existencia de procesos competitivos para el mismo.

- (i) Motivos específicos al oferente. Están limitados a un número reducido de posibles oferentes. Las razones para el cambio de control pueden ser la reducción de los costes de transacción (integración vertical), las economías de escala o la reducción de la competencia (integración horizontal) o la compra de empresas con flujos financieros correlacionados negativamente con la oferente, para reducir los costes de financiación o el riesgo de los gestores.
- (ii) Motivos generales. Todos los posibles oferentes pueden beneficiarse de estos motivos. Entre ellos pueden destacarse razones como la ineficiencia de los gestores de la empresa, la alteración de la estructura financiera para maximizar el valor de las acciones y/o expropiar a los acreedores o la construcción de imperios empresariales por parte de gestores de otras sociedades.

Estos procesos de toma de control afectan a un gran número de agentes en la economía: los gestores actuales de la empresa y los posibles gestores futuros, los accionistas y acreedores de las empresas involucradas, los trabajadores de las mismas, los consumidores y las administraciones públicas. Dado que a la regulación del mercado de valores no le incumbe la protección de estos tres últimos, el efecto sobre ellos no se tratará en este estudio.

Se debe tener en cuenta que el lanzamiento de una OPA no es gratuito para el oferente, y conlleva una serie de costes fijos y hundidos, que se calificarán como costes de transacción. Ejemplos de estos gastos irrecuperables son los estudios previos realizados sobre la empresa objetivo, los gastos necesarios para obtener las garantías

financieras, el coste de cumplimiento de las normas o la desviación de recursos dentro de la empresa para llevar a cabo la operación.

Para analizar los efectos de estas operaciones se definen una serie de variables que recogen la información sobre la evolución de la riqueza de los agentes involucrados. Así, el valor de las acciones de la empresa objetivo es de A_{0T} antes del cambio de control y será de A_{IT} si éste se produce. Los de la empresa oferente serán de A_{0B} y A_{IB} , respectivamente. El valor de la deuda de ambas empresas será de D_{0T} , D_{IT} , D_{0B} y D_{IB} para cada situación y en cada empresa. Las rentas de control del gestor actual de la empresa son Z_0 y si el oferente adquiere la empresa, sus rentas por dirigirla serán de Z_I . Los costes de transacción serán C .

Una vez determinados los beneficios y costes de los cambios de control, se pueden definir tres tipos de resultados, según como afecten a los gestores, los accionistas y los acreedores:

- Eficiencia económica: Se producirá cuando la suma del valor de las rentas de los tres tipos de agentes tras la toma de control sea superior a su valor inicial más los costes de transacción. Esto se producirá si se cumple que $A_{IT} + A_{IB} + D_{IT} + D_{IB} + Z_I \geq A_{0T} + A_{0B} + D_{0T} + D_{0B} + Z_0 + C$.
- Revalorización de los pasivos financieros: Cuando la suma del valor de los pasivos financieros, acciones y deuda, de la empresa o grupo resultante supere a la suma del valor inicial en ambas empresas más los costes de transacción. En esta situación se cumple que $A_{IT} + A_{IB} + D_{IT} + D_{IB} \geq A_{0T} + A_{0B} + D_{0T} + D_{0B} + C$.
- Revalorización de las acciones: Cuando el valor de las acciones de la empresa o grupo resultante tras la toma de control es superior al valor de las acciones de las dos empresas por separado, si no se produjera la operación, más los costes de transacción. Esto es, $A_{IT} + A_{IB} \geq A_{0T} + A_{0B} + C$.

En principio un cambio de control eficiente podría producir una reducción del valor en la riqueza de algunos de los agentes. Esta disminución no implica necesariamente un perjuicio, ya que los beneficiados podrían compensarles con un pago a cambio de poder realizar la misma. Sin embargo, establecer una fórmula de compensación perfecta es imposible, ya que, en la realidad, no hay certidumbre sobre las anteriores variables, y errores en la misma podrían facilitar la expropiación de los minoritarios o imposibilitar cambios en la gestión que les favorecerían.

Puede resultar sorprendente que se consideren las rentas de control de los gestores a la hora de determinar la eficiencia de la operación. Sin embargo, si no se hiciera la regulación sería más limitada y desperdiciaría oportunidades de mejora del bienestar social, mientras que facilitaría otras que supondrían una pérdida. Así, por ejemplo, podrían ocurrir mejoras eficientes económicamente, aunque redujeran el valor de las acciones, si la mejora de las rentas privadas de control fuera superior a la pérdida de valor de los títulos financieros. Con dicho exceso se podría compensar a las partes perjudicadas.

Así, un primer objetivo de la regulación es facilitar los cambios de control que aumenten la eficiencia económica y desincentivar aquellos que no lo hagan. Además, el regulador también debe considerar los efectos del cambio de control sobre la protección al inversor minoritario¹. En algunos casos, estos dos objetivos serán contradictorios.

Los efectos de la regulación en la eficiencia y la equidad en estas operaciones afectan al comportamiento de los agentes antes de que se produzca una OPA. Así, se puede destacar que:

- La incapacidad de los accionistas de la empresa objetivo para evitar un cambio de control negativo para sus intereses o participar en las eventuales rentas extras generadas, provocará una reducción y/o encarecimiento de la financiación que obtengan las empresas en los mercados primarios.
- La posibilidad de un cambio de control que provoque una transferencia de riqueza desde los acreedores a los accionistas provocará el mismo efecto en este tipo de financiación.
- Si los gestores de una empresa objetivo no tienen una seguridad de permanencia en la misma, reducirán sus inversiones de capital humano específicas a dicha sociedad.
- Si el fundador de una empresa teme perder sus rentas de control si se financia en los mercados de valores, puede no acudir a los mismos. Por ello, se producirá una reducción de las empresas negociadas públicamente, su capacidad de crecimiento y los fundadores de las mismas no podrán diversificar su riesgo de cartera.

Debido a la complejidad del problema descrito, la primera decisión de los poderes públicos es decidir quien es el creador de las normas que rigen estos procesos:

- Autorregulación individual²: Este tipo de norma se plasmaría en los estatutos sociales de la empresa objetivo cuando el fundador de la empresa poseyera todos los pasivos financieros de la misma. La razón es que éste establecerá la mejor regulación para su caso particular porque:
 - Tiene todos los incentivos para lograr la eficiencia ya que percibe todas las rentas de control y financieras. Así, por ejemplo, si establece blindajes para asegurarse las primeras obtendrá un menor precio en la venta de una parte de la empresa.

¹ En todo caso, si los inversores son racionales y cuentan con información suficiente, cuando acudan a los mercados primarios a financiar a la empresa, descontarán estos problemas en el precio que estén dispuestos a pagar. Por ello, a largo plazo el problema de desprotección del accionista minoritario se reduce.

² La autorregulación de las tomas de control no implica la ausencia de normas públicas y agentes del Estado que las apliquen. Así, estas normas contractuales que aparecen en los estatutos sociales no tendrían ningún valor sin otras normas públicas como las que regulan el derecho y la protección de la propiedad, las leyes sobre quiebras y los órganos públicos encargados de aplicarlas.

- Tiene la mejor información sobre las características individuales de la empresa. Una regulación pública siempre está estandarizada y no puede adaptarse a las peculiaridades de la empresa, por lo que nunca sería la más eficiente individualmente.
- Regulación pública obligatoria: La autorregulación presenta una serie de problemas que hacen que una norma general de obligado cumplimiento sea más adecuada:
- El fundador no considera todos los intereses en juego. Al desarrollar la norma interna va a considerar sus propias rentas de control y el valor de los pasivos financieros de su empresa. Sin embargo no se considerarán los intereses de los posibles oferentes, de los trabajadores o de las administraciones públicas.
 - La eficiencia de la autorregulación individual precisa que las normas se determinen antes de la captación de financiación, por lo que no sería adecuada para las empresas que ya se negocian en los mercados de valores. El regulador de las OPA no puede obviar a estas últimas, que son las que a medio plazo tienen un mayor peso económico.
 - Es imposible realizar una norma, privada o pública, que contemple todas las posibles situaciones futuras de la empresa. Así, de mantenerse indefinidamente las normas creadas por el fundador, o exigirse unanimidad entre todas las partes implicadas para cambiarlas, la empresa se podría estancar en una situación ineficiente.
 - Si se facilita la modificación de los estatutos sociales de la empresa, para solucionar el anterior problema, el fundador no puede comprometerse a que se mantendrán las normas iniciales. Por ello, la autorregulación individual perderá credibilidad y eficacia.

Debido a los problemas anteriores, la mayor parte de los países europeos regulan las OPA de manera pública y obligatoria para las partes. Este trabajo se centrará en este tipo de norma, aunque una gran parte del análisis sería aplicable a normas privadas.

Dado que las normas sobre OPA no aseguran a los acreedores derechos adicionales a las que ya tienen por la regulación de las sociedades anónimas y los procesos de quiebra, no se tendrán en cuenta en las siguientes explicaciones sobre la regulación de las OPA.

Para estudiar la bondad de las normas sobre OPA es en primer lugar necesario estudiar el comportamiento de los agentes implicados en las mismas. En los dos siguientes apartados se describirá el mismo para dos casos extremos: cuando la oferta se dirija únicamente a accionistas minoritarios sin capacidad de coordinación y cuando se dirija a la compra de la participación de un accionista de control, que es condición necesaria y suficiente para la toma de control. En el último apartado se describirán los posibles procedimientos a utilizar cuando existe más de un oferente.

2.2. Las OPA dirigidas a accionistas minoritarios

El oferente debe adquirir acciones poseídas por accionistas minoritarios descoordinados que consideran que su decisión individual no afecta al resultado final de la operación. Se supone que la empresa objetivo tiene un gestor que es el propio oferente o un tercero que no dispone de participación accionarial. En este segundo caso,

el gestor tiene el incentivo claro de dificultar la operación, porque perderá las rentas de control y no percibirá una compensación a cambio. En los modelos descritos a continuación, se supondrá que el gestor no tiene capacidad de resistencia a la OPA.

2.2.a. Los accionistas minoritarios como *free riders*

El principal problema en este tipo de OPA es la descoordinación de los accionistas minoritarios. Ésta provoca que acciones que son beneficiosas (perjudiciales) para el conjunto de ellos, no se lleven (sí se lleven) a cabo por el problema de *free rider*. Este caso fue el descrito por Grossman y Hart (1980), en el que un posible adquirente decide acerca del lanzamiento de una OPA sobre una empresa en la que no tiene participación. Se supondrá que este cambio sólo altera el valor de las acciones de la empresa objetivo.

Cambio de control que aumenta el valor de las acciones

Cuando el cambio de control produce un aumento en el precio de la acción, ningún minoritario vende sus títulos a un precio inferior al que tendrá la empresa en el futuro. Por ello, el oferente prevé que no se beneficiará de la compra de acciones y aún así tendrá que soportar los costes de transacción, por lo que tendrá pérdidas. Este resultado se mantiene cuando la información es simétrica, todos los agentes conocen el valor del cambio de gestión, como cuando es asimétrica y sólo lo conoce el oferente.

El resultado es que ninguna operación eficiente se realizará. Por ello habrá una pérdida de eficiencia económica y los accionistas y el oferente habrán perdido una oportunidad de obtener una rentabilidad extraordinaria.

Para analizar esta situación se supone que el cambio de control no afecta al valor de la deuda de ambas empresas, ni al de las acciones de la empresa oferente y que las rentas de control son iguales a cero. Además, por comodidad, se normaliza el valor de las acciones de la empresa, antes del cambio de gestión, a cero. Se define la variable $\theta = A_{1T} - A_{0T} = A_{1T} \geq 0$ como la revalorización de las acciones de la empresa objetivo debido al cambio de control. El valor de la mejora es una variable aleatoria con función de densidad $f(\theta)$. El cambio de control será eficiente siempre que se cumpla que $\theta \geq C$.

El accionista minoritario considera que el éxito de la operación es independiente de su decisión individual de vender. Por ello, sólo venderá cuando el precio ofrecido por el oferente (b) supere el valor que espera tenga en el futuro la empresa si se cambia el control de la empresa. En el caso de que el minoritario conozca el valor que produce esa mejora, el precio deberá cumplir que $b \geq \theta$, esto es, el valor esperado que tendrá en el futuro las acciones de la empresa si cambia el control de la misma.

Los beneficios del oferente (Π) dependerán de los costes en que debe incurrir para realizar la oferta (C), el porcentaje de acciones que debe poseer para tomar el control de la compañía (η) y el porcentaje de acciones poseídas previamente (α). Los beneficios serán $\Pi = \alpha \cdot \theta + (\eta - \alpha) \cdot (\theta - b) - C$.

En este caso se supone que el oferente no tiene participación previa en la empresa. Por ello no se podrá realizar una OPA con beneficios positivos, ya que sus resultados serán $\Pi = \eta \cdot (\theta - b) - C = \eta \cdot 0 - C < 0$. Por ello no se presentará la OPA a pesar de que la toma de control sea eficiente.

Aún cuando la información sea asimétrica, por lo que los accionistas no conocen exactamente θ , saben que dada la situación descrita, nadie realizará una oferta a menos que el precio pagado sea inferior al precio que tendrá en el futuro la empresa, por lo que no acudirán a la misma. Previendo ese problema, no se lanzará ninguna oferta.

Cambio de control que reduzca el valor de las acciones

Si el cambio de control supusiera una reducción en el valor de las acciones de la empresa objetivo, ningún accionista minoritario racional tendría el incentivo individual de retener las acciones para dificultar el cambio de control si se le pagara un precio ligeramente superior al valor disminuido que tendrá la empresa en el futuro³.

Para que ese caso no se produzca se pueden establecer dos tipos de previsiones en la regulación:

- Promover la coordinación de los accionistas. Para evitar el problema de *free rider* se puede tratar de coordinar a los minoritarios a través de una votación sobre la aceptación de la OPA. Si existe un mecanismo que permita imponer la decisión conjunta se podrán evitar las OPA que reduzcan el valor⁴. Aunque estas votaciones sobre el permiso de venta de acciones no se observen, existen otro tipo de decisiones colectivas que pueden tener un efecto equivalente, como aquellas destinadas a eliminar restricciones estatutarias que bloquean la toma de control por el oferente.
- Facilitar las OPA competidoras: En general la presentación de OPA competidoras mejora de forma significativa los pagos a los accionistas. En este caso, dado que existe una clara oportunidad de arbitraje, ya que para mejorar el valor sólo hace falta mantener la gestión actual, una OPA que redujera el valor de la empresa sería fácilmente anulable por otra competidora que simplemente lo mantuviera.

Se debe recordar que una OPA que reduzca el valor de las acciones no es necesariamente ineficiente, desde el punto de vista económico, si el aumento de las rentas de control del gestor que las compra es superior a la minusvalía. Sin embargo esta situación podría perjudicar a los accionistas, si a cambio de esa reducción, el oferente no les compensara en, al menos, el descenso del precio de las acciones.

³ Se está asumiendo que los accionistas son perfectamente racionales. Sin embargo, suponer esto puede no reflejar bien el comportamiento de los mismos en la realidad, ya que en algunos casos su decisión final podría depender de motivos no puramente económicos como el orgullo.

⁴ Este procedimiento tampoco estaría a salvo de otros problemas, especialmente los relacionados con el gobierno corporativo de las empresas y la ausencia de incentivos de los minoritarios para supervisar todas las decisiones o las recomendaciones realizadas por los gestores.

2.2.b. La dilución de los accionistas minoritarios

Ante la situación anterior, en que no se puede producir cambios de control eficientes que benefician al minoritario y al oferente, Grossman y Hart (1980) indican que es beneficioso para los minoritarios permitir la dilución parcial del valor de sus acciones. Así, el oferente puede gravar una parte $\delta \in [0,1]$ del valor de la mejora, en caso de adquirir el control de la empresa⁵. Gracias a ello, se reduce el precio mínimo de venta de los minoritarios y estos comparten los costes de transacción.

Así, los minoritarios están dispuestos a aceptar un precio inferior al valor de la mejora $\theta \geq b \geq (1-\delta) \cdot \theta$. En el caso de que se adquieran todas las acciones ($\eta=1$), los beneficios del oferente son $\Pi = 1 \cdot (\theta - b) - C = (\theta - (1-\delta) \cdot \theta) - C = \delta \cdot \theta - C$. Por ello, son posibles OPA si se cumple que $\Pi \geq 0 \Leftrightarrow \theta \geq \theta^* = \frac{C}{\delta}$, lo que ocurrirá con una probabilidad $1 - F(\theta^*)$. No todos los cambios de control eficientes se producirán, ya que $\frac{C}{\delta} > C$.

El resultado final depende del grado de dilución permitido, que aumenta la probabilidad de OPA, pero reduce los pagos a los minoritarios una vez que se ha producido. Si se conociera la función de distribución estadística del valor de la mejora por el cambio de control, se podría calcular el nivel óptimo de dilución, que maximice la esperanza de pagos para los minoritarios $\delta^* = \operatorname{argmax}_{\delta} E(\text{Pagos}) = \operatorname{argmax}_{\delta} \int_{\theta^*}^{\infty} (1-\delta) \cdot \theta \cdot f(\theta) \cdot d\theta$. Las situaciones en que no se permita ninguna dilución ($\delta=0$) o se permita que sea total ($\delta=1$) harán que la rentabilidad esperada para el minoritario sea de cero, esto es, la mínima posible.

El problema de la sugerencia de estos autores, es que es difícil establecer un sistema de dilución por dos motivos: (i) es difícil supervisar un sistema que evite el abuso por parte de los gestores y que se limite a la situación supuesta por los autores y (ii) es políticamente inconveniente establecer que el oferente puede diluir los bienes de los accionistas minoritarios.

