

Las 142 OPAS lanzadas en el período han contribuido a grandes cambios de la fisonomía de algunos sectores

Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)

En este trabajo nos aproximaremos a las ofertas públicas de adquisición (OPAS) de una forma directa a través del análisis cuantitativo y cualitativo de las distintas operaciones desarrolladas entre 1991-2002, al objeto de esclarecer la situación del mercado de OPAS en términos de número y volumen de operaciones, grado de hostilidad, motivaciones de las mismas, nacionalidad de las partes, bondad de las operaciones, etc. La comprensión del mercado de OPAS durante esta etapa, nos ayudará a identificar las posibles diferencias que se produzcan en el futuro en dicho mercado, debido entre otras cuestiones a los importantes cambios legislativos que se han producido en 2003 y que siguen produciéndose.



María José Palacín Sánchez,
Departamento de Economía Financiera
y Dirección de Operaciones
Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales. Universidad de Sevilla

El 11 de abril del pasado año se aprobó el Real Decreto 432/2003, por el que se modifica el régimen de las ofertas

públicas de adquisición de valores (OPA) en España, anteriormente contenido en el Real Decreto 1197/1991. Los cambios legislativos introducidos han sido tan importantes que permiten anticipar que se inicia una nueva etapa en el mercado de OPAS español, aunque no sabemos todavía si este período que se ini-

cia será mejor que el anterior. Si bien es verdad que al amparo de la anterior legislación se realizaron operaciones tan polémicas como la guerra de OPAS sobre la empresa eléctrica Hidrocanábriico, y las más recientes ventas de paquetes de control accionario de compañías como Vallehermoso y Metrovacesa, al margen de la Ley de OPAS, la nueva etapa ya se ha iniciado con operaciones controvertidas como la OPA que la Comisión Nacional del Mercado de Valores obligó a lanzar a Bami sobre Metrovacesa, la OPA de Telefónica sobre Terra a un precio con el que no estaban conformes algunos accionistas minoritarios (que ha llevado a la CNMV a los tribunales) o la OPA del Banco Santander Central Hispano sobre Cepsa, con ruptura previa del pacto parasocial vigente en dicha empresa.

Por todas estas cuestiones nos parece conveniente estudiar qué han aportado realmente las ofertas públicas de adquisición desarrolladas en España en la etapa que concluimos, lo que nos permitirá comprender mejor el nuevo periodo iniciado tras la promulgación de la nueva regulación de las OPAS. Para ello nos aproximaremos a las OPAS de una forma directa a través del análisis cuantitativo y cualitativo de las distintas operaciones desarrolladas entre 1991-2002, al objeto de esclarecer la situación del mercado de OPAS en términos de número y volumen de operaciones, grado de hostilidad, motivaciones de las mismas, nacio-

Gráfico 1: Tipos de OPAS según objetivo de control (1991-2002)

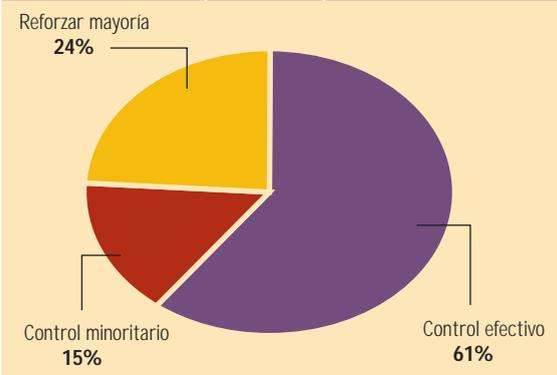
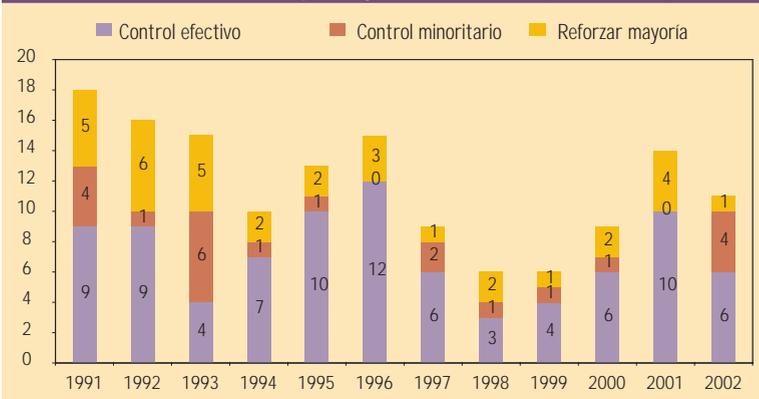


Gráfico 2: Número de OPAS por objetivo de control (1991-2002)



nalidad de las partes, bondad de las operaciones, etc. Para este estudio nos ayudaremos de la información suministrada por la CNMV y la Bolsa de Madrid a través de sus Memorias e Informes Anuales y sus páginas web, del marco legal, económico y social que condiciona estas operaciones y de las aportaciones realizadas por los distintos trabajos empíricos realizados sobre las OPAS españolas.

LAS OPAS Y EL MERCADO DE CONTROL DE EMPRESAS

El debate apasionado que surge en torno a las OPAS, no puede entenderse sin tener en cuenta que estas operaciones han sido y son bastante habituales entre las empresas, especialmente de países desarrollados y que han sido objeto de múltiples estudios teóricos y empíricos que han intentando contrastar sus motivaciones y bondades.

La principal peculiaridad de las ofertas de adquisición frente a otras fórmulas de concentración de empresas como las fusiones es que en las mismas se produce un verdadero encuentro entre los oferentes y los demandantes del control corporativo, y gracias a este encuentro se puede producir el cambio en el control aún con el desacuerdo del actual equipo directivo de la empresa objetivo, lo que supondría el desarrollo de una OPA hostil. De hecho las OPAS son la principal herramienta con la que cuenta el mercado de control de empresas para disciplinar a los directivos. Es decir, las OPAS aparte de permitir alcanzar sinergias diversas a las empresas combinadas, posibilitan para las empresas mal dirigidas la sustitución de sus incompetentes equipos directivos por otros más capaces que permitan

gestionar más correctamente los recursos de la corporación. Es precisamente este papel de las OPAS, especialmente las hostiles, como mecanismo de control externo de los directivos de la empresa lo que explica muchas de las reacciones que estas operaciones originan en los equipos directivos, los accionistas, e incluso, la sociedad en general, y lo que ha justificado una regulación específica.

