

LA UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA COMO EXPLICACIÓN A LOS PROCESOS DE TOMA DE CONTROL PRIVADO.

José María Fortuna Lindo
Juan Antonio Rodríguez Sanz
Universidad de Valladolid

El trabajo trata de analizar el soporte tanto teórico como empírico más relevante acerca de la hipótesis de información privilegiada en las tomas de control. Aunque cuando por lo general existe un incremento tanto del precio como del volumen de contratación alrededor de la oferta, no se puede afirmar categóricamente que los mismos se deban al empleo de información privada no conocida por el conjunto de inversores partícipes en el conjunto del mercado. Con todo, las conclusiones obtenidas tras la revisión de los distintos estudios obligan a mantener ciertas dudas sobre las críticas a los procesos de adquisición que han sido teóricamente fundamentados en la hipótesis de información privilegiada.

This paper analyzes both the theoretical and the empirical background about takeovers' insider trading hypothesis. In spite of some studies reviewed the main conclusion does not support the criticism advocated against to takeovers based on insider trading activity around the announcement of the acquisition. There is an increment on price and volume trading but usually is not very different from normal trading out of these events.

PALABRAS CLAVE: tomas de control, información privilegiada, adquisiciones, regulación.

KEY WORDS: takeovers, insider trading, acquisitions, regulation.

1. INTRODUCCION.

Desde comienzos de la década de los años ochenta los procesos de reconversión empresarial han adquirido un mayor peso en la economía de todos los países desarrollados. Entre dichos procesos resaltamos las adquisiciones parciales de participación en el capital de otra sociedad (*adquisitions*), las fusiones (*mergers*), las ofertas públicas de adquisición de valores u OPAs (*tender offers*), las segregaciones y ventas de parte de los activos o de las actividades de la empresa (*spin-off, sell-off*), las operaciones de compra con elevado endeudamiento (*leveraged buy-out, LBO*) en ocasiones realizadas por la propia dirección de la compañía (*management buy-out, MBO*) o los procesos de exclusión de cotización (*going private*). Todos ellos los podemos incluir dentro del concepto ampliamente difundido en las finanzas empresariales de mercado de control societario (*market for corporate control*).

Esta variedad de actuaciones se corresponden a veces con la consecuencia de una política empresarial desarrollada por la dirección de la firma sujeta a dicha operación, que no es la más adecuada para sus accionistas, o al menos así lo mantienen los autores que creen en la eficiencia de estos procesos, una de las explicaciones más extendida y comúnmente aceptada. En otras ocasiones, constituyen la consecuencia mixta de la vuelta a la normalidad cuando un tercero toma el control de la sociedad ineficiente.

Si centramos nuestra atención tan sólo en lo que genéricamente podemos denominar como tomas de control (*takeovers*) -adquisiciones parciales, fusiones y OPAs- no cabe duda que en la literatura se han argumentado numerosas razones que, en principio, pueden aclarar dichos acontecimientos: sinergias (operativas, fiscales, financieras, de poder de mercado, de reducción del riesgo, directivas, entre otras), ineficiencia del equipo directivo de la entidad objetivo o de la oferente, mercados de valores ineficientes, transferencias entre los diferentes partícipes que configuran la empresa, etcétera.

Dentro de estas teorías relativas a los procesos de tomas de control, en algunas de ellas se manifiesta una especial preocupación por parte del poder legislativo o de las autoridades reguladoras ante la posibilidad de que, en caso de llevarse a cabo, supongan una disminución de la eficiencia desde el punto de vista social. Entre los casos más evidentes está el de las operaciones que pueden producir una disminución del grado de competencia en los mercados de productos y factores, por lo que surgen leyes y normas que protegen del monopolio.

Otra situación, en este caso con el mercado de valores como marco de actuación, es la posibilidad de que las tomas de control, y sus ganancias asociadas, puedan provenir de actuaciones de individuos o de empresas que hacen uso de información privilegiada, esto es, de información de la que sólo ellos disponen y que de ser conocida por el conjunto del mercado afectaría al precio de intercambio de los títulos. Así pues, el legislador establece una serie de requisitos que intentan velar porque exista simetría informativa en todo lo que pueda afectar al precio, pero surge la posibilidad de que las tomas de control se correspondan con actuaciones en el mercado en las que se hace uso de información privilegiada, donde vamos a centrar el análisis del presente trabajo.

2. HIPÓTESIS ACERCA DE LAS TOMAS DE CONTROL Y LA EFICIENCIA INFORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES.

Cuando se esgrime el argumento de que las operaciones de tomas de control son iniciadas por personas que disponen de información privilegiada, resulta más que evidente que la justificación de los aumentos de riqueza que se puedan obtener con anterioridad al anuncio de la transacción se atribuyen al empleo de dicha información en las operaciones de compra-venta de títulos, lo que constituye una conducta ilícita en el mercado de valores del inversor especialmente informado.