Una situación asimilable a la dilución, y que se observa en la realidad, es el caso de que los beneficios del cambio de control no aparecen únicamente en la sociedad adquirida. Por ejemplo, una adquisición horizontal permite aprovechar mejor las economías de escala o reducir la competencia en un mercado. Una parte de la mejora que produce esta operación se reflejará en la empresa del oferente y no en el valor futuro de las acciones de la empresa objetivo, por lo que serán posibles OPA rentables.

Así, en el modelo descrito el valor de la mejora sería $\theta = A_{1T} - A_{0T} + A_{1B} - A_{0B}$ y reflejaría el aumento del valor de ambas empresas. Modificando la definición de las variables anteriores y definiendo $A_{1T} - A_{0T} = (1-\delta) \cdot \theta$ y $A_{1B} - A_{0B} = \delta \cdot \theta$ se podría analizar esta situación con el modelo anterior.

⁵ La dilución se podría hacer a través de sistema como la venta de activos por debajo del precio del mercado a empresas del oferente o una remuneración muy elevada para los nuevos gestores.

2.2.c. El papel de las participaciones del oferentes previas a la OPA

Shleifer y Vishny (1986) describen otra situación que permite OPA eficientes sin necesidad de usar la dilución. El mecanismo es una participación del oferente en el accionariado de la empresa previa al lanzamiento de la OPA (α), por la que obtendrá unos beneficios $\alpha \cdot \theta$ que permitirán que la oferta sea rentable.

Si la información es simétrica, los minoritarios sólo venden si el precio ofrecido es igual o superior al precio de la mejora ($b \geq \theta$). Aún así, el oferente puede obtener beneficios si se cumple que:

$$\Pi = \alpha \cdot \theta + (\eta - \alpha) \cdot (\theta - b) - C = \alpha \cdot \theta + (\eta - \alpha) \cdot (\theta - \theta) - C = \alpha \cdot \theta - C \geq 0 \Leftrightarrow \theta \geq \theta^* = \frac{C}{\alpha}.$$

O lo que es lo mismo, cuando la revalorización de las acciones poseídas previamente por el oferente, supera los costes de transacción para llevar a cabo la operación. Aún así, no todas las posibles OPA eficientes se podrán llevar a cabo, ya que $\theta^* = \frac{C}{\alpha} > C$.

También en el caso de que la información sobre la mejora en el valor sea asimétrica son posibles los cambios de control. Los accionistas minoritarios determinarán su precio de reserva, el precio esperado de la acción, en función de la información disponible: la participación previa del oferente (α), el alcance de la oferta (η), el exceso de este alcance sobre el porcentaje necesario para tomar el control o cumplir con la norma, los costes de transacción de la operación y especialmente de la voluntad de lanzar la OPA.

El equilibrio vendrá definido por dos ecuaciones, la primera reflejará que el oferente obtiene beneficios por la OPA para un determinado precio y la segunda que los minoritarios sólo aceptarán un precio que sea al menos igual al valor esperado de la mejora, dados los datos que conoce:

$$-\Pi = \alpha \cdot \theta + (\eta - \alpha) \cdot (\theta - \hat{b}) - C > 0 \Leftrightarrow \theta \geq \hat{\theta} = \frac{C}{\eta} + \hat{b} \cdot \left(1 - \frac{\alpha}{\eta}\right).$$

$$-b \geq \hat{b} = E(\theta / OPA, \alpha, \eta, C) = \int_{\hat{\theta}}^{\infty} \frac{f(\theta)}{1 - F(\hat{\theta})} \cdot d\theta.$$

El precio pagado podrá ser inferior o superior al valor de la mejora θ . En los últimos casos, la OPA se realizará porque el oferente se beneficiará de la revalorización de las acciones que ya posee.

El precio mínimo exigido por los minoritarios (\hat{b}) dependerá de las variables conocidas:

- (-) Participación del oferente. Dado que dicha participación facilita que se realicen las OPA para aumentos de valor más bajos, el precio de reserva del minoritario disminuirá según aumente la misma.
- (+) Porcentaje de acciones sobre el que se realice la OPA: Si la operación es rentable aún en el caso de que se extienda a un mayor porcentaje, es que en media la mejora tendrá un mayor valor.

- (+) Exceso de porcentaje comprado sobre lo necesario para tomar el control o sobre lo exigido por la legislación. En el caso de que se produjera un exceso voluntario, ningún minoritario acudiría a la OPA a ese precio, porque se estaría señalando que el precio pagado en la misma es inferior al que tendrá la empresa.
- (+) Costes de transacción: Al aumentar los costes de transacción de la operación también aumenta la necesidad de que la mejora en el precio de las acciones sea más importante. Esto señalará a los minoritarios que deben exigir un precio de mayor para aceptar la OPA.

Las anteriores variables también afectarán a la probabilidad de que una OPA sea lanzada sobre una compañía $[1 - F(\hat{\theta})]$. Así, los signos serán los contrarios:

- (+) Participación previa del oferente: Cuanto mayor sea ésta, más probabilidad existirá de que una mejora permita lanzar una OPA.
- (-) El porcentaje de capital sobre el que se realice la OPA: Como su aumento produce un encarecimiento del precio a pagar, se reducirá el número de OPA.
- (-) Costes de transacción: Tanto directamente, al aumentar el coste inicial de la operación, como indirectamente, al aumentar el precio de reserva de los minoritarios, reducirá la probabilidad de la OPA.

La razón por la que las participaciones previas permitan el lanzamiento de OPA rentables es parecida a la dilución. En el modelo expuesto, si el oferente ha adquirido sus acciones antes de lanzar la OPA al precio anterior, los accionistas minoritarios que vendieron serán los que faciliten este cambio al asumir una parte de los costes.

La participación previa del oferente tiene otras repercusiones positivas en términos de eficiencia. Al depender su riqueza del valor de la acción, y éste de la gestión de la empresa, se desincentivan los cambios de control que reduzcan el valor de las acciones.

Aún cuando no se haya lanzado una OPA, si se conocen las variables anteriores, el precio de mercado incorporará una prima que recoja tanto la probabilidad de que se lance una OPA, como el pago esperado en la misma. Esa prima tendrá el valor $E(\text{Pagos}) = \int_{\hat{\theta}}^{\infty} \theta \cdot f(\theta) \cdot d\theta$.

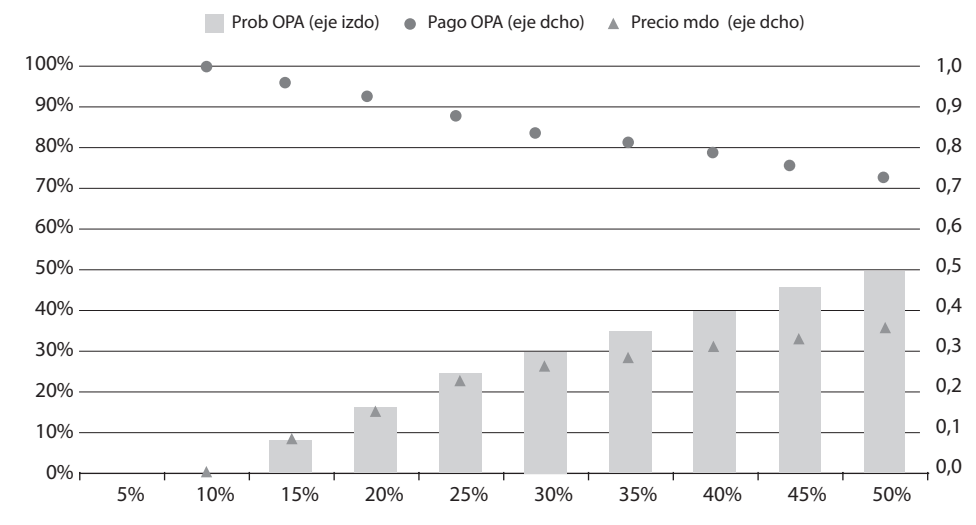
Si el mercado conoce la compra de participaciones sucesivas de un posible oferente, el precio de la acción irá subiendo por el efecto anterior. Por ello, la transparencia encarecerá estas compras y reducirá la probabilidad de este proceso. Sin embargo de no conocerse la participación significativa se desprotegería a los minoritarios, aumentaría la discriminación entre los que vendieron y no vendieron antes de la OPA y se facilitarían los abusos de mercado.

A modo de ejemplo, en el siguiente gráfico se muestra este efecto sobre el precio de mercado para una situación simplificada. Se supone que el valor de la mejora sigue una distribución uniforme de 0 a 1, que los costes de transacción son iguales a 0,1 y que la OPA debe ser total según la regulación. En el gráfico 1 se muestra, para cada participación previa del oferente, la probabilidad de que se lance una OPA, el precio

que exigirían los minoritarios ante la misma y el precio que tendrá la acción antes de lanzarse, que incorpora una prima por ambos factores.

Efectos de la participación previa en el precio de mercado

GRÁFICO 1



Si se realiza un análisis dinámico, se observa que cada adquisición sucesiva que realice el oferente la hará a un precio mayor que el anterior. Por ello, la transparencia en el mercado puede encarecer estas operaciones y reducir la probabilidad de las mismas. Sin embargo, aquellos minoritarios que hubieran vendido los títulos sin conocer esta información estarían siendo discriminados.

En los modelos expuestos se ha buscado la simplicidad para llegar a unas conclusiones generales. Estos modelos se pueden refinar para tomar en consideración estrategias más complejas, la presencia de aversión al riesgo por parte de los inversores, la existencia de sinergias favorables a la empresa del oferente, la decisión del oferente de investigar empresas para descubrir posibles mejoras del valor y otros factores.

Aún con sus limitaciones, este modelo sencillo permite captar los efectos de tres mecanismos de la regulación de OPA:

- Porcentaje que un accionista puede poseer antes de lanzar una OPA: Un aumento del mismo implica una reducción de la rentabilidad para el accionista y de su protección, pero facilita el que se produzcan operaciones de cambio de control.
- Transparencia sobre participaciones significativas: Si se permita al posible oferente adquirir acciones sin exigir la difusión de esta información, se abaratarán las OPA por lo que se producirán con más frecuencia. Sin embargo, se estaría desprotegiendo a los minoritarios al permitir que estos vendan sus acciones sin toda la información y perjudicando el funcionamiento general del mercado.
- Porcentaje sobre el que se debe lanzar la OPA: La regulación puede exigir el lanzamiento de OPA sobre la totalidad del capital no controlado por el oferente o sobre un porcentaje parcial del mismo. Exigir la extensión de la OPA a la totalidad de las acciones aumentará los precios pagados en las mismas, pero algunas

de las operaciones que serían rentables con una OPA parcial dejarán de serlo y no producirán rentabilidades extraordinarias al accionista minoritario.

2.3. Las OPA dirigidas a accionistas de control

Un marco distinto de análisis se establece cuando una importante parte del capital de una empresa está en manos de un accionista de control distinto al oferente. Éste es consciente de que su venta es necesaria para que aumente el valor de la empresa, por lo que desaparece el problema de *free rider* estudiado anteriormente y se facilita la realización de las tomas de control. Sin embargo, si el antiguo accionista era el gestor de la empresa y con ello obtenía rentas de control, también será necesario compensarle por sus pérdidas al perder la gestión de la empresa, lo que encarecerá la operación.

En el siguiente análisis se tiene en cuenta el bienestar de tres tipos de agentes: el accionista significativo inicial, el oferente y los accionistas minoritarios de la empresa objetivo. Pero dado que la transmisión del bloque de control es una decisión de los dos primeros, serán estos quiénes determinen si es posible o no realizar la OPA, por lo que se producirá una externalidad, al no considerar estos agentes el interés de los minoritarios.

El accionista significativo inicial es propietario de un porcentaje α de las acciones cuyo valor, por comodidad, se normalizará a cero ($A_{0T}=0$) y percibe unas rentas de gestión Z_0 . Si el oferente desea adquirir el control deberá comprar dichas acciones y extender la oferta al mismo precio a un porcentaje $\eta-\alpha$ exigido por la regulación. En caso de adquirir el control de la empresa, sus rentas de gestión serán Z_1 . El cambio de gestión implicará que el valor de las acciones de la empresa objetivo varíe en θ , que podrá ser positivo o negativo.

Suponiendo que los costes de lanzar la OPA (C) están sustraídos de las rentas de control del oferente, la operación será eficiente económicamente si se cumple que $A_{1T} - A_{0T} - Z_1 - Z_0 = \theta + Z_1 - Z_0 \geq 0$.

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 sin incurrir en pérdidas:

- Precio de reserva: El precio a pagar (b) por el porcentaje de acciones debe compensar al menos el valor de las mismas, que por comodidad se normalizan a cero, más una prima por las rentas de control. Así, debe cumplirse que $\alpha b - Z_0 \geq 0 \Leftrightarrow b^{min} = \frac{Z_0}{\alpha}$. Por tanto, esta prima será creciente cuanto menor sea el porcentaje de participación del accionista de control y mayores sean sus rentas de control.
- Precio máximo: El precio máximo que está dispuesto a pagar el oferente será el que le permita obtener beneficios positivos de la operación⁶. Dependerá positiva-

⁶ En la siguiente exposición se va a considerar que el oferente no va a adquirir de manera voluntaria acciones de los minoritarios.

mente de las rentas de control que espera obtener y de la mejora del valor en las acciones, pero negativamente de la participación final que deba adquirir al precio pagado al actual accionista de control. Así, el precio deberá cumplir que

$$\Pi = \alpha \cdot (\theta - b) + (\eta - \alpha) \cdot (\theta - b) + Z_1 \geq 0 \Leftrightarrow b \leq b^{\max} = \theta + \frac{Z_1}{\eta}.$$

Por ello una OPA será posible siempre que se cumpla que $b^{\min} \leq b^{\max} \Leftrightarrow \frac{Z_0}{\alpha} \leq \theta + \frac{Z_1}{\eta}$.

El precio final de la operación no se puede determinar con carácter general, aunque estará en el intervalo descrito. El resultado dependerá de la capacidad de negociación de las dos partes, que vendrá determinada por los motivos para lanzar la OPA, la aversión al riesgo de las partes, la posibilidad de oferentes competidores, etc.

Debido a la anterior condición, existen situaciones en que cambios de control eficientes económicamente no se producen por el descuerdo entre el accionista de control y el oferente. Estos casos se pueden dar tanto en situaciones en que no se oblige a extender la OPA a minoritarios como cuando sí se haga, aunque serán más probables en este último caso. No se producirán cambios de control eficientes cuando se cumpla $\theta + Z_1 - Z_0 \geq 0$ y $\theta + \frac{Z_1}{\eta} - \frac{Z_0}{\alpha} < 0$.

La regulación de muchos países obliga al oferente a comprar acciones a los minoritarios, al mismo precio que se pagó al actual accionista de control. Cuanto mayor sea el porcentaje que se exija adquirir, más se internalizan los costes de la operación en el oferente. En el caso de que se exija una OPA total, se excluye la posibilidad de cambios de control ineficientes económicamente, ya que el oferente asume todos los efectos generados por la operación, como explican Burkart y Panunzi (2003). Esto se debe a que se cumplirá necesariamente que $0 \leq \theta + Z_1 - \frac{Z_0}{\alpha} \leq \theta + Z_1 - Z_0$.

Al extender la oferta a los minoritarios disminuye el precio máximo del oferente, lo que tendrá dos efectos: (i) un menor número de operaciones será posible, aunque estas fueran eficientes económicamente y (ii) el precio negociado será en general más bajo cuanto mayor sea el porcentaje comprado a los minoritarios. Sin embargo, esta norma (i) permitirá que los minoritarios perciban una parte de las rentas de control y (ii) desincentivará aquellas que produzcan una reducción en el valor de la empresa. Debido a estos efectos contrapuestos, no se puede determinar teóricamente un nivel óptimo de extensión de la OPA.

Aunque el efecto pueda ser ambiguo en términos generales, en algún caso sí se puede determinar lo inadecuado de algún tipo de norma. Así por ejemplo, si el cambio de gestión no aumenta el valor de la empresa⁷, la no exigencia de extensión de la oferta a los accionistas les provocará una situación estrictamente peor que cualquier tipo de extensión de la misma, por pequeña que esta sea.

En resumen, en estas situaciones las OPA pueden ser posibles para oferentes sin una participación previa, ya que existe un accionista que no presenta el problema de *free*

⁷ En este caso el cambio de gestión no aporta nada a los accionistas que mantengan sus acciones. Toda posible ganancia vendrá por la prima de control pagada por el oferente. El motivo económico de esta operación será la búsqueda de rentas de control por el oferente o ventajas para otras empresas de su propiedad.

rider de los minoritarios y puede internalizar una parte de los costes de transacción. Sin embargo, también existirán OPA eficientes que no se producirán, especialmente cuando las rentas de control del actual propietario sean altas o su participación económica baja⁸. La extensión de las OPA a minoritarios tendrá efectos positivos o negativos según cada situación, aunque será claramente beneficiosa para ellos cuando el cambio de control no aumente el valor de las acciones.