En teoría parece que las motivaciones sinérgicas y disciplinarias que hay detrás de muchas de las ofertas de adquisición son buenas para las empresas, sus accionistas y la economía de un país. No obstante, también es cierto que cuando responden a razones estrictamente especulativas o a motivaciones gerenciales aún a costa de los accionistas, o cuando lo que originan es una mera redistribución de la riqueza entre los grupos de la empresa esta bondad estaría en entredicho. Esta polémica ha sido en parte solventada por la evidencia empírica desarrollada sobre las OPAS, que se resume para el mercado norteamericano, en Andrade, Mitchell y Stafford (2001) en la que se concluye que las adquisiciones crean valor a los accionistas de las empresas involucradas, si bien son los accionistas de la empresa objetivo los que capturan una mayor ganancia. Además parece ser que son las mejoras de eficiencia tras la operación las que justificarían las ganancias obtenidas por los accionistas, sin embargo, y siguiendo a los autores anteriormente citados, sobre este punto los resultados empíricos no han sido excesivamente concluyentes, debido más a problemas metodológicos y de interpretación que a ineficiencias, en sí, de las operaciones de concentración.

ANÁLISIS DEL MERCADO DE OPAS EN ESPAÑA DURANTE EL PERIODO 1991-2002⁽¹⁾

Para realizar el análisis descriptivo de las OPAS durante el periodo 1991-2002, hemos de precisar que las OPAS objeto de estudio son todas aquellas ofertas de adquisición en las que al menos la empresa objetivo cotiza en el mercado de valores español. Además la cifra total de OPAS está corregida por las no relevantes de cara al incremento o transferencia de control, entre las que consideramos las OPAS de exclusión, las OPAS sobre sociedades de cartera y las OPAS para reducir capital. Y el criterio seguido para imputar en un año una determinada operación ha sido el momento de su anuncio y no el de su culminación.

NÚMERO Y TIPO DE OPAS

A lo largo de este periodo se han realizado un total de 142 OPAS, lo que ha permitido que en España se haya alcanzado una cierta normalización en el desarrollo de estas operaciones, a estas alturas no causa extrañeza el lanzamiento de una OPA, ni siquiera si es hostil. Para comprender mejor el verdadero papel jugado por las OPAS en la transmisión del poder de las corporaciones analizaremos los tipos de OPAS que se pueden distinguir según el objetivo de control perseguido por el oferente con respecto a la empresa a adquirir:

- 1) OPAS para alcanzar el control:
 - a) Control efectivo: el oferente pretende alcanzar una participación superior al 50 por ciento del capital. Esto la mayoría de los casos implica un claro cambio de control en la sociedad afectada, aunque a veces sólo supone el reforzamiento de

(1) No consideramos las OPAS desarrolladas durante el 2003 al amparo del RD 1197/1991, porque distorsionaría los resultados globales alcanzados al realizarse tan sólo cuatro operaciones, siendo una de ellas la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola que ni siquiera fue aprobada.

Gráfico 3: Tipos de OPAS según objetivo declarado en el folleto de la OPA (1991-2002)

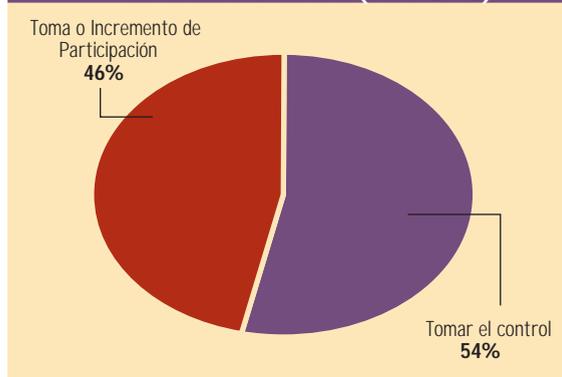


Gráfico 4: Número de OPAS y volumen ofertado (1991-2002)



la posición de dominio del adquirente.

- b) Control minoritario: el oferente no pretende alcanzar una participación superior al 50 por ciento, ni aunque la participación alcanzada vía OPA se añada a las acciones ya controladas directa o indirectamente por el mismo. No obstante, en ocasiones con ese porcentaje de capital inferior al 50 por ciento es posible tomar el poder en la empresa objetivo.
- 2) OPAS para reforzar una posición mayoritaria: cuando el oferente ya tiene el control de la sociedad y pretende aumentarlo aún más con la oferta, para por ejemplo dar liquidez a los accionistas minoritarios, reforzar su posición, paso previo para excluir a la sociedad, etc.

Según la tipología con la que trabajamos, podemos concluir que mientras en el segundo grupo de OPAS no se produce cambio de control en la empresa objetivo, en el primer grupo, este cambio, es muy posible que tenga lugar si la oferta tiene éxito, aunque todo dependerá de la estructura de la propiedad resultante en la empresa objetivo.

En España, entre 1991 y 2002 las OPAS que más han predominado han sido las realizadas con fines de control, un 76 % (véase gráfico 1), frente a las que tenían la simple finalidad de reforzar una posición de partida ya mayoritaria. Esta tendencia se observa en todos los periodos analizados (gráfico 2). Además, las

OPAS de control efectivo, con un 61%, predominan sobre las de control minoritario que tan sólo representan un 15%. Esto sucede así todos los años, excepto el año 1993 en el que predominan las OPAS de control minoritario. Estos resultados no son tan contundentes si lo que tenemos en cuenta es el objetivo declarado por el adquirente en el folleto de la OPA (gráfico 3). Con esta nueva información se observa como la utilización de las OPAS como un instrumento para alcanzar el control, se reduce hasta un 54%⁽²⁾. En consecuencia, podemos afirmar que en España solamente en la mitad de los casos las OPAS se han realizado para alcanzar el fin natural e intrínseco de estas operaciones: tomar el control de la empresa objetivo, mientras que la otra mitad de las adquisiciones realizadas responden a la necesidad de cubrir las exigencias legales impuestas para adquirir una simple participación en la empresa opada. Esta situación desvirtúa nuestro mercado de control de empresas haciendo que el mismo pierda cierta relevancia, puesto que no es control todo lo que reluce.

VOLUMEN E IMPORTANCIA DE LAS OPAS

Las 142 OPAS realizadas suponen un volumen potencial, estimado en base a la contraprestación ofrecida, de 36.854 millones de euros; aunque al final en función del resultado alcanzado en cada operación, esta cifra se reduce a 24.273 millones de euros. La distribu-

ción anual de las OPAS tanto en número como en volumen puede apreciarse en el Gráfico 4. Si algo podemos destacar de estos datos es la ausencia de tendencias claras a largo plazo en el número de operaciones, en el volumen ofertado y en la relación entre el número de operaciones y su volumen.

No obstante, analizando de forma específica el volumen de las OPAS de control efectivo identificaremos una de las características de estas operaciones en España. Si distribuimos todas las OPAS de control efectivo por su tamaño, definido éste en base al volumen ofertado en cada operación (véase gráfico 5) observamos como el 85% de las OPAS desarrolladas comprometen un volumen de recursos inferior a 500 millones de euros, y que tan sólo un 15% supera tal cuantía aunque sin llegar a superar los 5.000 millones de euros⁽³⁾. De ahí se desprende, dado que el volumen ofertado en cada operación está directamente relacionado con el tamaño medio de las empresas objetivo medido en términos de capitalización⁽⁴⁾, que en España las empresas objeto de OPAS de control han sido mayoritariamente corporaciones relativamente pequeñas, quedando al margen las grandes empresas.

Esta característica de nuestras OPAS es consecuencia tanto de una de las peculiaridades del mercado de valores español como del papel que están jugando las grandes empresas españolas en los procesos de reorganización empresarial. Con relación a nuestro mercado

(2) Hemos de precisar que muchas de las a priori consideradas OPAS de control efectivo, no lo son tales porque el oferente con un porcentaje en el capital inferior al 50% ya controlaba a la empresa objetivo, de manera que lo único que perseguía al lanzar la oferta era consolidar su posición.

(3) Por fin en marzo de 2003, se formuló una operación que superaba los 5.000 millones de euros: la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola que en principio estaba valorada en 14.300 millones de euros. Además tenía la peculiaridad de que la empresa oferente era menor que la objetivo, situación nada habitual en nuestro mercado de control.

(4) Recordemos que las OPAS de control efectivo en la mayoría de los casos pretenden alcanzar el 100% del capital social de la sociedad objetivo, partiendo el oferente de una participación minoritaria, o en muchos casos nula. Por tanto la contraprestación ofrecida estará en función de la cotización de la empresa objetivo, siendo normalmente algo mayor.

bursátil, destacar que en el mismo predominan las empresas de reducido tamaño según el volumen de capitalización. Es más según datos del *Informe de la Bolsa de Madrid del 2002*, el 96,27% de las empresas cotizadas presentan un volumen de capitalización inferior a los 500 millones de euros. Por este motivo es normal que sean las OPAS sobre dichas empresas las predominantes. Por otro lado con relación a las grandes empresas españolas cotizadas, no es que no hayan participado en los procesos de reestructuración empresarial a los que hemos asistido en los últimos años, sino que simplemente o han intervenido como oferentes en adquisiciones nacionales e internacionales, o han preferido las fusiones para lograr sus fines⁽⁵⁾. Además también es cierto que los grandes grupos extranjeros todavía no se han lanzado a la caza y captura de la gran empresa española, porque entre otras cosas el volumen de recursos necesario, las hostilidades potenciales, los blindajes, las restricciones de la competencia, imponen muchas trabas a estas operaciones.

En particular de las trece operaciones de tamaño superior a los 500 millones de euros desarrolladas en esta época, debemos destacar que siete implicaban un verdadero cambio de control de la empresa objetivo: una se realizó en 2000 sobre Superdiplo, cuatro fueron sobre Hidrocarburos y las otras dos se realizaron de manera simultánea sobre Ibérica Autopistas en 2002. Y las seis restantes no fueron verdaderas OPAS de control ya que o lo que se estaba haciendo en realidad era una fusión⁽⁶⁾ o el oferente ya contaba con una posición mayoritaria en la empresa objetivo⁽⁷⁾. Esta situación refleja que en España cuando se han realizado OPAS sobre empresas cotizadas grandes, o la operación ya estaba pactada previamente, o ha supuesto el inicio de una intensa batalla por el control, como es el reciente caso de la oferta de adquisición de Gas Natural sobre la eléctrica Iberdrola que finalmente ha fracasado, al no ser ni siquiera autorizada.

Gráfico 5: Distribución por tamaños de las OPAS de control efectivo (1991-2002)

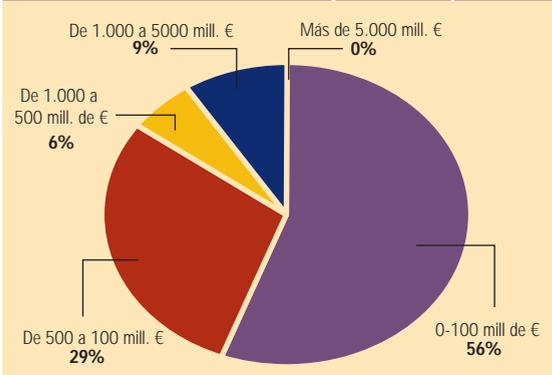
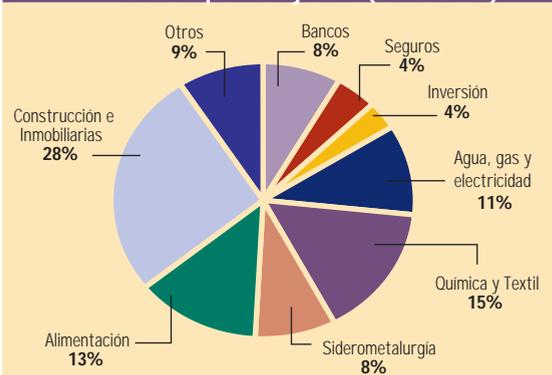


Gráfico 6: Distribución de las OPAS según el sector de la empresa objetivo (1991-2002)



SECTORES Y OPAS

El tejido empresarial español ha experimentado profundos cambios en esta época, y muchos de ellos se han logrado gracias al papel desarrollado por las ofertas públicas de adquisición sobre empresas cotizadas que han sido utilizadas por empresas nacionales y extranjeras para lograr aumentar el tamaño, llegando incluso a producir, gracias a tales cambios, reestructuraciones sectoriales.

Según la actividad de la empresa objetivo, podemos afirmar que prácticamente todos los sectores del mercado, en mayor o menor medida, se han visto afectados por estos procesos (véase gráfico 6). Alguno de estos sectores ha sufrido modificaciones tan intensas que su situación actual no tiene nada que ver con la estructura que tenían al inicio de los noventa. En especial, los sectores que han experimentado una reordenación más intensa han sido Cementos y Materiales de Construcción,

Electricidad, Inmobiliarias, Químicas, Alimentación, Transportes y Bancos. No obstante, este proceso de transformaciones sectoriales también se ha formalizado en muchas ocasiones a través de fusiones, lo que ha sido especialmente relevante en el sector bancario, alimentario y de la construcción.

Otro aspecto que podemos analizar si tenemos en cuenta el sector de la empresa objetivo y el de la oferente, es hasta que punto las OPAS han tenido lugar entre empresas afines (pertenecientes a un mismo sector), o si por el contrario, están siendo utilizadas las empresas para alcanzar un cierto grado de diversificación en su actividad. Recordemos en este punto la literatura sobre concentraciones empresariales existente, que concluye que la diversificación intra-sectores facilita la consecución de sinergias, especialmente operativas, mientras que la diversificación entre-sectores aunque puede permitir la consecución de algún tipo de ahorro de costes, normalmente éstos serán menos importantes, siendo la reducción del riesgo esperado, en principio, mucho más significativa (Krog, Sinatra, y Singh, 1994). Para estudiar esta circunstancia

hemos distinguido en la muestra de OPAS de la que partimos, entre diversificación relacionada cuando la operación se produce entre compañías pertenecientes a un mismo sector, y diversificación no relacionada cuando la operación se produce entre empresas pertenecientes a distintos sectores (gráfico 7).