Se puede hablar de tres casos particulares en este tipo de OPA a empresas con accionistas significativos de control:

- Cuando no existe un acuerdo entre el accionista de control y el oferente, este último puede lanzar una OPA condicionada a la aceptación de un porcentaje similar al del primero. Esta condición tiene efectos similares a la negociación explícita, en el sentido de que introduce un incentivo para que el accionista actual acepte la operación.
- En algunas OPA, el accionista actual acuerda la transmisión al oferente a un determinado precio, pero se reserva la opción de vender a otro oferente que presente uno mayor. Permitir, o incluso exigir, esta posibilidad es positivo porque: i) reduce el riesgo del accionista inicial en estos acuerdos, lo que aumenta la probabilidad de las OPA, ii) facilita la posibilidad de presentación de OPA competidoras, que son muy beneficiosas para los accionistas minoritarios y iii) disminuye la probabilidad de que el oferente y el accionista actual lleguen a acuerdos ilícitos sobre las contraprestaciones a pagar⁹.
- En algunos casos la compra de la participación del accionista significativo no es necesaria para tomar el control de la compañía. Por ello, el oferente se podrá dirigir a los minoritarios en la OPA para tratar de dominar la empresa. Este tipo de situaciones puede terminar generando un proceso competitivo, ya que al actual accionista le interesa pujar en dicha oferta porque (i) no desee perder las rentas de control y (ii) porque si las pierde, habrá logrado aumentar el precio pagado por sus propias acciones.

2.4. Las OPA competidoras

En este apartado se analizarán las OPA competidoras como una subasta para la adquisición del control de una compañía. De hecho, los casos anteriores también se podían ver como una subasta, pero a la que no habían acudido más compradores que la persona que lanzaba la OPA. Como en cualquier subasta, los propietarios de las acciones tenían un precio de reserva, que es el que se ha definido en los anteriores apartados.

⁸ En este modelo se está suponiendo que los derechos económicos del actual accionista son iguales a sus derechos políticos que le aseguran sus rentas de control. Si éste consiguiera aumentar su capacidad política por encima de la económica, la dificultad de realizar OPA se incrementaría.

⁹ Si el accionista y el oferente acuerdan pagos paralelos a cambio de una reducción en el precio conocido de la transacción, es más probable que un tercero intervenga con una OPA competidora a un precio ligeramente superior, pero inferior al precio de reserva del accionista actual. Previendo este problema, será más difícil alcanzar pactos que incumplan la norma.

Los reguladores del mercado de valores deben buscar dos objetivos a la hora de diseñar estos procesos de subasta: i) lograr maximizar la riqueza de los accionistas de la empresa y ii) que la persona que obtenga el control sea la que tenga un proyecto más eficiente económicamente. Estos dos objetivos no son contradictorios porque el oferente con un mejor proyecto es el que tiene una mayor capacidad de pago.

El gestor actual de la empresa también debe ejercer un importante papel, especialmente en la búsqueda de OPA competitivas. Así por ejemplo, la ley del Estado norteamericano de Delaware exige al consejo de administración de la empresa objetivo comportarse como “subastadores encargados de lograr el mejor precio de los accionistas en la venta de la compañía”.

La regulación también debe promover la presentación de ofertas competidoras reduciendo los costes de transacción, dando un marco de seguridad jurídica a estas operaciones, evitar acuerdos colusivos o amenazas a posibles oferentes, permitir un plazo prudente para la presentación de OPA competidoras, exigir a los gestores de la empresa objetivo que distribuyan la misma información a todos los posibles oferentes, etcétera.

En la teoría de subastas se suelen describir cuatro procedimientos para este tipo de procesos competitivos. Según Vickrey (1961) estos distintos mecanismos producirán el mismo ingreso esperado para el vendedor, dadas una serie de hipótesis de partida. Sin embargo, en el mercado de OPA, estos supuestos generales no suelen cumplirse, por lo que habrá que analizar cada uno de estos procedimientos.

2.4.a. Subasta inglesa o ascendente

En este tipo de subasta, la más conocida, los oferentes se mantienen en la puja hasta que sólo permanece la persona que más valora el bien y que paga por él la cantidad que estaría dispuesta a pagar el segundo de ellos.

La ventaja principal de este tipo de subasta se da en los casos en que el activo subastado tenga un valor común para todos los oferentes, aunque desconocido para ellos¹⁰. En estos casos, los participantes en la subasta prevén que si ganan es porque son los más equivocados positivamente en su previsión, lo que se conoce como *winner's curse* o maldición del ganador. Por ello reducirán sus pujas de manera estratégica y se percibirá un menor pago por el artículo subastado.

La subasta inglesa reduce la incidencia del problema de la maldición del ganador ya que los pujadores conocen las ofertas de los demás y pueden compartir de esa manera sus previsiones sobre el valor de la compañía. Por ello, en estos casos aumentará el precio final pagado por el activo subastado.

Sin embargo, este mecanismo puede ser muy problemático para regular los procesos con OPA competidoras. La razón es que en estos procesos se suelen dar dos situaciones que se separan de las hipótesis básicas del modelo anterior:

¹⁰ En el mercado por el control de las empresas, este caso se daría cuando los motivos para la adquisición de la empresa son comunes a todos los oferentes aunque hay incertidumbre sobre el valor que generarán.

- Un coste hundido por entrar en la subasta, que serían los costes de transacción.
- Uno de los oferentes es más agresivo en la operación y los posibles oferentes lo saben. Los motivos de ello pueden ser variados, como por ejemplo que éste disponga de una participación previa superior, que tenga ventajas específicas para la toma de control, que ya haya realizado los costes hundidos necesarios para lanzar la OPA o incluso que tenga una reputación de agresivo en estas operaciones.

Teniendo en cuenta lo anterior, la subasta inglesa puede finalizar en el precio de reserva ya que ningún otro oferente se presente en la misma, al tener la seguridad de no obtener el bien y tener que pagar el coste de entrada. Por ello se obtendrá el mínimo de rentabilidad para el accionista. En todo caso, esta subasta asegura que el adquirente final de la empresa sea el que más la valore, por lo que asegura la eficiencia económica en estas operaciones.

2.4.b. Subasta en sobre cerrado al segundo precio

Esta subasta es equivalente a la anterior, por lo que presenta similares problemas para conseguir la presentación de pujas competidoras y asigna la empresa al proyecto más eficiente. Pero este tipo de subasta tiene dos problemas añadidos respecto al anterior:

- (i) El precio que estaría dispuesto a pagar el ganador se conoce aunque sólo pague el segundo precio. En los casos en que esta diferencia sea grande, la regulación sería criticada.
- (ii) En el proceso no se disemina información sobre las previsiones de los otros oferentes a través de sus pujas. Cuando hay más de dos pujadores, esto afecta a la baja a las ofertas, por la maldición del ganador.

2.4.c. Subastas en sobre cerrado al primer precio

Dadas las limitaciones de los anteriores métodos de subastas al segundo precio, hay que analizar la utilización de subastas al primer precio para las OPA competidoras. En principio la subasta holandesa y la subasta en sobre cerrado al primer precio son equivalentes en el resultado, aunque en el segundo caso se conocen los precios que habrían estado dispuestos a pagar los otros competidores.

La principal ventaja de estos métodos es que incentiva la participación de competidores en la OPA. Los posibles competidores saben que aquel que tenga un mayor incentivo para la adquisición de la empresa, pujará por un valor inferior al máximo para obtener un beneficio. Esta estrategia crea un margen estrecho para que otro oferente realice una puja ganadora y beneficiosa para él, por lo que aumenta su incentivo en entrar en la subasta.

El problema de la maldición del ganador en las OPA está limitado, ya que se reduce cuando el número de pujadores es bajo. En el mercado por el control de las empresas, los oferentes son habitualmente un número reducido, por lo que desaparecen parte de las ventajas de los métodos de subasta al segundo precio.

La principal ventaja de este método es, a la vez, su mayor inconveniente. Este tipo de subastas posibilitan que el oferente con un plan de gestión menos eficiente fuera el que adquiriera el control de la empresa. Para evitar el anterior problema, se podría permitir una posterior reventa del oferente ganador al que hubiera perdido durante un plazo determinado, sin necesidad de lanzar una nueva OPA. Este mecanismo tiene ventajas e inconvenientes:

- La gestión de la empresa terminaría en manos de aquel oferente que tuviera un mejor proyecto empresarial, a pesar de que otro hubiera ganado la subasta.
- La posibilidad de los beneficios extraordinarios generados por la reventa, incentivaría la aparición de oferentes que pretendieran arbitrar en la OPA, y con ello aumentar la rentabilidad para el accionista.
- Sería difícil de justificar políticamente los beneficios del ganador de la subasta, cuando revendiera la empresa.
- La regulación europea no contempla esta serie encadenada de transmisiones de acciones mientras las mismas coticen en mercados secundarios.

2.4.d. Subasta holandesa

En las subastas con sobre cerrado al primer precio se conocen los precios ofrecidos tanto por el ganador como por los perdedores, lo cual no sucede con la subasta holandesa tradicional o subasta descendente¹¹. El conocimiento de estos precios puede acarrear dos tipos de problemas para los participantes en la subasta, que no se producirían en la subasta holandesa:

- El conocimiento de los precios ofrecidos genera un agravamiento de la maldición del ganador del gestor. Éste sabe que si gana la puja pagando muy por encima del resto, es posible que pierda su empleo, aunque su acción fuera la óptima para la empresa. Por ello, tenderá a reducir el valor de sus pujas.
- Los perdedores dan a conocer su valoración de esta empresa, lo cual puede en algunos casos extrapolarse a otras operaciones corporativas en las que podrían verse envueltos.

El uso de una subasta holandesa tradicional también tendría una ventaja añadida en países con un marco institucional débil o en que los supervisores tengan un problema de reputación, ya que haría imposible filtraciones sobre las pujas por parte del receptor de las mismas.

¹¹ En esta subasta se procede a *cantar* precios de manera descendente hasta que alguien la interrumpa. El ganador adquiere el bien al último precio enunciado. Este tipo de subasta se conoce como holandesa, ya que se utilizaba para la venta de tulipanes. En España es la forma tradicional de venta en las lonjas de pescado.

Sin embargo, en el caso de que las ofertas no sean directamente comparables, como por ejemplo cuando una parte del pago se realice a través de acciones de la compañía oferente, este procedimiento podría resultar inaplicable.

2.4.e. Procesos competitivos con oferentes similares

Todo lo dicho anteriormente se refiere a un caso en que uno de los oferentes tiene una ventaja clara sobre los demás, tanto si son competidores efectivos como si lo son potenciales. Un caso distinto se produciría en una situación en que el motivo de la toma de control fuera común a todos ellos y tuvieran una participación significativa en la empresa similar. En este caso, Bulow y otros (1999) destacan que todos los oferentes tienen un fuerte incentivo para incrementar sus pujas, ya que, por un lado, esto les permite aumentar la probabilidad de adquirir la empresa y, por el otro, aumentar el valor de sus acciones si pierden la subasta. Esta observación les lleva a proponer que, ante una OPA, la empresa debería vender una participación subvencionada a un posible competidor, lo que aunque supondría una pérdida para los accionistas en ese momento, incentivaría la competencia y les resarciría en una subasta inglesa. La regulación francesa recoge una situación asimilable a esta recomendación, ya que permite la emisión de *warrants* y su entrega gratuita a un caballero blanco.

3. La regulación europea de OPA

3.1. La Directiva europea de OPA: descripción

La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las ofertas públicas de adquisición, ha establecido un nuevo marco normativo que pretende homogeneizar la regulación existente en la Unión Europea (UE). La Directiva, que permite establecer condiciones más estrictas que las previstas en sí misma, ha de ser transpuesta a la regulación nacional antes del 20 de mayo de 2006.

No cabe esperar una completa armonización a partir de esta Directiva ya que: (i) sólo establece una regulación mínima, (ii) no es muy detallada en sus disposiciones, por lo que deja un amplio margen a los Estados miembros y (iii) algunas disposiciones no son de transposición obligatoria.

Los principios generales buscados en esta norma y que deben ser respetados por las regulaciones nacionales aparecen en el artículo 2. Entre ellos destacan:

- Principio de trato equivalente a todos los titulares de valores que confieran derechos de voto en una sociedad afectada.
- Los titulares de estos valores deberán disponer de tiempo e información suficiente para adoptar su decisión.
- El órgano de administración de la sociedad objetivo deberá favorecer únicamente los intereses de los accionistas y no entorpecer sus decisiones.
- El anuncio de la operación sólo se podrá realizar cuando el oferente se asegure que es capaz de hacer frente a la operación.

En el anexo segundo se reproduce la tabla del documento de Goergen y otros (2005) que recoge los efectos esperados de la reforma en la regulación europea.

3.1.a. La regulación de las OPA obligatorias

La regulación de los procesos de toma de control de sociedades cotizadas a través de un procedimiento de OPA, muestra que los legisladores de la UE han preferido un sistema de regulación pública obligatoria. Aún así, la Directiva contiene disposiciones que podrían ser aplicadas por las juntas de accionistas, por lo que deja un cierto margen a la autorregulación individual.

La Directiva no hace mención explícita a las rentas de control de los gestores de la empresa. Sin embargo, dentro de toda la regulación está implícita la preocupación por evitar que las mismas dificulten la realización de las OPA. Así, se busca (i) limitar la capacidad de resistencia del órgano de dirección de la empresa objetivo para mantenerlas, (ii) extender el precio pagado a los accionistas de control a los minoritarios y (iii) establecer una compensación económica cuando se anulen mecanismos que pudieran dotar a ciertos accionistas de un control político superior a su porcentaje en la propiedad.

La OPA será obligatoria cuando cambie el control de una sociedad. Se considera que existe control cuando el porcentaje de votos de una persona supere un umbral que será determinado por los Estados miembros. La determinación de dicho umbral tiene varios efectos sobre la rentabilidad que obtienen los accionistas, así cuanto mayor sea dicho umbral:

- Algunos cambios de control escaparán a la exigencia de OPA. Los efectos sobre la riqueza de los minoritarios dependerán de las consecuencias del cambio en la gestión sobre el valor de la empresa y la posibilidad de que otro posible gestor compita por dicho control.
- Aumentará la probabilidad de que se produzcan OPA cuando estén dirigidas a minoritarios, al aumentar el incentivo del oferente para desembolsar los costes de transacción. En el caso de que ofertas dirigidas a un accionista de control, los mayores límites harán que se exija la OPA en situaciones que estas son más factibles, ya que en estas situaciones el precio mínimo será menor.
- Reducen el precio pagado en la OPA tanto cuando se dirija a minoritarios como cuando se busque la adquisición de una participación del accionista de control.

3.1.b. La exigencia de igualdad de trato y la transparencia previa a la OPA

Para asegurarse la igualdad de trato entre los accionistas, la regulación europea establece que la OPA debe ser dirigida a todos los accionistas por la totalidad de los valores con derecho a voto y al precio equitativo.

El precio equitativo será el máximo pagado durante un periodo que va desde 6 o 12 meses antes de la operación hasta el cierre del plazo de aceptación. Con esta norma se busca la mayor sencillez y claridad en la aplicación, evitando procedimientos de valoración complejos. Esta forma de determinación del precio equitativo es muy efectiva cuando se trate de una OPA dirigida a los accionistas de control, porque facilita la extensión del pago de la prima de control a los minoritarios.

Este sistema de precio equitativo igual al máximo pagado puede tener alguna variante según la normativa nacional, como se establece en el artículo 5.4, mientras que se respeten los principios enunciados en la Directiva. Estas variaciones están encaminadas en algunos casos a limitar los efectos de posibles abusos de mercado, a recoger variaciones en el valor por sucesos extraordinarios o a permitir el saneamiento de una empresa en crisis.

Los Estados miembros pueden elegir la longitud del periodo de cálculo del precio equivalente puede ir desde los 6 a los 12 meses anteriores a la operación. Al hacerlo deben tomar en consideración dos posibles situaciones:

- En transacciones de grandes bloques de control, se podrían dar casos en que la venta de acciones se dividiera en dos operaciones separadas por un periodo superior al exigido en la regulación. En la primera, que no desencadenaría la exigencia de OPA, se pagaría la prima de control. Por ello, prolongar el periodo de cálculo facilita la protección de los minoritarios en las empresas en que existan accionistas de control.
- Aunque la Directiva toma en consideración sucesos extraordinarios que afectaran al precio de la empresa o al mercado, existen situaciones ordinarias en que se reducirá el precio de una empresa de una manera sensible. Si los posibles oferentes han adquirido un solo título al precio de mercado, la prolongación del periodo de cálculo afectaría negativamente a la actividad de OPA porque tras un descenso en la cotización, no relacionado con la OPA, se produciría un bloqueo de estas operaciones, precisamente cuándo mayor podría ser su atractivo para el oferente y los accionistas.

Al exigir que una OPA sea por la totalidad de valores y al precio equitativo, a la vista de lo analizado en los apartados 2.2 y 2.3, se puede determinar los efectos de esta norma:

- En las empresas con capital disperso sólo se producirán cambios de control que supongan un gran aumento de la eficiencia, lo que aumentará la rentabilidad para el accionista tras una OPA pero reducirá la probabilidad de que esta se lance.
- En las empresas en que ya existe un accionista de control, este mecanismo logra que los minoritarios compartan una parte de las rentas de gestión que obtienen los accionistas significativos. Además, al internalizar los costes en el oferente, evita que se produzcan operaciones de cambio de control que son ineficientes económicamente, como se vio en el apartado 2.3. Sin embargo, también hay que considerar que esta extensión tendrá efectos adicionales:
 - Al aumentar la extensión de la OPA, se reduce el número de operaciones rentables para el oferente y por lo tanto el número total de ofertas a los minoritarios. El efecto de esta norma dependerá de si los cambios de control provocan una mejora en el valor de la empresa o son simplemente la negociación sobre las rentas de control.
 - También se reduce el precio pagado tanto al accionista de control como a los minoritarios.

Como se vio en el apartado 2.2, si se conoce el aumento del porcentaje de acciones de un posible oferente, aumenta la probabilidad de que éste presente una OPA y con ello el precio de mercado de las acciones. Las exigencias de información vienen recogidas en otras disposiciones, como la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia. En su capítulo III sobre información continua, se recoge la obligación de comunicar en un máximo de cuatro días las adquisiciones o

cesiones de participaciones que provoquen que se traspase una serie de umbrales establecidos¹².