Los resultados alcanzados revelan que un 82% de las operaciones realizadas son de tipo horizontal, lo que implica que buena parte de las reestructuraciones empresariales realizadas perseguían la formación de empresas de mayor tamaño, con los ahorros en costes que dicha situación originaba. Estas operaciones cuando el oferente es una empresa española refuerzan su capacidad para competir en España y en el mercado único europeo, pero cuando es extranjera, normalmente lo que buscan es crecer de manera rápida en su misma actividad y penetrar en el mercado español, fortaleciendo en muchos casos su posición en Euro-

(5) En este sentido podemos citar la fusión del Banco Bilbao Vizcaya y Argentaria, o la del Banco Santander con el Central Hispano.

(6) La OPA de Iberduero sobre Hidrola en 1991 y la OPA de Arcelor sobre Acelaria en 2002.

(7) La OPA de Cemex sobre Valenciana en 1992, la del Banco Santander sobre Banesto en 1994, la OPA de Endesa sobre Sevillana en 1996 y la OPA de Xstrata Holding sobre Asturiana de Zinc en el 2001.

pa. Esta tendencia está en concordancia con los movimientos corporativos que se han vivido en los países desarrollados durante esta década, donde también las concentraciones horizontales han sido las predominantes, si bien es cierto las corporaciones españolas, en general, aparecen escasamente diversificadas en relación con las de otros países de nuestro entorno, aunque esta situación está cambiando, especialmente en las grandes empresas españolas.

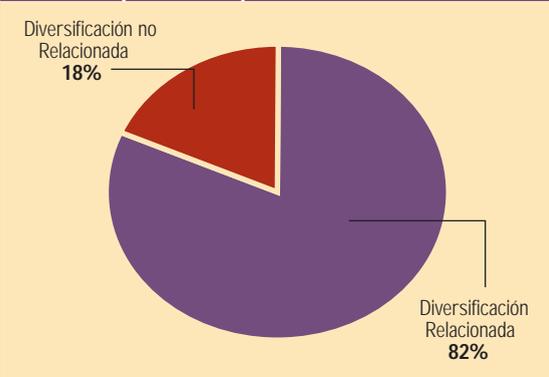
GRADO DE INTERNACIONALIZACIÓN EN LAS OPAS

El crecimiento de las empresas se está produciendo en todos los ámbitos, incluso más allá de las fronteras, en este sentido aparecen las OPAS como una fórmula muy adecuada para que empresas extranjeras penetren en nuestro país. Es más la OPA sobre empresas cotizadas como mecanismo para lograr la internacionalización de la empresa presenta importantes ventajas frente a las fusiones transfronterizas, debido a los importantes problemas legales que existían sobre esta figura⁽⁸⁾.

Si analizamos la naturaleza de los oferentes en las OPAS desarrolladas en esta etapa observamos la importante presencia de empresas extranjeras, de hecho en 61 de las 142 operaciones registradas el oferente ha sido extranjero (véase gráfico 8). Por tanto han sido muchas las empresas de otros países que han utilizado las adquisiciones para acceder al mercado español, ganando tamaño a nivel comunitario y mundial.

Con relación a la procedencia de los compradores (información que refleja el gráfico 9),

Gráfico 7: Grado de diversificación de las OPAS (1991-2002)



como era de esperar los países comunitarios aparecen como los principales inversores de nuestro mercado, destacando especialmente Francia, reflejando este hecho la fiebre de concentraciones empresariales a la que estamos asistiendo ante el proceso imparable de la unificación europea. Fuera de Europa, Estados Unidos es el otro gran oferente, que ha utilizado España, en muchas ocasiones, como un trampolín de acceso al Viejo Continente.

CONTRAPRESTACIÓN UTILIZADA EN LAS OPAS

Otra de las características de las OPAS durante esta etapa ha sido que en la mayoría de las operaciones realizadas la contraprestación utilizada ha sido el efectivo (en un 86% de los casos) frente a otras alternativas como el intercambio de acciones, que aunque admitido por la regulación vigente, tan sólo se ha utilizado en un 8% de las ocasiones, tal como refleja el gráfico 10. Además un 6% de las operaciones han optado por ofertar al accionista

de la objetivo un mix de acciones y efectivo, o incluso que ellos eligieran entre recibir la contraprestación en acciones o en dinero (dos casos en 2002). Este predominio abrumador del pago en efectivo sobre el pago en acciones se debe entre otras razones: al tamaño no excesivamente alto de las transacciones, al elevado número de oferentes extranjeros para los que es más fácil pagar en efectivo, y a la menor complejidad técnica de esta fórmula de pago frente al de acciones, especialmente cuando los títulos que se entregan son de nueva emisión.

HOSTILIDAD DE LAS OPAS

Otro aspecto que creemos necesario analizar para comprender mejor el mercado español de OPAS es el grado de hostilidad existente en las operaciones realizadas. En estos años las OPAS han tenido un carácter marcadamente amistoso (véase gráfico 11), de hecho de las 142 operaciones analizadas tan solo 14 han sido hostiles. Por tanto en España, las OPAS hostiles apenas representan un 9,15% de las ofertas realizadas durante la última década.

Si bien hasta 1996 el número de OPAS hostiles había sido de tres (dos en 1991, y una en 1992), a partir de ese año la existencia de operaciones no amistosas es habitual aunque sigue sin ser numerosa, no más de dos en ningún año, a excepción del año 2002, en el cual se producen cuatro operaciones no amistosas. Además esta tendencia se ha mantenido en 2003 cuando se han producido cuatro operaciones hostiles, dos de ellas con la nueva regulación.