La transparencia reduce la probabilidad de las OPA dirigidas a los minoritarios, ya que encarece la adquisición de una participación previa, como se vio en el apartado 2.2. Sin embargo reducir dicha transparencia tiene consecuencias indeseadas, ya que reduce la protección al minoritario en esta empresa y tiene graves consecuencias sobre la credibilidad y el funcionamiento del propio mercado.

3.1.c. La compra y venta forzosa

La Directiva recoge estas dos disposiciones simétricas relativas a la adquisición de los títulos que no hayan acudido a una OPA en que se haya adquirido un alto porcentaje de las acciones de la empresa. Tanto la venta como la compra forzosa sólo se pueden producir en un periodo de tres meses tras finalizar el plazo de aceptación de la oferta. Dado que estos derechos suponen una perturbación para el normal funcionamiento del mercado secundario, esta limitación temporal es necesaria.

Venta forzosa (squeeze-out):

La Directiva establece que cuando un oferente obtenga a través de una OPA, dirigida a todos los valores de la sociedad, una porcentaje del capital y de los derechos de voto de al menos el 90% (la legislación nacional puede fijarlo en el 95%) tenga el derecho de obligar a los restantes accionistas a venderle sus acciones a un precio justo. Después de una OPA obligatoria, el precio pagado en la misma tendrá esa consideración.

Según Burkart y Panunzi (2003) el valor de una compañía para un accionista que posea el 100% de la misma es proporcionalmente mayor que para el caso en que existan accionistas minoritarios. Esto se debe que existen unos costes asociados a la presencia de estos accionistas, tales como la obligación de seguir cotizando o la imposibilidad de ciertos cambios en la empresa. Un minoritario podría tener un comportamiento estratégico, permaneciendo en la empresa tras una OPA exitosa, para así captar una compensación posterior a cambio de permitir al nuevo accionista mayoritario un control total y el ahorro de dichos costes. Debido a ello, se rompería con el principio de igualdad de trato entre los accionistas, porque se estaría discriminando entre los que vendieron y los que no lo hicieron.

Anticipándose a esa posible compensación, el problema de free rider de los accionistas minoritarios se agravará poniendo aún más dificultades a la operación y reduciendo su probabilidad. La regulación de la venta forzosa reduce este problema y elimina la posible discriminación entre los accionistas que vendieron sus acciones y los que no lo hicieron.

Esta disposición no es novedosa en la regulación europea y muchos Estados miembros la aplicaban en márgenes similares a los establecidos por la Directiva. En España existe una disposición asimilable en los casos de OPA por exclusión de cotización.

¹² Estos umbrales son el 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% y 75%.

Compra forzosa (*sell-out*):

Es la norma simétrica a la anterior. En este caso, son los accionistas minoritarios que no han acudido a una OPA los que tienen el derecho a vender sus acciones al mayoritario que haya obtenido el anterior porcentaje de la sociedad al precio ofrecido en la OPA.

Esta norma reduce la presión a los accionistas minoritarios para que vendan sus acciones en la OPA y por ello puede disminuir la probabilidad de que se produzcan OPA eficientes. Sin embargo, su mayor utilidad se produce en el caso de una toma de control que disminuya el valor de las acciones, ya que (i) protege a los accionistas en estos casos y (ii) desincentivará estas operaciones al tener que pagarse posteriormente un valor superior al del mercado por las acciones no adquiridas.

3.1.d. La neutralización y la norma de una acción-un voto

El artículo 11 de la Directiva, que es de aplicación opcional por los Estados miembros, recoge distintos procedimientos para neutralizar los efectos de estructuras accionariales que faciliten la separación de los derechos políticos y económicos de las acciones.

Este artículo, uno de los más discutidos durante la elaboración de esta norma, es potestativo. En todo caso, si los Estados miembros deciden no aplicarlo deben dar la opción a las empresas de hacerlo. Además, también podrán establecer que esas normas queden en suspenso si el oferente no está sometido a las mismas reglas, lo que se conoce como reciprocidad.

Las disposiciones del artículo 11 las podemos separar en dos tipos, según su cronología: (i) las anteriores a la OPA aparece en los apartados 11.2 y 11.3 de la Directiva, eliminando las restricciones de transmisibilidad e imponiendo la norma de una acción-un voto a la hora de decidir sobre las medidas de defensa contra la OPA del artículo 9 y (ii) en el apartado 11.4 se recogen las medidas de neutralización de este tipo de restricciones tras una OPA en que el oferente haya alcanzado el 75% del capital con derecho a voto.

Las previsiones previas a la OPA tratan de eliminar poderes extraordinarios de control por parte de los accionistas actuales. Así, se eliminan tanto las restricciones sobre la venta de las acciones y las desviaciones sobre la norma general de una acción y un voto.

Esta norma busca igualar el peso político de los accionistas de control con su incentivo económico para la gestión de la empresa en forma de participación accionarial. Con ello, se mejora el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, al evitar situaciones de un control de facto que no impliquen a la vez una sensibilidad económica a la evolución de la empresa.

Además, se reduce el problema de externalidad en las OPA dirigidas a accionistas de control. Esto se debe a que se evitan situaciones de amplio poder político sin el correspondiente poder económico, que provocan altos precios mínimos para la

venta de las acciones y dificultan que se realicen este tipo de operaciones. En el modelo expuesto en el apartado 2.3, se puede observar como el precio mínimo depende de los derechos económicos del accionista actual $b^{min} = \frac{Z_0}{\alpha}$ condicionado a que sus derechos políticos $\tilde{\alpha}$ sean superiores a un umbral de control. Permitir la separación entre poder económico y político permitirá que α tienda a cero mientras se mantienen las rentas de control Z_0 . Debido a ello, se reducirá la posibilidad de OPA.

Sin embargo, esta medida tendría efectos negativos en la actividad del mercado primario, según el modelo de Grossman y Hart (1980). Los fundadores de empresas no cotizadas pueden no acudir a los mercados para financiar proyectos por el temor de perder las rentas de control, con lo que el mercado secundario se reducirá y aumentarán las limitaciones a la financiación de estas empresas. Ello provocaría una reducción del número de empresas cotizadas o la huida a otros mercados, como le ocurrió en los ochenta a la Bolsa de Nueva York¹³.

Otro problema añadido a esta disposición de la Directiva de OPA es, que al prohibir los procedimientos más formales de separación entre propiedad y derechos políticos, se estén incentivando métodos más informales y difíciles de controlar. Así, por ejemplo, de aplicarse esta norma aumentará el número de estructuras piramidales y participaciones cruzadas entre empresas para mantener derechos políticos superiores a los económicos. Un método para reducir este problema se podría encontrar en las normas fiscales, como las de los EEUU en los años 30, facilitando la doble imposición en los dividendos recibidos por las empresas. Sin embargo, dadas las escasas competencias de la UE sobre imposición directa sería difícil lograr esta armonización¹⁴.

Tras la OPA, se exige poseer el 75% del capital para eliminar las anteriores restricciones en la primera junta de accionista tras la operación. En el caso que el umbral para el lanzamiento de la OPA sea superior al 25%, esta disposición puede ser anulada por el accionista actual sin que sea obligado a realizar una OPA a cambio de reducir la eficacia de este mecanismo.

En cualquier caso, los Estados miembros tienen derecho a no aplicar estas medidas del artículo 11 de la Directiva aunque siempre deberán dar la posibilidad de adoptarlas a las empresas de manera individual con las mismas exigencias que las requeridas para las modificaciones estatutarias. Según Ferrarini (2006) es fácil prever que la mayoría de los Estados decidirán no aplicar este artículo, y que sólo las empresas que no se vean afectadas por esta norma la asumirán voluntariamente para evitar la

¹³ Este problema ya se planteó en la bolsa de Nueva York, como explica Ferrarini (2006), que en 1926 prohibió la cotización de empresas que hubieran emitido acciones sin derecho a voto para asegurar la democracia corporativa. Sin embargo, los mercados NASDAQ y AMEX no aplicaron esa norma y se beneficiaron atrayendo empresas con una estructura accionarial distinta a la de una acción-un voto. En años ochenta este conflicto se trató de solucionar a través de una acción de la SEC, posteriormente revocada por excederse en sus capacidades, para prohibir la cotización de empresas ya negociadas que alteraran en el sentido mencionado la estructura accionarial. Sin embargo, esta norma permitía OPV iniciales de empresas no cotizadas en que los derechos de voto no fueran similares a los económicos. Finalmente NASDAQ aceptó voluntariamente dicha norma.

¹⁴ El Tratado de la UE establece que el Consejo esté obligado a tomar medidas de armonización fiscal para las empresas por unanimidad. Lo cual implica que cualquiera de los 25 Estados miembros tenga capacidad de bloqueo sobre estas medidas.

reciprocidad de sus posibles objetivos. Dados estos dos elementos, cabe esperar que los efectos del artículo 11 sean mínimos sobre las empresas actualmente cotizadas.

3.1.e. Las medidas para limitar la resistencia de los directivos a la OPA

La posibilidad de una OPA hostil que cambie a los gestores de una empresa es uno de los más importantes mecanismos para reducir los problemas de agencia en las sociedades cotizadas, especialmente en aquellas en que no exista un accionista significativo. Si los gestores saben que el tomar acciones en su propio beneficio, que no maximicen el valor para los accionistas, implica la probabilidad de pérdida de su empleo y sus rentas de control a través de un cambio de control, se mantendrán disciplinados.

Para que el anterior mecanismo funcione correctamente se debe evitar que los gestores bloqueen estas operaciones, por lo que la Directiva de OPA en su artículo 9, también de aplicación opcional, establece una serie de limitaciones a su capacidad de acción para evitar que dificulten las OPA sobre su empresa. El método de limitación de su discrecionalidad se basa en exigir la autorización previa en junta general de accionistas de cualquier acción que pueda frustrar la oferta.

Este mecanismo permite limitar las reacciones ex-post de los gestores de una empresa ante una OPA. Esto reduce los problemas de agencia que surgen precisamente ante un cambio de control hostil y con ello facilitan las OPA, lo que beneficia al accionista minoritario porque (i) facilita estas operaciones que le ofrecen un rendimiento extraordinario y (ii) aumenta la disciplina de los gestores antes de que se produzca una oferta.

Además, la capacidad de aprobación de estas medidas por parte de la junta general puede ser un mecanismo de protección frente a OPA que reduzcan el valor de las acciones de la empresa. Gracias a esta votación conjunta se eliminaría el problema de *free rider*, descrito en el apartado 2.2, para estos casos ya que se podrían bloquear dichas ofertas de manera coordinada. Sin embargo, este procedimiento tampoco estaría a salvo de problemas de información asimétrica y de *free rider* en los accionistas.

Los apartados 2 y 3 de este artículo 9, que contienen las previsiones descritas también son de aplicación opcional por parte de los Estados miembros aunque, en aquellos en que no se aplique, las empresas también podrán incorporarlos por el procedimiento mencionado para el artículo 11. En este caso, parece que un mayor número de Estados miembros lo aplicarán, especialmente con vistas a favorecer el buen gobierno corporativo de las empresas.

Para este apartado también se puede exigir la reciprocidad de la empresa oferente. Así, los gestores de la empresa objetivo que estén sometidos a estas limitaciones, podrán obviarlas si la empresa oferente no está sometida a disposiciones similares.

3.2. La transposición de la Directiva

La Directiva de OPA establece como plazo máximo para la transposición de la Directiva en normas nacionales el 20 de mayo de 2006. De los Estados miembros, Dinamarca, Francia, Hungría, Luxemburgo y Reino Unido introdujeron las modificacio-

nes necesarias en dicho plazo. Posteriormente también lo hicieron Irlanda y Alemania y varios países han publicado borradores normativos.

3.2.a. La transposición en el resto de Europa

En los siguientes apartados se describen las normas vigentes o las normas que se prevé entren en vigor para la aplicación de la Directiva europea. En el cuadro 1 aparecen las disposiciones que serán aplicables previsiblemente en estos países y/o las que ya están en vigor. Además, en el anexo aparece un cuadro con la normativa anterior, para así comparar las modificaciones que se han producido.

Umbral de derechos de voto que provocan la exigencia de OPA

Todos los países analizados han considerado como porcentaje de control niveles entre el 30% y el 33,3% de los derechos de voto. Al compararlo con la regulación establecida anteriormente¹⁵ se ve que los porcentajes que suponen la obligación de lanzar una OPA no han cambiado en la mayoría de estos países.

La Directiva, en su apartado 5.3, exige que ese porcentaje de control se determine en función de los derechos de voto. Francia ha complementado la norma europea exigiendo que se exija una OPA también cuando se posea un tercio del capital de la empresa.

Estos porcentajes superiores al 25% muestran cierta incongruencia con el apartado 11.4. En él, se exige al oferente un 75% o más del capital para aplicarse la neutralización de las desviaciones de la norma una acción-un voto en la primera junta general de accionistas tras la oferta. Dado el margen existente, a un accionista significativo de la empresa objetivo le bastaría con situarse ligeramente por encima del 25% del capital para bloquear la disposición del artículo 11.4, sin que estuviera obligado a cambio a realizar una OPA. Dado que en la mayoría de los países este artículo no se ha adoptado, esta incoherencia no generará problemas.

Precio equitativo

Los Estados miembros determinan el plazo para el cálculo del precio equitativo dentro de una horquilla entre 6 y 12 meses. La mayoría de los países analizados han elegido el plazo de un año, lo cual aumenta la protección *ex post* del accionista.

Pero la extensión de este plazo tiene un coste, ya que puede reducir la probabilidad de que se lance una OPA. Un caso claro, mencionado anteriormente, se produciría por el posible bloqueo de estas operaciones tras un descenso en el precio de las acciones que podría no tener relación con estas operaciones de adquisición de control, ni ser considerado como algo extraordinario.

En el caso alemán, el periodo de cálculo se ha fijado en 6 meses, el mínimo permitido por la Directiva. Aún así, se mantiene como norma complementaria que este precio

¹⁵ Véase cuadro 1 del anexo.

tampoco podrá ser inferior al precio medio ponderado de la empresa objetivo durante los tres meses anteriores al anuncio de que el oferente ha tomado el control¹⁶.

Pasividad del órgano de administración (apartados 9.2 y 9.3)

La aplicación de este artículo es potestativa para cada Estado miembro. Su no aplicación no supone necesariamente una mayor capacidad del órgano de administración para bloquear operaciones ya que: (i) algunos de los países que no lo van a aplicar mantendrán vigentes disposiciones similares y (ii) otros países que la van a aplicar, tenían normas que limitaban aún más que la Directiva la capacidad de estos órganos¹⁷.

En Francia, se ha optado por incluir la neutralidad del órgano de administración en su normativa. Pero además se regulan dos tácticas defensivas, basadas en la emisión de warrants durante la OPA, permitidas siempre que los accionistas lo hayan aceptado en un momento previo a la oferta o lo aprueben durante la misma. Se pueden distinguir dos tipos de mecanismos:

- *Warrants* para el accionista: En este caso se permitiría el reparto de *warrants* entre todos los accionistas de la empresa en una fecha previa a la finalización del periodo de aceptación. La justificación dada a esta regulación es que no bloquea las operaciones hostiles y aumenta la capacidad de negociación del órgano directivo y, con ello, el precio de la OPA. Sin embargo, en el caso en que en la empresa afectada, la dirección tenga una importante participación, la negociación no se verá alterada; y en el caso en que el capital esté disperso se está dando una capacidad de bloqueo a los gestores actuales.
- *Warrants* para un caballero blanco: Este mecanismo permite entregar gratuitamente estas opciones de compra a un determinado inversor comprometido a actuar como caballero blanco que compita por el control de la empresa. A la vista de lo explicado por Bulow y otros (1999) en el apartado 2.4, esta disposición podría tener útil para incentivar la competencia por la empresa. Sin embargo, este mecanismo podría presentar ciertos problemas legales, ya que es contradictorio con el principio de libre competencia entre oferentes.

En Alemania no se aplicará el artículo 9. Si las empresas no deciden incluirse en esa regulación europea, seguirán vigentes las disposiciones alemanas sobre limitaciones en la capacidad de acción de los órganos directivos. Se les permitirá tomar acciones: (i) normales en una empresa no afectada por una OPA, (ii) encaminadas a conseguir una oferta alternativa, (iii) aprobadas por el órgano de supervisión de la empresa afectada o (iv) aquellas aprobadas previamente por éste órgano o la junta general de accionistas¹⁸.

¹⁶ En el caso de una OPA previa, anterior a la superación del umbral que desencadena la obligación de lanzar dicha OPA, el periodo para calcular dicho precio medio será los tres meses anteriores al anuncio de la decisión de lanzar la OPA.

¹⁷ En la legislación española no se contemplaba la posibilidad de aprobar en junta general de accionistas algunas de estas medidas.

¹⁸ Esta autorización vencerá en el plazo determinado por los accionistas o como máximo en 18 meses tras su aprobación.

	Legislación: en vigor o borrador ⁽¹⁾	Umbral de derechos de voto que provocan la exigencia de OPA (ap. 5.3)	Periodo para determinar el precio equitativo (ap. 5.4)	Aplicación de los apartados 9.2 y 9.3	Aplicación del artículo 11	Reciprocidad	Porcentaje para la compra venta forzosa
Austria	Borrador	Actualmente el 30%	12 meses	n.d.	No	n.d.	n.d.
Bélgica	No	Desconocido	Actualmente 12 meses	n.d.	No	n.d.	n.d.
Francia	En vigor desde abril de 2006	1/3 del capital o los derechos de voto	12 meses	Sí	No (parcialmente)	Para artículo 9	95% del capital y los dchos. de voto
Alemania	En vigor desde julio de 2006	30% de los derechos de voto	6 meses ⁽²⁾	No	No	Sí	95% del capital y los dchos. de voto
Italia	No	Actualmente el 30%	Actualmente 12 meses	n.d.	n.d.	n.d.	95%
Luxemburgo	En vigor desde mayo de 2006	33,3% de los derechos de voto	12 meses	No	No	Sí	95%
Holanda	Borrador	30% de los derechos de voto ⁽³⁾	12 meses	No	No	Sí, excepto para art. 11.4	95%
España	Borrador	30% de los derechos de voto	Desconocido, a determinar en reglamentos	Sí	No	Artículo 9 y 11	90%
Reino Unido	En vigor desde mayo 2006	30% de los derechos de voto	12 meses	Sí	No	No	90% del valor y los dchos. de voto

n.d. cuando no se conoce aún la decisión final. ⁽¹⁾A noviembre de 2006. ⁽²⁾También relevante el precio medio en 3 meses. ⁽³⁾Existe un periodo de 30 días para deshacer la posición.

Neutralización (apartado 11)

De los países analizados, probablemente ninguno aplicará el artículo 11. La única excepción posible es Italia, aunque esa decisión está siendo todavía discutida. Por lo tanto no se van a aplicar las exigencias para neutralizar las estructuras accionariales anti-OPA.

Aún así, las empresas podrán decidir en la junta general de accionistas incorporar este artículo a sus estatutos sociales. Como se explicó en el apartado 3.1.d, se prevé que sólo las empresas que por su estructura accionarial no se vieran afectadas por esta disposición estarán dispuestas a incluirla. El principal incentivo para incorporar ese artículo sería evitar la reciprocidad de empresas objetivo en sus OPA. Pero dado que este artículo no será de aplicación obligatoria y las sociedades que se podrían ver afectadas no lo aplicarán voluntariamente, incluso esta motivación es débil.

Aunque Francia no aplica el artículo 11, dos medidas actuales de su regulación son equivalentes respecto a la eliminación de las restricciones a la transmisibilidad de las acciones durante la OPA y la eliminación de los límites máximos de votos en la primera junta de accionistas tras la finalización de la oferta.

Reciprocidad (apartado 12.3)

Uno de los primeros problemas respecto a la reciprocidad es su propia interpretación. Así, la Directiva establece que “...los Estados miembros podrán eximir a las sociedades a las que se apliquen los apartados 2 y 3 del artículo 9 [pasividad de la dirección] y/o el artículo 11 [neutralización] de la aplicación de dichas disposiciones si son objeto de una oferta pública de adquisición por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones que éstas...”

La primera duda surge al determinar si sociedades no cotizadas en mercados europeos pueden considerarse sometidas a las disposiciones mencionadas. Dado que no están sometidas a esta regulación, no les es posible estar atadas por estas normas en particular, pero si podrían estarlo por otras equivalentes. La equivalencia de las mismas será algo que deberá determinarse de manera individual y posiblemente en tribunales de justicia.

La segunda duda sobre la reciprocidad es si se puede aplicar cuando la empresa adopta los artículos 9 y 11 de manera voluntaria o cuando lo hace obligada por la normativa nacional. En el caso francés, se hace la segunda interpretación. Sin embargo, en Alemania se interpreta que si se ha incorporado a esa provisión voluntariamente aún tiene el derecho de usar la reciprocidad contra un oferente que no aplique las mismas medidas.

Compraventa forzosa

En España y Reino Unido estos dos mecanismos se podrán aplicar si se ha adquirido el 90% de las acciones, mientras que en los otros dos países analizados el nivel se situará en el 95%. Como se explicó en el apartado 3.1.3, ambas medidas tienen efectos contrapuestos en cuanto a la probabilidad de que se realicen OPA, ya que un menor (mayor) porcentaje exigido en la venta (compra) forzosa las incentiva (desincentiva).

En cuanto a la protección del accionista minoritario, según Goergen y otros (2005) ambas medidas la promoverán. En el caso de la compra forzosa por parte del oferente, esta mayor protección es clara ya que atribuye una opción de venta al minoritario que se ha mantenido en la empresa. Para el caso de la venta forzosa, la protección se centraría en eliminar la discriminación entre los accionistas que acudieron a la OPA y aquellos que, al no vender, pueden obtener una prima extraordinaria a cambio de permitir la eliminación de los costes que su presencia genera al accionista mayoritario.

Las ofertas competidoras

La Directiva de OPA no pretende armonizar los procedimientos de OPA cuando surgen varios posibles oferentes. Aún así, es interesante describir como algunos de los

Estados miembros han regulado estos procesos con el objetivo principal de que se desarrollen de una manera ordenada.

En el código de OPA del Reino Unido, se ha establecido como sistema de resolución de las OPA competidoras, un sistema similar a la subasta inglesa. Así, los oferentes pueden ir realizando pujas consecutivas, manteniéndose la subasta hasta que uno decide no aumentar su precio. Para evitar la prolongación excesiva de estas situaciones, el órgano supervisor de estos procedimientos (*The Panel on Takeovers and Mergers*) se reserva el derecho de “guillotinar” estos procesos imponiendo una puja final en sobre cerrado. Con el acuerdo de las partes implicadas, también se permite establecer un sistema de subasta en sobre cerrado al primer precio¹⁹.

En Francia también se permite la presentación sucesiva de ofertas competidoras siempre que supongan una mejora de las condiciones. Si han transcurrido 10 semanas desde la apertura del proceso, su órgano supervisor (*Autorité des Marchés Financiers*) tiene la capacidad de exigir una última oferta por cada parte. También en Italia se permite un sistema de mejoras sucesivas, en las OPA competidoras y se establece un plazo máximo de tiempo para estas mejoras, permitiéndose el último día de dicho periodo la remisión de una última oferta, que será la definitiva. Por lo tanto, en ambos países se permite una mezcla entre una subasta inglesa inicial, y una subasta al primer precio para cerrar los procedimientos que se hayan prolongado en el tiempo.

3.2.b. Los cambios previstos en la regulación española

La Directiva de OPA supone un amplio cambio de perspectiva en la regulación española de OPA, lo que se refleja en el proyecto de ley del gobierno que modifica completamente el Capítulo V del título IV de la Ley del Mercado de Valores (LMV) relativo a las ofertas públicas de adquisición.

En dicho proyecto, no se mencionan las OPA parciales obligatorias y se pasa a un sistema en que se exige la OPA total obligatoria para niveles de voto que superen el 30%. Por otro lado, se cambia del anterior sistema de OPA previa a uno de OPA a posteriori, siguiendo la Directiva europea. Se incorpora al derecho nacional el artículo 9 sobre pasividad de los directores incluido el derecho de reciprocidad contra oferentes que no apliquen medidas similares. Las medidas de neutralización del artículo 11 serán opcionales para las empresas reguladas por normas españolas, que si las asumen podrán exigir la reciprocidad a posibles oferentes. Otra de las novedades es la incorporación al derecho de la compraventa forzosa, que surge para niveles del 90%.

Aunque este proyecto de reforma de la LMV aún debe ser aprobado por las Cortes Generales, se pueden analizar las previsiones normativas que recoge. En todo caso, la reforma prevista de la LMV deja un amplio margen al desarrollo reglamentario, por lo que aún no se puede juzgar completamente la nueva regulación.

¹⁹ En las subastas en sobre cerrado se han permitido fórmulas que hacen referencia al precio del competidor y establecen un tope máximo a la puja propia. En ese sentido, este tipo de subastas se convierten en subastas al segundo precio, equivalentes a la subasta inglesa.

Umbral de derechos de voto que provocan la exigencia de OPA total

En el sistema vigente de OPA, estas tenían un carácter previo a la superación de unos umbrales determinados. La nueva normativa está armonizada con la europea, por lo que la obligación surgirá a posteriori. Si los umbrales fueran los mismos, este cambio facilitaría la realización de las operaciones a costa de reducir los pagos a los minoritarios tras una OPA, como se explicó en el apartado 2.2.

Los umbrales sí van a cambiar, ya que mientras en la regulación actual se exige la OPA total cuando se desee superar el 50% de los derechos de voto, en la norma prevista este nivel se sitúa en el 30%. Esta alteración supondrá una mejor protección al accionista a cambio de reducir el número de cambios de control que se producirán.

Existe una dispensa de la obligación de formular la OPA obligatoria, si el porcentaje de votos en una empresa supera el 30% pero es inferior al de otro partícipe. Esta provisión es sensible al caso en que un porcentaje determinado no otorgue el control de la empresa, en cuyo caso no sería necesaria la oferta pública, según el artículo 5.1 de la Directiva. Además, esta provisión puede favorecer que la decisión final sobre el control de una empresa se determine a través de un proceso competitivo, con dos oferentes con similares características, lo que favorecería a los minoritarios.

OPA parciales

La OPA parcial obligatoria es un mecanismo para regular la toma de control de una empresa que esté limitada a un porcentaje entre el 25% y el 50%. Dado que dicho control no es total y es disputable, la exigencia de oferta se limitaba a un 10% de las acciones.

La Directiva europea no considera la existencia de OPA parciales, ya que regula que cuando una persona tome el control de una empresa la oferta será sobre el total de las acciones. Por lo tanto es previsible que esta figura desaparezca de la regulación española, con lo que se logrará una mayor homogeneidad con la de otros países.

El efecto general de la sustitución de OPA parciales por OPA totales será una mayor protección del accionista minoritario tras el lanzamiento de la oferta. Pero para analizar el efecto completo sobre la riqueza del accionista será necesario considerar que un determinado número de operaciones, que son rentables si se utiliza una OPA parcial, no se realizarán cuando sea necesario el lanzamiento de una OPA total. Esto ocurrirá aún en el caso de que fueran eficientes económicamente y beneficiaran a los accionistas minoritarios.

Para analizar el efecto de este cambio normativo hay que diferenciar si la OPA se dirige a accionistas minoritarios o a accionistas significativos:

- Ofertas dirigidas a accionistas minoritarios. Aunque la extensión de la oferta encarezca la OPA, es probable que un gran número de ofertas parciales se conviertan en ofertas totales bajo la nueva regulación. La razón de ello es que, debido al problema de información asimétrica, los minoritarios no vendían sus acciones si se ampliaba la oferta a porcentajes mayores que los requeridos para la toma

de control o por la regulación, porque eran una señal de que el valor de la empresa sería mayor. Este problema de señalización se elimina exigiendo la OPA total en todos los casos.

- Ofertas dirigidas a accionistas de control. En este caso la reducción del número de OPA será más importante ya que obligará a extender la prima de control y con ello reducirá el precio máximo que el oferente puede pagar al accionista de control, por lo que se reducen las probabilidades de OPA aunque sean económicamente eficientes. Entre los aspectos positivos del cambio estarían:
 - Se elimina la posibilidad de OPA no eficientes económicamente, ya que el oferente debe soportar todos los efectos del cambio de control.
 - El efecto de la extensión de la OPA sobre su probabilidad de ocurrencia es menor para aquellas que provoquen aumentos en el valor de las acciones, frente a aquellas que sean una mera transferencia de las rentas de control.

Sin embargo, en ninguno de los dos casos, la teoría económica permite determinar sin ambigüedad cual será el efecto final sobre la rentabilidad esperada para los accionistas, ya que se está disminuyendo la probabilidad de OPA a cambio de una mayor rentabilidad si esta se produce.

Precio equitativo

El proyecto de ley no fija el periodo para el cálculo del precio equitativo, que se determinará en reglamentos. El mismo, deja al gobierno la capacidad de autorizar a la CNMV para que permita modificaciones en el sistema de cálculo de ese precio.

Pasividad del órgano de administración (apartado 9.2 y 9.3)

Las restricciones actuales de la norma española a los directivos son más fuertes, porque no se prevé un acuerdo de los accionistas para permitir estas operaciones. Al aplicarse la nueva Directiva éstas se flexibilizan.

Neutralización (apartado 11)

Como en el resto de los países europeos no se ha adoptado la neutralización obligatoria para las empresas afectadas por la norma española.

Reciprocidad (apartado 12.3)

Se prevé el uso de la reciprocidad contra oferentes que no estén sometidos a disposiciones iguales o equivalentes en relación al artículo 9 y al artículo 11. El posible uso de este derecho dependerá de la autorización de la junta general de accionistas. El plazo de vigencia de esta autorización no podrá exceder los 18 meses.

El uso de la reciprocidad se podrá hacer frente a empresas que no apliquen similares medidas o equivalentes. La determinación de la equivalencia de las mismas puede generar en un futuro un problema de seguridad jurídica.

Compraventa forzosa

La compra forzosa, en que los titulares de valores pueden exigir al oferente la compra de sus valores es completamente nueva en la regulación española.

Sin embargo, la figura de la venta forzosa podría asimilarse a las OPA de exclusión de negociación. En ese sentido la legislación proyectada es: (i) más estricta en cuanto a los casos, ya que ahora se exige poseer el 90% del capital para lanzarla y (ii) y más sencilla respecto al precio que se ha de pagar a los minoritarios.

4. La medición del efecto de las OPA en el precio de la acción

En los anteriores epígrafes se han recogido distintas previsiones teóricas sobre el comportamiento de los accionistas minoritarios, los accionistas significativos y los oferentes en los procesos de toma de control de las empresas a través de OPA. También se ha detallado cómo la regulación puede afectar al desarrollo de estos procesos y a sus resultados.

En los siguientes epígrafes se analizarán las OPA realizadas en España desde 1999 hasta julio de 2006. En ellos se estudiará si la teoría explicada es congruente con lo observado en la realidad y la rentabilidad que estos procedimientos generan a los accionistas minoritarios.

En este epígrafe se detallará cómo se ha creado una muestra de datos a partir de los registros de la CNMV y cómo se medirá la rentabilidad que las OPA generan para los accionistas minoritarios y los efectos sobre la evolución general del precio de la acción de una sociedad objetivo. En el siguiente epígrafe se detallarán los resultados obtenidos.

Se debe ser consciente de dos tipos de limitaciones en el presente estudio a la hora de analizar estas operaciones y la bondad de la regulación:

- La muestra utilizada es de un tamaño limitado, lo que dificultará el obtener conclusiones que sean robustas estadísticamente, especialmente por la alta dispersión de los datos disponibles.
- Se están calculando las rentabilidades generadas por las OPA presentadas. Sin embargo, para analizar de un modo completo la regulación se debería también conocer cómo afecta la misma a la probabilidad de que se presenten estas operaciones.

4.1. Muestra de datos

La muestra utilizada está compuesta por OPA aprobadas por la CNMV desde 1999 hasta julio de 2006 para tomas o aumentos de participación significativa. De estas OPA, sólo se consideran las empresas cuyas acciones se negociaban en el Sistema de Interconexión Bursátil. Se excluyen las negociadas en corros y en el Segundo Mercado para evitar problemas de datos con los precios.

También se excluyen las OPA cuyo objetivo final fue la exclusión de negociación o la reducción de capital, porque su fin no es un cambio de control en la compañía y, además, en el primer caso, los precios ofrecidos se determinan según la regulación. Además se elimina la operación sobre una empresa cuyo valor había sido suspendido casi tres años antes, ya que no es posible realizar las estimaciones necesarias por la ausencia de precios cotizados.

De las operaciones a analizar, en algunos casos se encuentran operaciones modificadas, generalmente debido a la presentación de OPA competidoras. Aunque oficialmente se consideran la misma operación, a efectos de análisis se van a tratar como operaciones distintas al haberse alterado características importantes de las mismas.

Algunas operaciones tuvieron un resultado negativo, porque no se reunieron las condiciones estipuladas en la oferta o porque se presentó una OPA competidora que la mejoró. Sin embargo, la información que produjeron las mismas, cuando todavía no era seguro su fracaso, es valiosa por lo se van a mantener en la muestra.

Se analizan un total de 68 operaciones registradas por la CNMV. Tras considerar las modificaciones en las mismas, la suma total de operaciones analizadas aumenta hasta 79. Algunas de estas operaciones son competitivas y forman parte del mismo proceso para la adquisición del control de una empresa. En la muestra existen 58 procesos independientes de OPA, de los que 51 no fueron competitivos y 7 sí.

De las 79 operaciones analizadas, incluyendo las modificaciones, 55 de ellas fueron OPA sobre la totalidad de las acciones. También en 55 de estas operaciones el resultado final fue positivo para el oferente²⁰.

La muestra disponible no se utilizará en su totalidad, para evitar sobreponderar alguno de los procesos. A la hora de realizar el análisis final se eliminarán las siguientes operaciones:

- En la muestra existen 4 procesos de OPA, que conllevan 10 ofertas distintas, en que se modificó la inicial sin que se hubiera presentado una OPA competidora. Por ello la muestra de análisis se reducirá en 6 OPA.
- En los procesos competitivos sólo se tendrá en cuenta la operación inicial y las operaciones finales aceptadas. Ello lleva a reducir la muestra en 7 operaciones más.

Debido al solapamiento de distintas operaciones, no siempre es posible utilizar la misma muestra de operaciones para analizar la rentabilidad para los accionistas o la evolución general del precio de la acción. Para las medidas que se van a calcular se van a utilizar dos agrupaciones de estas operaciones:

- Muestra A. Se utilizará para medir rentabilidades previas a la aprobación final de la OPA. Para los casos en que hubiera un proceso competitivo, se incluirá la pri-

²⁰ Se está considerando que las OPA iniciales que luego fueron modificadas no tuvieron éxito, aunque posteriormente su modificación lo tuviera.

mera OPA dentro de la submuestra de OPA iniciales, aunque no hubiera finalizado con éxito. Sólo las OPA competidoras que terminaron con éxito se incluirán en la submuestra correspondiente. Las OPA iniciales se van a incluir debido a que contienen información sobre la rentabilidad esperada antes de que se presentara otro oferente.