Gráfico 8: Número de OPAS según la naturaleza del oferente (1991-2002)

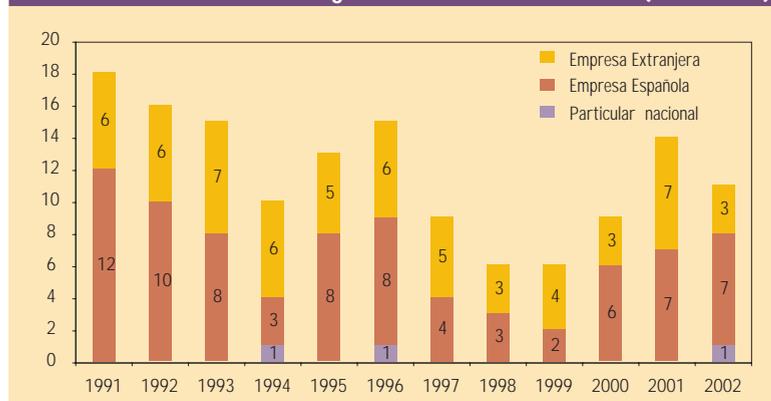
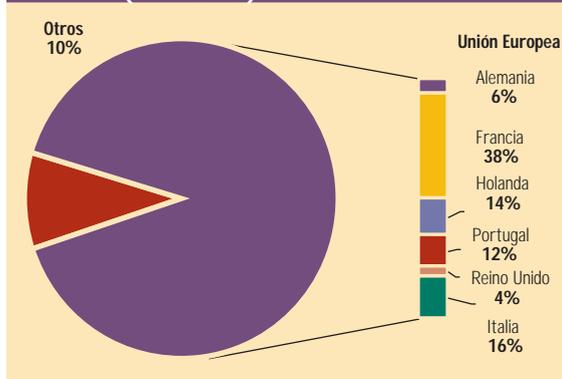


Gráfico 9: Origen de los oferentes extranjeros (1991-2002)

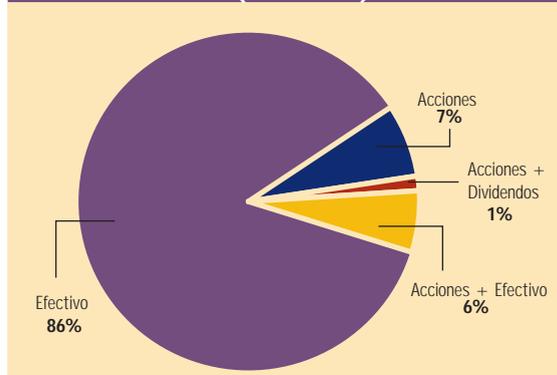


(8) No obstante con la entrada en vigor en enero de 2004 del Estatuto de la Sociedad Anónima Europea se espera que se solucionen algunos de los numerosos problemas que han presentado las fusiones transfronterizas, de hecho en la mayoría de las regulaciones específicas de los Estados miembros, no se preveía ni se admitía, que una sociedad sujeta a los mismos sea absorbida por una sociedad domiciliada en otro país comunitario.

Si analizamos más detalladamente las OPAS no amistosas desarrolladas en esta etapa (tabla 1), podemos distinguir varios tipos de operaciones según el grado de la hostilidad observada⁽⁹⁾:

- OPAS hostiles híbridas: incluimos en este grupo a aquellas operaciones inicialmente hostiles pero que tras la modificación de las condiciones de la oferta, especialmente del precio y en ocasiones también del volumen ofertado, consiguen superar las reticencias primeras del Consejo de Administración de la empresa objetivo, que al final informa positivamente de la operación, eliminándose el carácter hostil de la adquisición. Esta circunstancia se ha dado en 8 de las 15 OPAS analizadas, y además todas ellas culminaron con éxito. No obstante debemos matizar que en la OPA sobre Enaco, sólo el presidente del Consejo declaró la hostilidad, aunque posteriormente todo se arregló.
- OPAS hostiles en strictu sensu: se producen cuando la hostilidad se fundamenta mas que en una mera cuestión de precio, en cuestiones de estrategia entre los dos grupos de gestión que se enfrentan, y además estas diferencias se mantienen hasta el final. Dentro de este grupo podemos incluir las ofertas lanzadas por Vidrios Barbosa y Almeida, Cortefiel, Gas Natural, Nefinsa y Astrim y Quarta Ibérica. En todos estos ca-

Gráfico 10: Forma de contraprestación utilizada en las OPAS (1991-2002)



sos sí se produjo una verdadera batalla, siendo los accionistas de las empresas objetivo los únicos encargados de declarar un vencedor. Además mientras los dos primeros oferentes no cambiaron las condiciones iniciales de la oferta, Nefinsa amplió el volumen de la oferta y Astrim y Quarta Ibérica modificaron el precio y el volumen consiguiendo que el consejo quitara la calificación de hostil a la operación, aunque no llegó a dar una valoración positiva. Al final la de Barbosa y Almeida y la de Nefinsa tuvieron éxito, la de Astrim y Quarta Ibérica fracasó, y Cortefiel y Gas Natural acabaron retirando sus ofertas.

- OPAS con hostilidades previas. Se han presentado dos casos en los cuales concurren circunstancias similares: la empresa objeti-

vo o más bien su grupo de control, busca privadamente un comprador, negocia con él las condiciones de la venta que al final se tendría que formalizar en una OPA, y en el último momento, otro comprador interesado, aún en contra de los deseos de la empresa objetivo lanza una oferta adelantándose al oferente inicialmente elegido. Esto ha sucedido con las OPAS desarrolladas por NH Hoteles y la Caja Rural Vasca. En el primer caso, la oferta de NH Hoteles era tan buena que el otro oferente desistió de la compra, y en el segundo, el oferente inicialmente elegido lanzó su oferta a un precio tan alto, que al final la Caja Rural Vasca retiró su oferta y aceptó la del competidor, al ser previamente accionista de la empresa opada.

Este carácter amistoso de nuestro mercado de OPAS también queda patente en el escaso número de ofertas fracasadas en estos años, solamente 5 tuvieron resultado negativo y 3 desistieron previamente ante las dificultades insalvables planteadas para culminar exitosamente la operación. En realidad, esta aparente ausencia de hostilidad desvela una de las características más peculiares de las OPAS en España, y es que el adquirente antes de lanzar la oferta se veía obligado a mantener contactos con los principales accionistas de la empresa objetivo a fin de garantizarse el éxito de la operación, debido al elevado grado de concentración de la propiedad de las empresas cotizadas. Es decir, que para la culminación de una OPA, especialmente de control, era necesario contar antes de anunciar la oferta con la aprobación de los grupos de control de la empresa objetivo. Este comportamiento, sin embargo, no es frecuente ni en los Estados Unidos ni en Inglaterra, al estar la propiedad mucho más dispersa. Por este motivo, la hostilidad de nuestras operaciones es más aparente que real, dado que sin el acuerdo del grupo de control es prácticamente imposible que la misma tenga éxito⁽¹⁰⁾, por lo que la hostilidad inicial, en la mayoría de los casos, pretende forzar la negociación con los accionistas mayoritarios y conseguir mejoras en la oferta.