- Muestra B. Se utilizará para medir las rentabilidades tras la aprobación de la OPA. En este caso, no se utilizarán las OPA iniciales que tras un proceso competitivo no tuvieran éxito, ya que se estaría sobreponderando determinadas operaciones, sin que ofrecieran información adicional.

4.2. Rentabilidad para el accionista minoritario de la empresa objetivo

Para analizar las rentabilidades de las estrategias a corto plazo de los accionistas minoritarios ante una OPA se siguen el Informe al Consejo de Ministros de Australia sobre OPA parciales, publicado en agosto de 1985. Las variables que consideran son:

- **P**, precio ofrecido en la OPA.
- **PAD**, precio de cierre del día anterior al anuncio de la OPA. En caso de haber varias operaciones competidoras o modificadas, se utilizará el precio anterior al hecho relevante de la primera de ellas.
- **PO**, precio de cierre del día posterior al anuncio de la OPA, o el inmediatamente posterior si la cotización hubiera permanecido suspendida durante ese día. También en relación a la primera operación, en caso de operaciones competidoras o modificadas.
- **PT**, precio de cierre del día de autorización de la OPA, o el inmediatamente posterior si la cotización permaneciera suspendida durante ese día.
- **PI**, precio de cierre del día inicial del periodo de aceptación de la OPA, o el inmediatamente posterior si la cotización permaneciera suspendida durante ese día.
- **PF**, precio de cierre del día posterior a la publicación de los resultados de la OPA.
- λ , aproximación a la prorrata. Es el número de acciones adquiridas por el oferente, dividido por el número de acciones que aceptaron la OPA. Su máximo será uno²¹.
- **d**, dividendos pagados durante la oferta, si el precio de la OPA no se ha ajustado por el mismo.

A partir de las anteriores variables se consideran las posibles estrategias del accionista y las rentabilidades de las mismas. La primera de ellas será acudir a las OPA y las

²¹ Así, por ejemplo, si la oferta fuera sobre el 10% de las acciones de la compañía y hubieran acudido a venderse el 15% de las acciones, este ratio sería de 2/3. El caso de que la OPA no tuviera éxito se va a considerar que este ratio es igual a 1.

otras cuatro estarán basadas en la venta en el mercado de las acciones durante el proceso de la oferta. La razón de considerar varias estrategias de venta al mercado, es que el procedimiento de venta en una OPA puede ser relativamente largo²² y el accionista puede decidir o necesitar la venta antes de que finalice toda la operación.

Considerando que durante el procedimiento de la oferta la evolución general del mercado tiene poca influencia sobre el precio de la acción, para analizar la rentabilidad de estas estrategias no se utilizará ningún modelo de evolución relativa al mercado. Cuando se analicen periodos más largos del tiempo fuera del periodo entre el anuncio de la operación y la publicación de resultados se utilizará un modelo CAPM cuyo índice de referencia será el Índice General de la Bolsa de Madrid. En ambos casos se realizará un ajuste en la rentabilidad por los dividendos brutos repartidos por las compañías.

- **Estrategia 1^a.** Aceptar la OPA y ofrecer todas las acciones al oferente. Si la OPA es parcial, puede que se aplique una prorrata, ya que el accionista no podrá vender todas sus acciones. Se supone que tras el cierre del periodo de aceptación de la OPA, acudirá al mercado para vender las acciones que no vendidas a través de la OPA.

Así, la rentabilidad de la Estrategia 1^a ante una OPA es:

$R = \lambda \cdot \frac{P - PAD + d}{PAD} + (1 - \lambda) \cdot \frac{PF - PAD + d}{PAD}$. Si no hubiera prorrata, λ sería igual a 1, porque las acciones adquiridas serían iguales a las vendidas.

- **Estrategia 2^a.** Se acude al mercado a vender los títulos inmediatamente después del anuncio de la OPA $R = \frac{PO - PAD + d}{PAD}$
- **Estrategia 3^a.** Se acude al mercado a vender los títulos inmediatamente después de conocerse la autorización de la OPA $R = \frac{PT - PAD + d}{PAD}$
- **Estrategia 4^a.** Se acude al mercado a vender los títulos al iniciarse el periodo de aceptación de la OPA $R = \frac{PI - PAD + d}{PAD}$
- **Estrategia 5^a.** Se acude al mercado tras la publicación de los resultados de la OPA $R = \frac{PF - PAD + d}{PAD}$

En la muestra se incluyen OPA aprobadas que tuvieron un resultado negativo. Aunque la Estrategia 1^a no esté disponible en estos casos, se incluyen porque los precios se formularon en el momento que todavía no se conocía si la OPA iba a tener éxito.

En el caso de existencia de OPA competidoras u OPA modificada, la rentabilidad para el accionista se calcula usando como precio anterior al conocimiento de la presentación de la operación (PAD), el precio anterior al hecho relevante de la OPA inicial.

²² En la muestra considerada, el periodo medio entre la publicación del primer hecho relevante relativo a la adquisición y la publicación de los resultados es de 99 días naturales para el caso de procesos en que no ha habido OPA competidoras y de 160 en los casos en que sí lo ha habido.

Hacerlo así permite calcular el beneficio extraordinario en cada una de estas operaciones, evitando el minusvalorar la rentabilidad para el accionista en estas OPA.

El cálculo de las estrategias 2^a a 5^a permite analizar el ajuste del precio de las acciones de la empresa objetivo durante el procedimiento de la OPA. La última estrategia, la de vender tras la publicación de resultados también es interesante porque muestra el valor esperado de la acción una vez que la opción de vender en la OPA no está disponible, y por lo tanto informa de las expectativas del mercado sobre la nueva gestión. En las OPA parciales existe una incertidumbre adicional sobre la rentabilidad de la operación, ya que los minoritarios no conocen el porcentaje que podrán vender en la OPA.

4.3. Evolución de los precios de las empresas objetivo de una OPA

Además de medir la rentabilidad para el accionista según distintas estrategias durante el proceso de la OPA, es interesante comprobar si la realización de una oferta tiene efectos significativos sobre el precio de la acción en el periodo previo y en el periodo posterior a la OPA. En este apartado detalla como se analizarán estos periodos.

La forma de medición se basa en analizar los rendimientos anormales de una manera similar a la que se explica en López (2006). Para ello se utilizarán las rentabilidades semanales de las empresas objetivo, ajustadas por los dividendos distribuidos y se compararán con los rendimientos esperados de esa empresa según un modelo que tenga en cuenta la evolución general de mercado.

Para calcular una evolución esperada o habitual de esa empresa en función del mercado se utilizará un modelo CAPM. Dado que en el periodo de análisis abarca el año anterior a la publicación del hecho relevante de OPA, el cálculo de los parámetros se ha realizado utilizando el año anterior (-730 días, -365 días).

Los parámetros del modelo CAPM no son significativos para todas las empresas estudiadas, especialmente para las de pequeña capitalización. Por ello se han hecho una serie de regresiones individuales para cada empresa de la siguiente manera:

- (i) Regresión de la rentabilidad de la empresa respecto a una constante y la rentabilidad del índice IGBM. Si ambos parámetros eran significativamente distintos de cero al 10% se utilizaba este modelo.
- (ii) Se hacía la regresión utilizando únicamente la rentabilidad del IGBM como variable explicativa. Si el parámetro de dicha variable es significativo al 10% se utiliza este modelo.
- (iii) Se considera que la rentabilidad es un ruido blanco.

De modo que la esperanza de rentabilidad de las acciones de la empresa i para la semana t , siendo r_{mt} la rentabilidad semanal del IGBM, viene dada por:

$$E(r_{it}) = \begin{cases} (i) \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot r_{mt} \\ (ii) \hat{\beta} \cdot r_{mt} \\ (iii) 0 \end{cases}$$

Utilizando la esperanza y la varianza estimadas, se procede a calcular la rentabilidad anormal de una empresa en una semana determinada: $ar_{it} = r_{it} - E(r_{it})$ con media cero y varianza $\hat{\sigma}_{it}^2$.

Para analizar los efectos a largo plazo de las OPA en los precios de las acciones se utilizan la rentabilidad anormal acumulada de varias semanas, suponiendo que el término de error es independiente e idénticamente distribuido. Así, para el periodo de la semana t a la semana $t+\tau$, esta variable será $car_{it,t+\tau} = ar_{it} + ar_{it+1} + \dots + ar_{it+\tau}$ y su varianza será la suma de la varianza estimada para cada semana.

Para valorar conjuntamente los efectos se procederá a dividir cada uno de los rendimientos anormales acumulados por su propia desviación típica estimada, suponiendo que cada uno de ellos sigue una distribución *t-student* con los grados de libertad que corresponden a cada estimación individual. Estas variables estandarizadas se agregarán para el total de la muestra y para agrupaciones particulares que se quieran analizar, estandarizando dicha suma.

Así, si se desea estudiar el subgrupo de OPA J para el periodo $(t, t+\tau)$ se calculará:

- La suma de $car_{it,t+\tau}^J = \sum_J car_{it,t+\tau}$.
- La varianza esperada del término anterior se calcula según los grados de libertad utilizados en cada una de las estimaciones i, ii y iii. Siendo g_i los grados de libertad de cada una de las estimaciones, la varianza será $\sum_J \frac{g_i}{g_i - 1}$.
- Los contrastes de significatividad se harán sobre el cociente de ambos términos.

Al analizar el periodo previo al lanzamiento de la OPA se puede esperar:

- En los plazos previos más cercanos al hecho relevante se puede esperar un aumento de los precios, según lo expuesto en López (2006). Esto se debe a posibles fugas de información privilegiada por parte de las partes implicadas en la OPA.
- A medio y largo plazo se puede esperar una revalorización anormalmente positiva de la empresa, ya que incluso la información pública permite a los inversores considerar aumentos en la probabilidad de la OPA. Así, por ejemplo, aumentos de la participación significativa de un posible oferente u anuncios de deseos de venta de los actuales accionistas significativos, podrían llevar a que el mercado aumentará la prima por una posible oferta.

Inmediatamente después de la publicación de los resultados de la OPA, el precio de mercado reflejará las expectativas que ha creado para los accionistas el cambio de control. La evolución posterior del precio indicará si esas expectativas están siendo

cumplidas en el año posterior al cierre de la operación. Con esta información se podrá valorar el efecto a largo plazo de las OPA sobre el valor de la empresa.

4.4. La rentabilidad de las OPA en Europa

Para ofrecer los datos españoles en su contexto internacional se recogen los resultados de dos estudios publicados por el Instituto Europeo de Gobierno Corporativo²³. Estos trabajos son los de Goergen y Renneboog (2003) y los de Martynova y Renneboog (2006). Ambos se centran en el análisis de las rentabilidades de mercado obtenidas por las empresas involucradas en fusiones o adquisiciones, tanto en el día del anuncio de la operación como en periodos previos y posteriores. Ambos trabajos analizan operaciones en que al menos una de las partes era una empresa europea cotizada para así estudiar sus efectos tanto sobre la empresa objetivo como sobre la oferente.

El primero de estos trabajos se centra en operaciones relativamente importantes, ya que el valor de lo pagado debe superar los 100 millones de dólares. El periodo de análisis va desde 1993 a 2000 y la muestra está compuesta por 187 operaciones, de las cuales en 136 la empresa objetivo cotizaba en los mercados de valores. La media de la rentabilidad anormal de estas operaciones fue del 9,0% para las empresas objetivo en el día del anuncio de la operación.

En el trabajo de Martynova y Renneboog (2006) se describen las operaciones de control durante la denominada quinta oleada de adquisiciones (1993-2001). Este trabajo difiere del anterior en que en este caso se incluyen todas las operaciones de este tipo en que estuviera involucrada una empresa cotizada, independientemente de su tamaño, por lo que la muestra es de 2.419 empresas. En 889 de estos casos la empresa objetivo era cotizada, y la rentabilidad media en el día del anuncio fue del 9,1%. Además, en este documento se comprueba que existe una relación negativa entre la propiedad previamente adquirida por el oferente en la empresa y la rentabilidad producida por el anuncio de la OPA. Este resultado es coherente con la teoría sobre las participaciones previas del oferente, explicada en el apartado 2.2.

²³ La consulta de estos y otros documentos se puede realizar en la página web del propio instituto: www.ecgi.org.

5. Resultados

5.1. La rentabilidad para el accionista en las OPA

El dato más destacable es que las OPA generan una rentabilidad extraordinaria positiva para el accionista minoritario. Esta rentabilidad es significativamente distinta de cero para cualquier estrategia de venta de las acciones, como se puede observar en el cuadro 2:

- La media de rentabilidad para aquellos que acudieron a la oferta (Estr. 1^a) es del 13,2% respecto al precio anterior al hecho relevante.
- Sin necesidad de esperar a ese momento, los accionistas que vendieron inmediatamente después de la publicación del hecho relevante (Estr. 2^a) obtuvieron una rentabilidad del 11,9%.
- Para los accionistas que vendieron en el mercado las acciones tras la autorización de la operación (Estr. 3^a), la rentabilidad fue del 11,6%.
- Aquellos que vendieron sus acciones al iniciarse el periodo de aceptación (Estr. 4^a) obtuvieron un 12,6% de rentabilidad.
- Los que vendieron tras la publicación de resultados obtuvieron en media un 12,3% de rentabilidad.

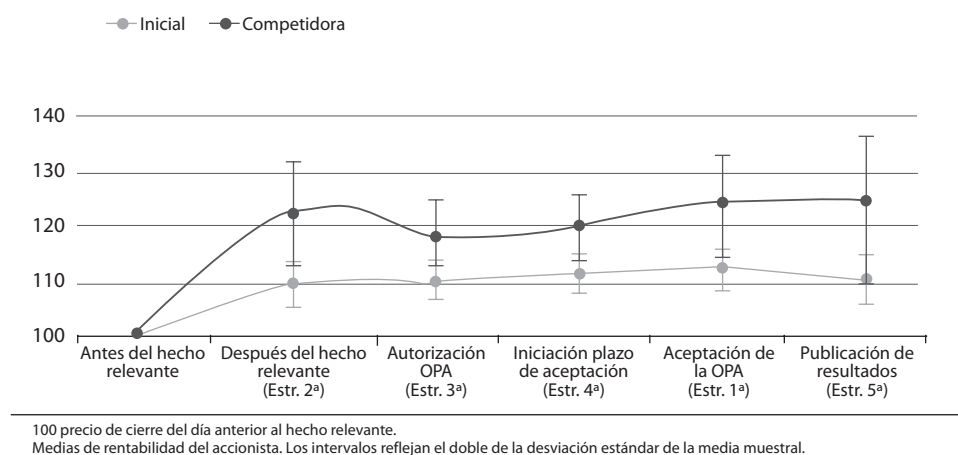
En el gráfico 2 se puede ver la evolución temporal de los precios de las acciones afectadas en una OPA. El efecto principal se produce tras la diseminación de la información sobre una OPA, y luego se mantiene básicamente en el mismo nivel.

Los efectos de estas operaciones a largo plazo se pueden separar en aquellos de carácter previo a la comunicación del hecho relevante y aquellos posteriores a la publicación de los resultados, como se puede observar en el cuadro 3. A modo de ilustración, también se ofrece, en el gráfico 3, las medias de rentabilidad bruta de las acciones.

- Con carácter previo al hecho relevante, las empresas que en el futuro experimentarán una OPA tienen una rentabilidad acumulada positiva, que es significativamente distinta de cero.

Ajuste de los precios en el periodo de OPA

GRÁFICO 2



Rentabilidad para el accionista según distintas estrategias

CUADRO 2

%, excepto número, que aparece en unidades

	Número	Muestra A		Número	Muestra B		
		Estr 1ª	Estr 2ª		Estr 3ª	Estr 4ª	Estr 5ª
Todas	66	13,2 <i>1,7</i>	11,9 <i>1,5</i>	57	11,6 <i>1,7</i>	12,6 <i>1,6</i>	12,3 <i>2,2</i>
No competitivo	58	11,6 <i>1,7</i>	10,3 <i>1,5</i>	49	10,4 <i>1,8</i>	11,4 <i>1,8</i>	10,5 <i>2,2</i>
Total	39	12,2 <i>2,4</i>	10,7 <i>2,1</i>	33	11,1 <i>2,6</i>	12,0 <i>2,5</i>	11,0 <i>2,9</i>
Parcial	19	10,3 <i>2,0</i>	9,4 <i>1,6</i>	16	8,9 <i>1,8</i>	10,2 <i>2,0</i>	9,6 <i>3,2</i>
Minor.	25	13,3 <i>2,8</i>	11,2 <i>2,7</i>	23	9,8 <i>2,8</i>	11,0 <i>2,9</i>	9,9 <i>3,5</i>
Control	33	10,3 <i>2,2</i>	9,6 <i>1,7</i>	26	10,9 <i>2,4</i>	11,8 <i>2,3</i>	11,1 <i>2,8</i>
Competitivo	8	24,8 <i>5,1</i>	23,9 <i>5,0</i>	8	18,8 <i>3,0</i>	19,6 <i>3,1</i>	23,3 <i>6,5</i>
Total	7	24,9 <i>5,8</i>	24,4 <i>5,8</i>	7	19,6 <i>3,3</i>	20,5 <i>3,4</i>	20,4 <i>6,8</i>
Parcial	1	24,7 <i>--</i>	20,1 <i>--</i>	1	13,7 <i>--</i>	13,5 <i>--</i>	43,3 <i>--</i>
Minor.	4	32,5 <i>8,0</i>	30,8 <i>8,4</i>	4	20,7 <i>4,8</i>	23,0 <i>4,8</i>	37,3 <i>6,7</i>
Control	4	17,2 <i>4,1</i>	17,0 <i>4,0</i>	4	17,0 <i>4,0</i>	16,2 <i>3,7</i>	9,2 <i>4,8</i>

Los datos sobre rentabilidades medias en fuente normal. Los datos sobre la desviación típica estimada de la media muestral de las rentabilidades aparecen en cursiva.

No competitivo son aquellos procesos en que no ha habido competencia. Competitivo son los procesos finales en que la ha habido. Total son OPA sobre el total de las acciones, mientras que Parcial son aquellas sobre una parte del capital. Minor son las OPA dirigidas a accionistas minoritarios, mientras que Control son las dirigidas a accionistas significativos.

- A corto plazo, tras la publicación de los resultados de las OPA, se produce en media un descenso en los precios de las acciones, mientras que a medio y largo plazo esta rentabilidad respecto al precio en la publicación de resultados pasa a ser positiva. Ninguna de estas variaciones es significativamente distinta de cero.

Evolución del precio antes y después de la OPA. Rendimientos anormales acumulados

CUADRO 3

%

	-1A,t	Muestra A				Muestra B			
		-6M,t	-3M,t	-1M,t	t,+1M	t,+3M	t,+6M	t,+1A	
Todas	5,1	6,0	7,0	4,3	-0,6	-1,0	2,3	4,4	
	3,8	2,5	2,2	1,0	1,5	2,0	3,4	4,7	
No competitivo	2,5	5,7	7,2	4,3	-1,2	-1,9	1,6	4,1	
	4,0	2,7	2,5	1,1	1,6	2,2	3,9	5,4	
Total	4,1	8,8	10,0	5,2	-0,6	-2,4	2,4	3,5	
	5,3	3,7	3,1	1,5	2,1	3,0	5,4	7,0	
Parcial	-0,9	-0,9	1,6	2,4	-2,5	-0,7	-0,1	5,4	
	5,7	2,5	3,7	1,4	2,3	2,9	4,3	8,4	
Minor.	-1,6	-2,7	0,3	1,2	-4,2	-5,7	-2,6	-5,1	
	4,9	2,7	3,4	1,2	2,1	3,0	4,2	5,3	
Control	5,8	12,3	12,5	6,6	1,4	1,5	5,2	12,3	
	6,1	4,0	3,2	1,6	2,3	3,0	6,2	8,8	
Competitivo	26,2	8,3	5,5	4,3	3,5	3,9	6,7	6,2	
	8,7	6,1	5,4	2,4	3,6	4,3	5,9	4,6	
Total	23,5	7,4	4,8	3,4	0,2	0,5	4,0	3,3	
	9,7	7,0	6,2	2,6	2,2	3,3	6,0	4,3	
Parcial	42,6	13,5	10,5	10,1	26,1	17,5	17,5	17,5	
	--	--	--	--	--	--	--	--	
Minor.	15,2	2,0	-1,4	1,2	4,8	3,1	6,5	4,6	
	13,1	4,9	4,9	3,0	7,3	9,0	10,9	9,7	
Control	40,9	16,7	12,4	7,3	2,1	4,8	6,9	7,8	
	7,2	11,8	9,0	3,4	3,3	3,6	7,0	3,5	

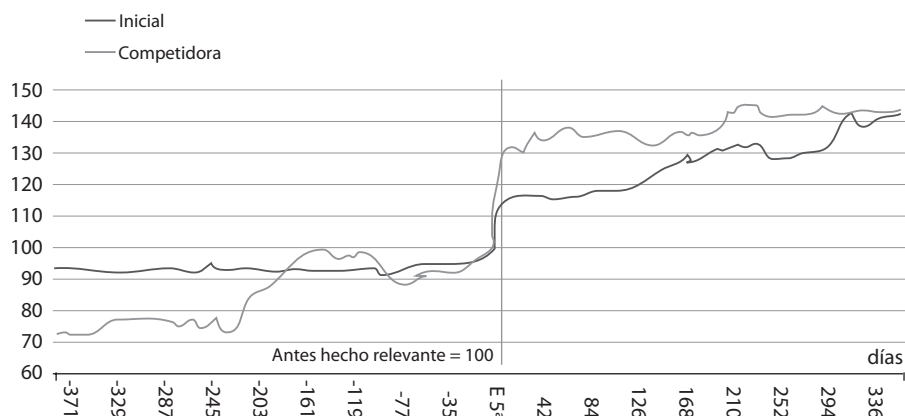
Los datos sobre rentabilidades anormales acumuladas medias en fuente normal. Los datos sobre la desviación típica estimada de la media muestral de las rentabilidades aparecen en cursiva.

No competitivo son aquellos procesos en que no ha habido competencia. Competitivo son los procesos finales en que la ha habido. Total son OPA sobre el total de las acciones, mientras que Parcial son aquellas sobre una parte del capital. Minor son las OPA dirigidas a accionistas minoritarios, mientras que Control son las dirigidas a accionistas significativos.

⁽¹⁾ Rentabilidad anormal acumulada hasta el día anterior al hecho relevante.

⁽²⁾ Rentabilidad anormal acumulada desde la fecha de publicación de los resultados de la OPA.

La Directiva europea establece que el precio ofrecido en la OPA no puede ser inferior al precio máximo pagado por el oferente previamente a la operación durante un periodo de entre 6 y 12 meses. Como se mencionó anteriormente, esta norma tiene la ventaja de su sencillez, para controlar que se trate por igual a todos los accionistas de la empresa, pero puede bloquear temporalmente la realización de OPA tras un descenso de la cotización, si el oferente ha comprado un solo título a precio de mercado.



Media aritmética de los precios en realación al precio del hecho relevante. Esta media no elimina las variaciones debidas a movimientos del mercado ni estandariza por la volatilidad media de la acción.

Tomando como referencia las operaciones de la muestra A, se calcula el precio de cierre máximo²⁴ de las empresas durante el periodo anterior al hecho relevante. Si se considera un periodo de 6 meses, un 25,8% de las operaciones tienen un precio inferior al precio de cierre máximo. Si se extiende el plazo de cálculo a un año, entonces un 30,3% de las operaciones incumplirían dicha condición. Este efecto tiene un componente cíclico, como se puede observar en 2002, cuando las cotizaciones tuvieron descensos generalizados, año en que un 75% de las OPA incumplirían los requisitos para ambos plazos.

5.2. Procesos competitivos y no competitivos

En la muestra utilizada hay 8 operaciones consideradas como competidoras generadas a partir de 7 procesos distintos²⁵. En sólo uno de estos casos las operaciones eran parciales, mientras que en otro, aunque la OPA inicial era parcial, se amplió su alcance a la totalidad de las acciones en las modificaciones posteriores.

Dentro de la muestra existen 3 procesos competitivos regulados según la normativa anterior²⁶ que preveía que sólo el oferente inicial podía realizar mejoras en su oferta. En los tres casos fue éste quien finalmente tuvo un mayor éxito, a pesar de que dos de ellos no era el máximo accionista, en contra de lo previsto en el apartado 2.4.

La normativa actual sobre OPA competidoras establece la realización de una subasta en sobre cerrado al primer precio para determinar las ofertas finales. Esta norma reguló el resto de procesos competitivos. Con la nueva norma desapareció la venta-

²⁴ Aunque el precio de cierre del mercado no sea el mismo que paga el oferente, da una información clara de la evolución temporal del precio de la empresa. Dado que el objetivo es analizar cuando una OPA se podría ver bloqueada simplemente por la evolución del mercado, este precio es el más adecuado.

²⁵ La razón de esta discrepancia, es que en uno de estos procesos hubo 2 OPA finales que adquirieron títulos, por lo que no se elimina ninguna de la muestra.

²⁶ En la muestra son las operaciones sobre Inmobiliaria Zabalburu, Hidroeléctrica del Cantábrico e Ibérica de Autopistas.

ja que tenía el oferente inicial y los resultados finales son más acordes a lo que la teoría prevé sobre el posible ganador.

En el cuadro 2 se pueden observar las importantes diferencias en rentabilidad para el accionista que generan los procesos competitivos por el control de las empresas. Los accionistas que vendieron sus acciones en la OPA (Estrategia 1^a) tuvieron en media una rentabilidad del 11,6% en los procesos no competitivos. En aquellos casos en que acudieron competidores, la rentabilidad media fue del 24,8%. Aquellos accionistas que prefirieron no esperar al cierre de la operación y vendieron sus acciones tras el hecho relevante (Estrategia 2^a) obtuvieron una rentabilidad media del 10,3% en los procesos no competitivos, frente a al 23,9% en los que sí lo fueron. Ambas diferencias son significativas estadísticamente.

También las estrategias de venta tras la autorización, el inicio del periodo de aceptación y la publicación de resultados (Estrategias 3^a, 4^a y 5^a, respectivamente) muestran que la presencia de competidores por la empresa tienen un efecto positivo significativo estadísticamente para los minoritarios. Así, en procesos en que no hubo rivalidad las rentabilidades medias fueron del 10,4%, el 11,4% y el 10,5%, en cada estrategia, mientras que cuando concurren varios oferentes las rentabilidades medias pasaron a ser del 18,8%, el 19,6% y el 23,3% respectivamente.

En el cuadro 3 se pueden analizar las diferencias de rentabilidad para los periodos anterior y posterior a la OPA:

- En media existe una gran diferencia entre la rentabilidad anormal acumulada durante el año anterior a la realización de OPA competitivas. Sin embargo, esta diferencia no es estadísticamente significativa respecto a las no competitivas.
- Las diferencias en rendimientos anormales en los periodos anteriores al hecho relevante son menores para los plazos más cortos, y tampoco son significativamente distintos de cero.
- No se puede distinguir estadísticamente la rentabilidad, tras la publicación de resultados, de los procesos competitivos respecto a los no competitivos.

5.3. OPA totales y parciales

Una de las características particulares del actual régimen regulador de OPA en España es la existencia de las OPA obligatorias parciales. Por ello es de especial interés analizar su incidencia sobre la rentabilidad para el accionista.

Como se mencionó anteriormente, para controlar el efecto de la prorrata en la rentabilidad del accionista, en la estrategia 1^a se establece un precio ponderado por la misma. En el cuadro 2 aparecen las medias de rentabilidad tanto para esa estrategia como para las otras cuatro definidas.

Para comparar ambos tipos de operaciones, totales y parciales, sólo se van a analizar aquellos procesos no competitivos debido a que la muestra sólo contiene una OPA competitiva parcial.

Aunque la rentabilidad media para el accionista es ligeramente superior para las OPA totales en las cinco estrategias, en ningún caso esta diferencia es significativa estadísticamente. Por ello, no se puede afirmar que para esta muestra de operaciones, la parcialidad de las OPA haya significado una reducción de los pagos para el accionista, en contra de lo previsto teóricamente. Sin embargo, esta afirmación debe tomarse con precaución, ya que el tamaño de la muestra es reducido y tiene una gran dispersión.

En cuanto a la rentabilidad previa al hecho relevante de lanzamiento de la OPA, su media es superior para el caso de las totales pero nuevamente la diferencia no es significativa estadísticamente. En el caso de la rentabilidad posterior a la publicación de resultados, la media de las parciales es en general inferior, pero tampoco es significativa estadísticamente.

5.4. Influencia de la participación accionarial y los acuerdos previos en la rentabilidad

En la descripción teórica de las OPA se han utilizado dos modelos distintos: (i) aquellos en que el oferente se dirigía a accionistas minoritarios, pudiendo tener o no una participación previa en la empresa y (ii) aquellos en que existía ya un accionista de control distinto del oferente, al cual se le hacía la oferta.

La teoría económica es ambigua sobre la rentabilidad comparada en ambos casos. Por ello, es interesante tratar de analizar si se observan diferencias entre estos tipos de operaciones y las características en cada una de ellas que pueden afectar a la rentabilidad del accionista.

En las dos primeras estrategias, que se analizan a través de la submuestra A, la rentabilidad media de las OPA sobre empresas con capital concentrado es ligeramente superior, mientras que en las otras tres estrategias, submuestra B, ocurre lo contrario. Sin embargo, ninguna de estas diferencias es estadísticamente significativa.

Sí hay diferencias significativas estadísticamente en el comportamiento previo al hecho relevante. Así, las empresas en las que posteriormente se lanzará una OPA a accionistas dispersos, la rentabilidad acumulada antes de la misma es inferior a los casos en que el capital está concentrado. Sin embargo, esto se debe en gran parte a un único caso, en que la intención del accionista de referencia de vender la empresa fue anunciada con una gran antelación.

En los siguientes apartados se van a analizar este tipo de operaciones según la participación del oferente o la participación del accionista de control anterior.

5.4.a. OPA dirigidas a accionistas minoritarios

De las operaciones analizadas, 29 se han clasificado como dirigidas a accionistas minoritarios. En general se han incluido como este tipo de OPA aquellas en que el oferente tenía la mayor participación de la empresa²⁷. Cuando dicha participación

²⁷ Existen dos casos en que no se cumple dicho criterio, pero que el máximo accionista tiene también una participación demasiado baja como para poder influir en el resultado final de la OPA.

era baja, se ha analizado si existía la posibilidad de un acuerdo con un accionista mayoritario que le permitiera la toma de control, en cuyo caso no se incluía.

De estas operaciones, 25 son iniciales y otras 4 son las ganadoras en un proceso competitivo. 17 de ellas fueron OPA sobre el total de la empresa mientras 12 fueron parciales. De las 29 operaciones, en 5 de ellas el oferente poseía una participación superior al 50% en el momento de lanzar la operación. Estas operaciones no se considerarán como de toma de control y se excluirán del análisis de este apartado.

Usando el resto de operaciones se va a tratar de comprobar las previsiones teóricas realizadas anteriormente, aunque dado el pequeño tamaño de la muestra los resultados son poco robustos estadísticamente.

La teoría económica considera que, debido al problema de *free rider* de los minoritarios, no se podrán realizar OPA beneficiosas para el oferente y dirigidas a la toma de control sino se cumplen que (i) no todo el incremento de valor por la toma de control se refleje en el valor de las acciones de la empresa objetivo²⁸ o que (ii) el oferente tenga una participación inicial en la empresa, por la que obtenga beneficios tras el cambio de control. De la muestra analizada, únicamente en dos casos el oferente no tenía propiedad en la empresa²⁹, mientras que en el resto esa propiedad era superior al 10%.

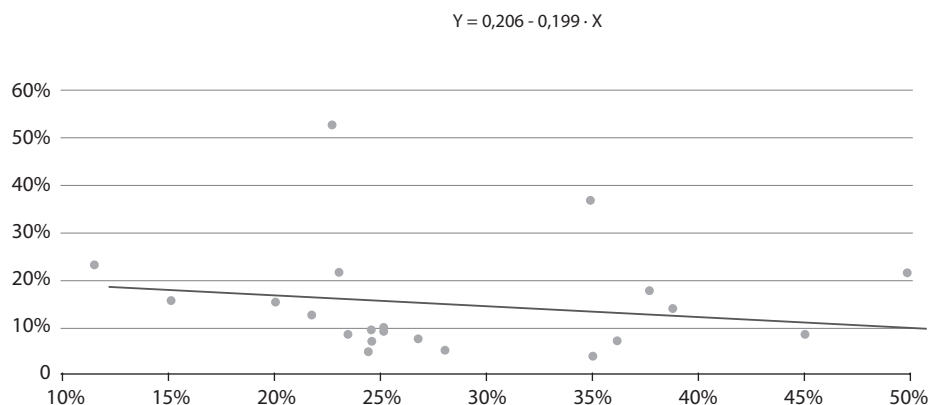
La teoría también predice que, en las OPA dirigidas a accionistas minoritarios, la rentabilidad para los accionistas se reducirá cuanto mayor sea la participación previa del oferente porque: (i) si se conocía dicha participación, el precio de mercado anterior al hecho relevante ya incluía una prima por esa posibilidad y (ii) cuando la información sobre la mejora en la empresa es asimétrica, el valor esperado del cambio de control es menor cuanto mayor es la participación previa.

El tamaño de la muestra es demasiado reducido para hacer un contraste riguroso de este efecto. A modo de ilustración en el gráfico 4 se recogen las rentabilidades según la estrategia 1^a para distintos niveles de participación previa. Como se puede observar, en principio no se podría rechazar lo que la teoría predice.

De la teoría también se deduce que la adquisición de participaciones previas al lanzamiento de la OPA es muy beneficiosa para el oferente. Sin embargo, en muy pocas de las operaciones analizadas se observan aumentos en las participaciones significativas del oferente en el año anterior a la operación. Esta observación iría en contra de lo esperado por la teoría.

²⁸ Sería el caso en que existiera dilución sobre la mejora en el valor de la empresa o que los beneficios de la toma de control se reflejaran también en la empresa oferente.

²⁹ Estas dos OPA se separan de lo esperado por la teoría expuesta sobre ofertas realizadas a accionistas dispersos. Las razones es que en ambas se incumplen los supuestos implícitos en el modelo utilizado. En la primera de ellas, el motivo era la toma voluntaria de una participación del 10% por motivos de inversión, no de cambio de control. En la segunda, el oferente compraba otra gran empresa de un sector industrial en que el número de competidores es pequeño y existen grandes costes fijos de entrada, por lo que se beneficiaba a la vez de economías de escala y una reducción de la competencia para la propia empresa oferente. Estas dos observaciones se han eliminado del análisis expuesto en el gráfico 4.