TABLA 1. OPAS hostiles en España desde 1991 a abril de 2003

AÑO	EMPRESA OBJETIVO	EMPRESA OFERENTE	RESULTADO	MODIFICACIÓN DE LA OFERTA INICIAL
1991	Bodegas Bilbainas	CVNE	Negativo	No
1991	Comercial Kanguros	Arjomari-Wiggins Appelton	Positivo	Si
1992	Finanzauto.	Barlow Rand	Positivo	Si
1997	Promociones Eurobuilding	NH Hoteles	Positivo	No
1997	Bankoa	Caja Rural Vasca	Retirada	No
1998	ESSA	Grupo Ferrovial	Positivo	Si
1999	Vidriera Leonesa	Vidrios Barbosa y Almeida	Positivo	No
2000	Inmobiliaria Zabálburu	Bami	Positivo	Si
2001	Adolfo Domínguez	Cortefiel	Retirada	No
2001	Hidrocarbónico	Ferroatlántica	Positivo	Si
2002	Ibérica Autopistas	Acesa	Positivo	Si
2002	Enaco	Caprabo	Positivo	Si
2002	Uralita	Nefinsa	Positivo	Si
2002	La Seda de Barcelona	PCS. XXI Inv.Bursátiles	Positivo	No
2003	Metrovacesa	Astrim y Quarta Ibérica	Negativo	Si
2003	Iberdrola	Gas Natural	Retirada	No

(9) No tenemos en cuenta en esta reflexión la OPA de CVNE sobre Bodegas Bilbainas, porque la misma se desarrolló antes de que entrara en vigor el Real Decreto sobre OPAS, y su resultado negativo venía a reflejar las carencias de la anterior regulación.

(10) Esto es lo que ocurrió en la OPA que Cortefiel lanzó sobre Adolfo Domínguez, que al no contar con el apoyo del grupo de control, y fundamentalmente de Adolfo Domínguez con un 30,4% del capital, era prácticamente imposible que la misma tuviera éxito.

> **OPAS COMPETIDORAS**

Otro aspecto que aparece naturalmente relacionado con el desarrollo de las OPAS es la posibilidad de que al hilo del lanzamiento de una oferta sobre una empresa objetivo se produzcan otras, por parte de oferentes distintos, de manera que todas ellas compitan por ganar el control de la compañía a adquirir.

En España, para proteger a los accionistas de posibles ofertas abusivas, se decidió regular el desarrollo de las OPAS competidoras. Según dicha regulación estas OPAS debían cumplir los siguientes requisitos: tenían que presentarse antes de que transcurrieran quince días de la última precedente; la contraprestación podía ser en metálico o en acciones⁽¹¹⁾; debían mejorar la oferta prece-

TABLA 2. Opas competidoras en España desde 1991

AÑO	EMPRESA OBEJTIVO	Eº COMPETIDORAS	GANADORA
1996	Sefanitro	Primer postor Fertiberia Segundo postor Inversores Financieros Particulares	X
1997	Bankoa	Primer postor Caja Rural Vasca Segundo postor Xaisse Regionale de Credit Agricola	X
2000	Inmobiliaria Zabálburu	Primer postor Bami Segundo Postor Fadesa, Caja de ahorros de Galicia	X
2001	Hidrocantábrico	Primer postor Ferroatlántica* Segundo Postor Adygesinval (Cajastur y EDP) Tercer Postor RWE	X (60%) X (35%)
2002	Ibérica Autopistas	Primer postor Acesa Segundo postor Aurea	X

* Recordemos que EnBW controlaba un 50% de Ferroatlántica, y que a su vez EDF controlaba un 34% de EnBW.

Consideraciones acerca de la equidad y la eficiencia en el mercado de control de empresas LA NUEVA REGULACIÓN DE OPAS

Los últimos dos años han sido prolíficos en materia de nueva regulación desarrollada para tratar de conseguir una mayor protección de los derechos del pequeño accionista. Una de las materias más controvertidas ha sido la relativa a las reglas y procedimientos sustantivos en los supuestos de realización de Ofertas Públicas de Adquisición. En este campo el Real Decreto 432/2003 de 11-04 sobre el régimen regulador de OPAs modifica algunos aspectos sustanciales respecto a la regulación vigente desde 1991. La valoración de los posibles efectos de estos cambios en términos de la mayor equidad que persiguen es el objeto de este comentario.

Alvaro Ispizua.

Profesor. Universidad de Mondragón.

Con la anterior normativa de OPAS, la empresa adquirente podía hacerse con el control de "la opada" de manera más sencilla, al tener que pagar una prima solamente por las acciones que compraba al principal accionista y con frecuencia la empresa adquirente podía lograr el poder de decisión sobre la empresa adquirida ostentando menos del 25%. Una vez hecha con el control la empresa adquirente podía verse tentada a que las sinergias logradas afluyeran solamente a la cuenta de resultados de la matriz. En caso de que se decidiera llevar a cabo una fusión posterior, el ratio de canje lo decidiría la empresa adquirente al tener, así mismo, el poder de decisión en la empresa adquirida. Estos beneficios sinérgicos apropiables por el accionista de control que ya hemos comentado son los "beneficios de control privados", los cuales, son disfrutados por el hecho de controlar el poder de decisión en una empresa y son independientes de la proporción de acciones de que se disponga. Por otra parte, los "beneficios repartidos" son los beneficios que se reparten entre todos los accionistas en proporción a la participación poseída.

EQUILIBRIO ENTRE EQUIDAD Y EFICIENCIA

Según el principio de equidad, tanto los grandes accionistas como los pequeños accionistas deberían tener el mismo beneficio por cada acción poseída. Sin embargo, si no existieran "beneficios de control pri-

vados" no tendría sentido tener grandes participaciones en una empresa, puesto que sería más eficiente diversificar totalmente el patrimonio, de acuerdo con la teoría de carteras y entonces, sin grandes accionistas, ¿quién estaría suficientemente motivado como para hacer el seguimiento del equipo directivo? Nos encontramos pues con un caso más en el que la equidad contradice a la eficiencia.

NECESIDAD DE EXISTENCIA Y LIMITACIÓN DE LOS "BENEFICIOS DE CONTROL PRIVADOS"

La existencia de los "beneficios de control privados" es vital a la hora de analizar el mecanismo de una OPA. Supongamos que no existen tales "beneficios de control privados" y una empresa adquirente presenta una OPA con el propósito de que su mejor gestión haga incrementarse los flujos de caja de la empresa a adquirir. ¿Por qué va a vender un accionista de la empresa adquirida? Si la empresa adquirente mejora su gestión, las acciones valdrán más con el nuevo propietario. Si el adquirente paga un precio (con prima incluida) señal de que vale más. Siguiendo esta lógica nadie vendería y las OPAs no podrían tener éxito. Por lo tanto, los "beneficios de control privados" son necesarios para el éxito de una OPA y contribuyen así a la mayor disciplina del equipo gestor. Sin embargo, estos "beneficios de control privados" deben ser limitados y así lo son: la empresa adquirente puede ser acusada por los pequeños adquirentes de "self-dealing" y en caso de fusión, el precio ofrecido debe ser un "precio justo".