5.4.b. OPA sobre empresas con un accionista de control

De las operaciones analizadas, se considera que en 37 casos la oferta se dirigía a uno o varios accionistas significativos de la empresa objetivo. Sin embargo, en un gran número de éstas no existía un acuerdo explícito de venta por parte de los accionistas de la empresa objetivo, por lo que la clasificación es hasta cierto punto discrecional.

Aún así, la submuestra que se va a considerar en el siguiente análisis cumple en general con lo esperable en este tipo de operaciones:

- En el 81,1% de las operaciones, el oferente no contaba con ninguna participación previa en la empresa objetivo. En el resto de casos, esta participación era inferior al 10,0%.
- El porcentaje en manos de accionistas significativos varía entre las empresas y es difícil juzgar un umbral para considerarlos accionistas de control. En la muestra únicamente aparecen empresas en que al menos el 10% del capital esté en manos de accionistas significativos.
- En 16 operaciones no había un acuerdo explícito con los antiguos accionistas para la venta de su participación. Para aumentar la probabilidad de venta por parte de estos, en 13 de estas operaciones se condicionó su efectividad a un porcentaje mínimo, como se explicaba en el apartado 2.3.

La teoría económica predice que 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, que son independientes de su participación. Por ello cuanto más porcentaje de acciones venda al oferente el precio final será menor.

El contraste de esta afirmación es difícil, ya que en primer lugar hay que determinar el porcentaje que vendería el accionista de control. Para su cálculo se disponen de tres cifras:

- La suma de las participaciones significativas en la empresa objetivo en el momento de publicación del hecho relevante.

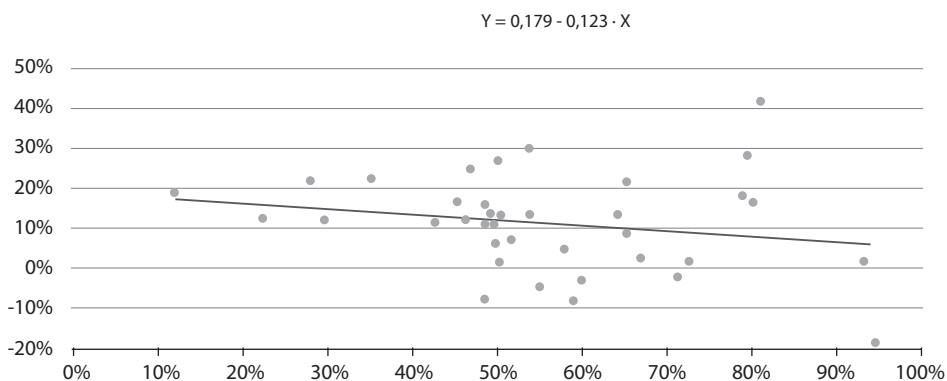
- Los acuerdos previos de venta al oferente.
- El porcentaje mínimo de aceptación a que está sujeta la oferta.

Tras probar con las tres variables no se ha logrado un modelo que permita afirmar teoría como correcta, aunque tampoco rechazarla. A modo de ilustración se muestra en el gráfico 5 la dispersión de la rentabilidad de la estrategia 1ª respecto a la suma de las participaciones significativas en la empresa objetivo.

En este tipo de tomas de control, la existencia de las OPA obligatorias es más importante para proteger a los accionistas minoritarios cuando el cambio en la gestión es una transferencia de rentas de control a costa de reducir el valor de las acciones. No se dispone de información sobre dichas rentas de los gestores, pero analizando la muestra de las OPA en empresas con capital concentrado se puede observar tanto a corto plazo (Estrategia 5ª) como a largo plazo, no producen una disminución en el valor de las acciones, por lo que cabría descartar que se estuvieran produciendo en perjuicio de los accionistas.

Rentabilidad de la estrategia 1ª en relación a las participaciones significativas de la empresa objetivo

GRÁFICO 5



6. Conclusiones

Este trabajo analiza la toma de control de empresas cotizadas a través de ofertas públicas de adquisición. Se utilizan modelos teóricos para estudiar los incentivos de cada una de las partes involucradas y los efectos sobre su bienestar, según distintas normativas de OPA. A partir de estas conclusiones, se examina la Directiva de OPA y la transposición que han hecho de la misma varios Estados miembros, entre ellos España. Por último, se procede a examinar las OPA aprobadas en nuestro país, para conocer como han afectado a la rentabilidad del accionista minoritario y comprobar que la teoría utilizada no se vea refutada por la realidad.

La principal conclusión de este estudio, es que los órganos que generan las normas sobre estos procesos tienen una tarea compleja. Por un lado pueden tratar de aumentar la protección y la rentabilidad de los accionistas minoritarios que se vean envueltos en una OPA. Pero al hacer esto, será menos probable que se produzca dicha oferta, por lo que en algunos casos el minoritario perderá la oportunidad de obtener cualquier tipo de rendimiento extraordinario. Por ello es imposible determinar teóricamente la regulación óptima, aunque ésta deberá estar en un punto intermedio entre la máxima protección al minoritario y el máximo incentivo a estas operaciones.

Aún cuando la teoría no sea capaz de establecer el nivel de protección óptima del minoritario, la observación de la realidad podría ofrecer la información suficiente para establecer la regulación más adecuada. Sin embargo, el uso de la evidencia empírica para asesorar al regulador del mercado de valores se ve muy limitado en el caso de las OPA. Esto se debe a que sólo se observan las ofertas efectivamente realizadas y no aquellas, que debido a la regulación, no se han lanzado. Además, la heterogeneidad de estas operaciones hace difícil obtener un modelo de probabilidad y rentabilidad que sea extensible a todos los casos.

Una recomendación clara, es que se debe incentivar al máximo la competencia entre los posibles oferentes. La razón de ello, es que la lucha entre varios candidatos al control de la empresa maximizará la rentabilidad para el accionista minoritario. Para lograrlo, es necesario utilizar subastas al primer precio que, aunque no aseguran la eficiencia del resultado, hacen más probable que surjan competidores.

Para homogeneizar las normas de sus Estados miembros, la UE aprobó la Directiva de OPA que establece una regulación para los casos de OPA obligatorias de toma de control. Esta norma deja un amplio margen a las decisiones nacionales sobre aspectos fundamentales, como el porcentaje de derechos de voto que hace obligatoria la OPA, el periodo de cálculo del precio equitativo, las limitaciones al órgano de admi-

nistración y las medidas de neutralización. Debido a ello, la homogeneización no será completa y en algunos países no se aplicarán algunos de sus artículos.

La transposición de la Directiva en España supone grandes cambios respecto a la normativa anterior. Entre ellos, se puede destacar que las OPA pasarán a ser a posteriori, que se regulará el precio de las mismas y que probablemente desaparecerán las OPA parciales obligatorias. Para analizar la bondad de esta última modificación, hay que considerar que algunas de las operaciones, que hasta ahora se realizaban a través de este mecanismo, ya no serán rentables como OPA totales y no se producirán. Por otro lado, la teoría económica predice que las que pasen a ser por el total de las acciones supondrán una mayor rentabilidad para los minoritarios.

Para conocer las características de estas operaciones en España y comprobar si los modelos teóricos utilizados describen correctamente la realidad, se analizan las operaciones registradas por la CNMV desde 1999. Este análisis empírico es limitado ya que el número de observaciones no es muy amplio y existe mucha diversidad entre ellas. Estos problemas limitan las conclusiones obtenidas sobre la rentabilidad de estas operaciones.

Del análisis de los datos ha sido posible obtener una serie de conclusiones que son estadísticamente significativas, mientras que en otros casos no ha sido posible tener resultados concluyentes. Se puede destacar que: (i) las OPA, de cualquier tipo, generan una rentabilidad positiva extraordinaria para el minoritario; (ii) antes de que se produzca el anuncio de la operación, los precios de las acciones de la empresa objetivo suben significativamente; (iii) la rentabilidad media tras la publicación de los resultados es positiva, aunque no significativa estadísticamente; (iv) en términos de rentabilidad para el minoritario, no es posible distinguir entre las OPA parciales y las totales y (v) cuando hay OPA competidoras, la rentabilidad para el minoritario se dobla, siendo esta diferencia estadísticamente significativa.

La teoría económica utilizada analiza dos situaciones distintas, las OPA dirigidas a minoritarios y aquellas en que se pretende adquirir una participación de control de un único accionista. A partir de los datos analizados, se puede decir que no existen diferencias de rentabilidad para el minoritario entre ambos casos. La muestra utilizada permite confirmar algunas previsiones teóricas realizadas como (i) la dificultad de realizar OPA dirigidas a los minoritarios sin tener una participación previa en la empresa y (ii) que, ante la ausencia de un acuerdo explícito con el accionista de control, es más probable que se impongan como condición de la OPA un porcentaje mínimo de aceptación. Sin embargo no ha sido posible confirmar, aunque tampoco rechazar, (i) que una participación previa del oferente reduzca la rentabilidad para el minoritario y (ii) que, en el caso de OPA dirigidas a accionistas de control, el rendimiento para los accionistas se reduce con el tamaño de su participación.

Bibliografía

- BULOW, J., HUANG, M. y KLEMPERER, P. (1999). "Toeholds and Takeovers". *Journal of Political Economy*, volumen 107, Número 3, Junio 1999.
- BURKART, M. y PANUNZI, F. (2003). "Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process". *ECGI Law Working Paper* No. 10/2003.
- COASE, R. (1937). "The Nature of the Firm". *Economica*, Vol. 4, Núm.. 16, Noviembre 1937 páginas 386-405.
- "Companies and securities law review committee report to the Ministerial Council on partial takeover bids". Agosto de 1985. <http://www.takeovers.gov.au/display.asp?ContentID=485>
- Freshfields Bruckhaus y Deringer: www.freshfields.com.
- Public takeovers in Europe. Verano 2004.
 - New public takeover regime in the Netherlands. Abril 2005.
 - The Takeover Directive: implementation in France. Noviembre 2005.
 - Implementation of the Takeover Directive in France. Enero 2006.
 - Update on implementation of the Takeover Directive in France. Abril 2006.
 - Implementing the Takeover Directive in the EU, Julio 2006.
 - Public takeovers in Europe. Verano 2006.
- GOERGEN, M., MARTYNOVA, M. y RENNEBOOG, L. (2005). "Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms". *ECGI - Law Working Paper* No. 33/2005.
- GOERGEN, M., y RENNEBOOG, L. (2003). "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids". *ECGI - Finance Working Paper* No. 08/2003.
- GROSSMAN, S. y HART O. (1980). "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation", *Bell Journal of Economics* 11, páginas 42-64.
- JENSEN, M y MECKLING W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, páginas 305-60.
- LOPEZ BLANCO, E. (2006). "La eficacia de las suspensiones de cotización: evidencia empírica con datos de la CNMV para el período 2000-2005". *Monografía número 13 de la CNMV*. www.cnmv.es.
- MARTYNOVA, M. y RENNEBOOG, L. (2006). "The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave" *ECGI - Finance Working Paper* No. 135/2006.
- MUELLER, H. y PANUNZI, F. (2003). "Tender Offers and Leverage". *ECGI - Finance Working Paper* No. 22/2003; AFA 2004 San Diego Meetings.
- NENOVA, T. (2003). "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics* 68 (3).
- SHLEIFER, A. y VISHNY R. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94, páginas 461-88.
- VICKREY W. (1961). "Counterspeculation auctions and competitive sealed tenders", *Journal of Finance*, 16, 8-37.

Anexo

A.1 Regulación de OPA en octubre de 2005

	Austria	Bélgica	Francia	Alemania	Italia	Países Bajos	España	Reino Unido
Regulación aplicable	Código de OPA	Real Decreto de OPA	Reglamento general de la AMF	Ley de adquisición de valores y OPA	Decreto legislativo 58/1998 y reglamento de la CONSOB 11971	Ley sobre la supervisión de los mercados de valores y Decreto sobre la supervisión del mercado de valores	Real Decreto de OPA 1197/1991 y modificaciones	Código de la City sobre OPA y fusiones
Aplicable a	OPA sobre acciones emitidas por una sociedad anónima con sede en Austria. También acciones negociadas en un mercado austriaco.	Oferta obligatoria que afecta a las acciones admitidas a cotización en Bélgica.	Oferta que afecta a las acciones admitidas a cotización en Francia.	Oferta pública sobre acciones de una empresa alemana que estén admitidas a cotización en un mercado de la UE o de la EEA.	Ofertas públicas obligatorias afectan cuando es sobre una empresa italiana con acciones admitidas a cotización en el mercado italiano.	Oferta pública sobre acciones admitidas a cotización o negociadas regularmente en Holanda.	Oferta sobre acciones admitidas a cotización en España.	Oferta sobre acciones de una compañía residente en el Reino Unido.
Se exige una oferta si se alcanza una determinada participación en el capital	Sí	Sí. Además, la BFIC puede requerir una oferta previa a la adquisición si hay intención de adquirir el control	Sí	Sí	Sí	No	Sí cuando existe intención de adquirir una participación significativa o el nombramiento de consejeros	Sí
En que participación	Derechos de voto superiores al 30% de los de la compañía. También si están entre el 20% y el 30% y el poseedor tuvo una mayoría simple en las 3 últimas Juntas de Accionistas 12 meses	Cuando se ejercite un control. No se especifica un porcentaje	Un tercio (1/3) del capital o los derechos de voto. También si posee entre 1/3 y 1/2 e incrementa su participación en más del 2% en un periodo de	30% de los derechos de voto.	30% de las acciones que dan derecho al nombramiento (o remoción) del Consejo de Administración	OPA Parcial: 25% del capital o un porcentaje que le de derecho a nombrar más de 1/3 de los miembros del consejo. OPA Total: 50% o derecho a nombrar la mitad de los miembros del consejo.	OPA Parcial: 25% del capital o un porcentaje que le de derecho a nombrar más de 1/3 de los miembros del consejo. OPA Total: 50% o derecho a nombrar la mitad de los miembros del consejo.	30% de los derechos de voto.

	Austria	Bélgica	Francia	Alemania	Italia	Países Bajos	España	Reino Unido
Ofertas condicionadas	Sí.	Sí.	No. Las condiciones son muy exigentes ⁽¹⁾ .	Sí.	Sí.	Sí.	Sí.	Sí.
Participaciones significativas. A partir de que nivel deben comunicarse	5%	5% ⁽²⁾	5% ⁽³⁾	5%	2%	Salto entre rangos: 0-5%, 5%-10%, 10%-25%, 25%-50%, 50%-2/3 y 2/3-100%	5%	3%

⁽¹⁾ Condicionado a la aprobación del regulador (UE, Estado Miembro de la UE o autorización del regulador de competencia de EEUU), aprobación de los accionistas si es necesaria o si el oferente a la vez hace una oferta sobre otra compañía, condicionar ésta al éxito de la otra.

⁽²⁾ Los estatutos sociales lo pueden reducir al 3%

⁽³⁾ Los estatutos sociales lo pueden reducir al 0,5%

A.2 Efectos esperados de la reforma en la regulación de OPA. Goergen, Martynova y Renneboog (2005).

	Estructura accionarial concentrada			Estructura accionarial dispersa		
	Impacto sobre la actividad de OPA	Impacto sobre protección al minoritario	Impacto sobre la estructura de propiedad	Impacto sobre el número de OPA	Impacto sobre protección del accionista	Impacto sobre la estructura de propiedad
1. OPA obligatorias	- actividad	+ protección	+concentrada	- actividad	+ protección	Ninguno
1.1 Reducción de la participación que obliga a lanzar una OPA	- actividad	+ protección	- concentrada	- actividad	+ protección	Ninguno
1.2 Aumento del precio a pagar en la OPA	- actividad	+ protección	Ambiguo	- actividad	+ protección	Ninguno
1.3 No exigencia de igualdad de trato	+ actividad(1)	- protección	+ concentrada	+ actividad(1)	- protección	+ concentrada
1.4 Exigencia de igualdad de trato (con altas rentas de control)	- actividad	+ protección	Ambiguo	Ninguno	+ protección	Ninguno
1.5 Exigencia de igualdad de trato (con bajas rentas de control)	+ actividad	Ninguno	+ dispersión	Ninguno	Ninguno	Ninguno
2. Principio de igualdad de trato	- actividad	+ protección	+ dispersión	Ninguno	Ninguno	Ninguno
3. Transparencia en la propiedad y el control	- actividad	+ protección(2)	Ambiguo	- actividad	+ protección(2)	Ambiguo
4. La venta forzosa	+ actividad	+ protección	+ dispersión	+ actividad	+ protección	Ninguno
5. La compra forzosa	- actividad	+ protección	+ dispersión	- actividad	+ protección	Ninguno
6. Prohibición de las desviaciones de la norma de una acción un voto	+ actividad	Ambiguo	Ambiguo	+ actividad	Ambiguo	Ninguno
7. La neutralización	+ actividad	- protección	Ambiguo	+ actividad	- protección	Ambiguo
8. Neutralidad de los gestores y límites a las medidas anti OPA	+ actividad	Ambiguo	Ambiguo	+ actividad	Ambiguo	Ninguno
8.1 Las medidas anti OPA sólo se pueden determinar cuando se ha lanzado la OPA	+ actividad	Ambiguo	Ambiguo	+ actividad	- protección	Ninguno
8.2 Las medidas anti OPA se pueden determinar antes de la OPA	- actividad	Ambiguo	Ambiguo	- actividad	+ protección	+ concentrada

⁽¹⁾ El aumento de actividad se centrará en operaciones compuestas por ofertas con distintas condiciones.

⁽²⁾ Mayor protección ex ante.