(11) Esta posibilidad se introdujo con el RD 1676/1999 que modifica el RD de las OPAS. Antes la contraprestación en las OPAS competidoras sólo podía definirse en metálico.

dente o en precio (en al menos un 5 por ciento) o abarcar un número de títulos mayor (5 por ciento superior a la competidora); no cabía la modificación de la misma, esta posibilidad únicamente quedaba para el primero que presentara la oferta.

En España, en el mercado de OPAS todavía no hemos asistido a muchos procesos de competición entre varios oferentes para lograr el control de la empresa objetivo (tabla 2). En general, al amparo de la ley de OPAS, se han producido sólo cinco. Destaca como hasta 1996 no se había producido ninguna OPA competidora y además, sólo en cuatro ocasiones ha habido una lucha fuerte y abierta, cosa que no sucedió en el proceso que se generó alrededor de la empresa Sefanitro⁽¹²⁾.

Aparte de la escasez de operaciones competidoras, otro aspecto que resalta es que en todos los procesos competitivos que se han desarrollado la oferta ganadora ha sido siempre la primera, excepto en el caso de Bankoa. El motivo para la supremacía del primer oferente, más que fundamentarse en la posible bondad de la primera oferta frente a las restantes se debe a las importantes limitaciones que tenían los oferentes siguientes, en especial, la que se deriva de la imposibilidad de modificar las condiciones de su oferta. Estas restricciones legales que se establecieron para proteger a los accionistas, a los que parecen proteger es al primer oferente, otorgándole derechos especiales más que por ser el mejor, por ser el primero en arriesgarse a lanzar

una oferta. Con ello se está privando al accionista de las previsible mejoras en las condiciones de la oferta que una competición abierta podría generar, y a la economía de un sistema que garantice que los trasposos de control de la empresa se producirán a los mejores. Por este motivo uno de los cambios que se ha introducido en la nueva regulación sobre OPAS se ha movido en este sentido.

BONDAD DE LAS OPAS EN ESPAÑA A LA LUZ DE LA EVIDENCIA EMPÍRICA

Los trabajos empíricos realizados sobre operaciones de adquisición desarrolladas en España son relativamente recientes, y la gran mayoría se han realizado en la década de los noventa. La principal causa de este

PROTECCIÓN DE LOS DERECHOS DE "TODOS" LOS ACCIONISTAS EN LAS OPAS

La obligatoriedad de formular una OPA trata de defender a los pequeños accionistas, obligando a los adquirentes a extender la adquisición al resto de los accionistas. Con la anterior normativa el accionista debía superar el 25% de la participación para formular una OPA. La debilidad de esta normativa radicaba en que el adquirente era capaz de conseguir el poder efectivo con menos de un 25% de participación. Incluso formulando una OPA, la anterior normativa sólo obligaba a dirigirla al 10% de las acciones si el adquirente adquiría una participación entre el 25% y 50%. Con estos porcentajes tan elevados el adquirente conseguía el poder efectivo casi siempre. Con la actual normativa, si se consigue el poder efectivo, el adquirente debe formular una OPA dirigida al 100% de los accionistas. Por lo tanto, siempre que el adquirente se haga con el poder efectivo de una empresa el pequeño accionista debe ser invitado a participar en la prima en las mismas condiciones que lo hacen los grandes accionistas. En adelante la empresa adquirente no podrá ofrecer al accionista de control una prima tan alta, debido a que debe extenderla al 100% del accionariado. Como consecuencia, será mucho más difícil llegar a un acuerdo con el accionista de control y sin la voluntad de éste el adquirente se enfrentará a las grandísimas dificultades de una OPA hostil. Ya conocemos lo carísimas que son dichas operaciones, únicamente posibles si la toma de control crea un valor muy alto. Por lo tanto, la actual normativa de OPA reducirá aún más el incentivo de las empresas adquirentes a llevar a cabo tomas de control.

LA NUEVA NORMATIVA FAVORECE LOS INTERESES DEL PEQUEÑO ACCIONISTA

Debemos preguntarnos si la prohibición de las tomas de control sin OPA a la totalidad es positiva o negativa para la riqueza del conjunto de la sociedad. Los estudios⁽¹⁾ realizados en este ámbito demuestran que en aquellas tomas de control efectuadas sin formulación de OPA los precios

de las acciones de los pequeños accionistas después de la OPA no se reducen, sino que se incrementan. Por otra parte, los grandes accionistas que venden sus acciones reciben cuantiosas primas y la empresa adquirente no pierde. De todo esto extraemos que estas tomas de control crean riqueza para el conjunto de la sociedad al permitir cambiar el control de las empresas adquiridas a manos más eficientes.

Resulta ser una cuestión empírica analizar si el pequeño accionista sale favorecido con la nueva normativa. Por una parte, se consigue que el adquirente extienda la prima al resto de los accionistas, aunque por otro lado, también se reduce el número de aquellas tomas de control sin prima para el pequeño accionista que mejoran la gestión e incrementan el precio de la acción. Según la evidencia empírica norteamericana⁽²⁾, cuando se establecen en los estatutos de las sociedades cotizadas las cláusulas de precio justo y se obliga a extender la toma de control al 100% de las acciones, el precio de la acción reacciona favorablemente. Si resulta válida esta analogía, es de esperar que la extensión de la toma de control al 100% sea favorable a los intereses de los pequeños accionistas, aún teniendo en cuenta que se reduce la probabilidad de ser objeto de toma de control. La actual normativa de OPAS, aunque redunde en beneficio de los pequeños accionistas, no redundará necesariamente en beneficio de la sociedad en su conjunto. Aunque parezca impopular, debemos tener en cuenta también los intereses de los grandes accionistas. La actual normativa perjudica a los grandes accionistas, puesto que recibirán menores primas y con menos frecuencia. Los pequeños accionistas ganan un poco y los grandes accionistas pierden mucho, por lo tanto la sociedad en su conjunto pierde. Desde el punto de vista económico habría sido más eficiente incrementar la tributación de los grandes accionistas en las transacciones de control, que prohibir las transacciones de control sin OPA. ■

NOTAS: (1) BARCLAY, Michael J. y HOLDERNESS, Clifford G.: *The law and large block trader*, *Journal of Law and Economics*, 1992, vol. 35, octubre, pp. 265/294.

(2) JARRELL, Gregg A. y POULSEN, Annette B.: *Shark repellents and stock prices*, *Journal of Financial Economics*, 1987, vol. 19, pp. 127/168.

(12) Recordemos que lo que se había producido en este caso era una subasta por parte del Estado para vender su participación del 52% en Sefanitro, pero como además cotizaba en bolsa el 48% de su capital, las empresas que acudieron a la subasta se vieron obligadas a lanzar sendas OPAS. En ambas OPAS el porcentaje mínimo a alcanzar era del 51%, de manera que el resultado de la puja dependía exclusivamente de lo que decidiese el gobierno.

> retraso con respecto a otros países, especialmente los anglosajones, con mayor tradición en estas operaciones, es la escasa actividad de nuestro país en esta materia, de hecho fue a partir de la segunda mitad de los ochenta cuando empezamos a experimentar una cierta actividad, que ha quedado plenamente confirmada en los noventa y continúa en el nuevo milenio.

Una línea de investigación empírica sobre las OPAS, tradicionalmente la más importante, ha sido la que pretendía testar la bondad de estas operaciones para los accionistas de las empresas involucradas, en el sentido de si eran capaces de crear valor a los mismos. Los trabajos realizados en nuestro mercado de control de empresas y que utilizan mayoritariamente la técnica del estudio del suceso (event study): Fernández Blanco y García (1995), Ocaña, Peña y Robles (1997) y Fernández y Gómez (1997 y 1999) parecen confirmar un comportamiento análogo al encontrado en otros mercados desarrollados, esto es, mientras los accionistas de la empresa objetivo si obtienen ganancias significativas como consecuencia de la OPA, los accionistas de la empresa adquirente no mejoran de manera significativa su situación. En consecuencia, en base a estos resultados se puede afirmar que las OPAS realizadas en los noventa, en España, crean valor puesto que los accionistas de la empresa objetivo mejoran y los de la empresa oferente no se ven perjudicados ni beneficiados. No obstante el trabajo de Alcalde (2000), que estudia los resultados expost de estas operaciones no parece confirmar esta idea.

Otro grupo de estudios se ha centrado en analizar las características de las empresas adquiridas, al objeto de identificar las variables distintivas de las sociedades opadas en el mercado de control de empresas español, y llegar a inferir las motivaciones existentes detrás de estas operaciones. En esta línea se encuentra Vázquez Ordás (1992), Escardíbul, Rovira y Somoza (1998), Alcalde (2000), Bauxaluí y Fernández (2001), Azofra, Fortuna y de la Fuente (2002), sin embargo tal como comentan Azofra, Lindo y de la Fuente esta evidencia parece ser todavía poco concluyente sobre las operaciones realizadas en los noventa. En definitiva parece que las OPAS en España en los noventa no han sido malas, aunque

serían necesarios más trabajos para poder obtener conclusiones más significativas.

CONCLUSIONES

El mercado de OPAS español durante el periodo regulado por el RD 1197/1991 ha tenido una gran importancia para nuestra economía, prueba de ello ha sido el elevado número de operaciones practicadas y las transformaciones sectoriales que ha favorecido. Además las OPAS desarrolladas durante esta etapa se han caracterizado por el reducido tamaño de las empresas objetivo, la pertenencia de las empresas participantes a sectores relacionados, el carácter amistoso de las operaciones y la escasez de procesos

competitivos. Además, a la luz de la evidencia empírica disponible parece que estas operaciones han creado valor a los accionistas de las empresas involucradas.

Para el futuro, los cambios en ámbitos de diferente índole como la regulación de las OPAS, tanto a nivel nacional con el RD 432/2003 como comunitario, donde el acuerdo sobre la Decimotercera directiva se ha cerrado hace escasos tres meses, el gobierno de las empresas con la Ley de Transparencia ya en marcha, la economía con la ampliación del mercado único, etc., van a incidir de manera importante en nuestro mercado de OPAS, si bien el tiempo nos dirá en qué sentido. □

BIBLIOGRAFÍA

- Alcalde Fradejas, N. (2000): "El mercado de control societario: características y resultados de las sociedades españolas adquiridas", Tesis doctoral no publicada. Universidad de Zaragoza.
- Alcalde Fradejas, N. y Espitia Escurer, M. (2002): "Análisis ex post de la influencia de las OPAS en la performance de las empresas adquiridas", *Moneda y Crédito*, nº 215, pp. 100-140.
- Andrade, G.; Mitchell, M. y Stafford, E. (2001): "New evidence and perspectives on mergers", *Journal of Economic Perspectives*, vol 15, nº 2, pp: 103-120.
- Azofra Palenzuela, V., Fortuna Lindo y de la Fuente Hierro (2002): "Mecanismos internos de supervisión y tomas de control en España", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol.11, num.4. pp. 203-220.
- Bauxaluí Soler, J.M. y Fernández Blanco, M. (2001): "Participaciones significativas en la bolsa española: asimetrías y probabilidad de OPA", V Foro de Finanzas de Segovia. Segovia.
- Escardíbul Ferrá, B. (1996): "Estudio de la OPA de exclusión versus la OPA de control total: evidencia empírica en España (1990-1995)", *Actualidad financiera*, nº 16 pp. 1335-1353.
- Escardíbul Ferrá, B., Rovira Val, R. y Somoza López, A. (1998): "Características financieras de las empresas adquiridas mediante una oferta pública de adquisición de acciones: el caso de España (1994-1996)", *Actualidad financiera*, octubre. pp. 11-22.
- Fernández Armesto, J. (1998): "Las OPAS y el mercado de control empresarial: Un balance de diez años de experiencia", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 227.
- Fernández Blanco, M. y García Martín, C.J. (1995): "El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones", *Revista Española de Economía*, vol. 12, nº 2, pp. 219-240.
- Fernández, Al. y Gómez Ansón, S. (1997): "El mercado de control corporativo y los costes de agencia. Evidencia en el mercado de capitales español", *Actas de las Jornadas de Economía Industrial*, pp. 187-191.
- Fernández, Al. y Gómez Ansón, S. (1999): "Un estudio de las ofertas públicas de adquisición en el mercado de valores español", *Investigaciones Económicas*, vol. XXIII (3), pp. 471-495.
- García Martín, C.J. y Ibáñez Escribano, A.M. (2001): "Ganancias anormales en las OPAs: una comparación con modelos generadores de rendimientos", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 119, julio-septiembre, pp. 723-742.
- Krog, G., Sinatra, A. y Singh, H. (eds)(1994): *The management of corporate acquisitions*, London: The Macmillan Press.
- Ocaña, C.; Peña, J.I. y Robles, D. (1997): "Preliminary evidence on takeover target returns in Spain: a note", *Journal of Business Finance & Accounting*, nº 24, January.
- Palacín Sánchez, MJ (1997): *El mercado de control de empresas: el caso español*, Barcelona: Ariel.
- Vaquero Lafuente, M.E. (2001): "Incidencia de las OPAs en la cotización de las empresas del mercado continuo en las fechas anteriores a su publicación", *Análisis financiero*, nº 82, pp. 53-63.
- Vázquez Ordás, C.J. (1992): "Perfil característico de las empresas españolas objeto de fusiones", *Investigaciones Económicas*, vol. 16, num. 3, pp. 489-499.