La existencia y el empleo de información privilegiada como medio para obtener una ganancia que permita batir al mercado implica directamente que la eficiencia informativa del mismo no pasa de ser semifuerte (Fama, 1970), pues en caso de eficiencia informativa fuerte del mercado, el precio del título refleja de forma correcta, insesgada y en todo momento, el conjunto de la información relevante para asignar un valor a dicho bien, esto es, tanto la información de la serie histórica de precios pasados, como la información públicamente disponible por cualquier inversor, y la información privada que está sólo al alcance de determinados individuos especialmente informados, siendo esta última la única que puede constituir información privilegiada. Por tanto, si se demuestra la eficiencia fuerte del mercado de valores, no nos puede servir el argumento de la utilización de información privilegiada como base para justificar los procesos de toma de control, bien en su ocurrencia o en la ganancia asociada.

En realidad, la cuestión a estudiar se concreta en dos hipótesis mutuamente excluyentes:

a) El mercado se anticipa, es decir, descuenta, la información relativa a la toma de control, por lo que en caso de producirse ganancias, éstas no se deben a la ineficiencia del mercado de valores.

b) En los momentos anteriores a la toma de control se produce una fuga o revelación de información privilegiada, a la cual sólo tienen acceso un grupo muy reducido de inversores generalmente vinculados con la empresa y que hacen uso de ella para realizar sus transacciones. Evidentemente, en esta situación se está produciendo un delito, pues dichos inversores no cumplen con la legislación que recogen mayoritariamente los países occidentales en cuanto a dar a conocer a todo el mercado esa información relevante para la formación del precio, siendo en este caso las tomas de control, para algunos autores, indeseables desde un punto de vista social.

Aún cuando los argumentos teóricos son clarificadores con relación a esta explicación de los procesos y ganancias de una toma de control, la forma de contrastar las dos hipótesis alternativas no suele resultar fácil. Como aproximación a la existencia de información privilegiada en las transacciones de títulos anteriores a la toma de control se suelen observar dos parámetros del mercado: el precio del título y su volumen de contratación. Así, el precio del título se espera que sea más volátil y que aumente en la fecha de anuncio o con anterioridad a la toma de control, como manifestación de la información que se divulga por la actuación de los inversores con información privilegiada. En cuanto al volumen de contratación, volúmenes sustancialmente elevados con anterioridad a la suspensión de cotización pueden ser un elemento que apunta cómo que determinados inversores están realizando muchas operaciones empleando información no conocida por el mercado.

3. MARCO TEÓRICO Y RESULTADOS DE LOS TRABAJOS MÁS RELEVANTES.

Los estudios previos han mostrado que las ganancias de negociar son mayores para los que poseen información privilegiada (Finnerty, 1976). De forma indirecta argumenta que mayor acceso a información privilegiada más rentable, conduciría a mayor actividad de negociación de títulos.

Kryzanowski (1979), desde un análisis circunscrito al examen de las consecuencias económicas de la suspensión de cotización y su obediencia real a la protección del accionariado en el mercado de valores de Canadá, se cuestiona la eficiencia en forma fuerte de dicho mercado: si al reanudarse la cotización la eficiencia es al menos semifuerte, la información debería estar incluida en el precio de apertura y en un determinado sentido, según reflejase información positiva o negativa de la sociedad. Realizado un análisis empírico para el período que abarca desde el 1 de enero de 1967 al 31 de diciembre de 1973, diferentes formas de tomas de control son contempladas como "buenas noticias", poniendo de manifiesto que durante el período de suspensión se revela información al mercado aunque no queda del todo claro si dicha información es reflejada por completo en los precios posteriores a la apertura. El autor concluye que, supuesto que el modelo de estimación de los rendimientos tiene capacidad descriptiva y el comportamiento de los precios de los títulos es consistente con la hipótesis de eficiencia, "el estudio ha identificado a un nuevo grupo de partícipes en el mercado quienes aparentemente tienen un acceso monopolístico a la información, pues los hechos claramente identifican a los legisladores como que tienen acceso a nueva información significativa tanto favorable como desfavorable que no es reflejada completamente" en los precios de las acciones con anterioridad a la suspensión. Para los títulos objeto de estudio, el mercado no es eficiente en forma semifuerte para la información pública desfavorable, en tanto que parece ser eficiente en forma semifuerte para la nueva información favorable.

Keown y Pinkerton (1981) reconocen que aún cuando la legislación de la SEC (Securities Exchange Commission) es estricta en lo relativo a revelación de información, no abarca totalmente el delito de información privilegiada en cuanto resulta difícil de perseguir las posiciones tomadas por personas relacionadas o amigos de los directivos y consejeros. En un examen del comportamiento de los precios diarios -con anterioridad al anuncio- de 194 empresas adquiridas con éxito en el período 1975-1978, el análisis de los residuos de éstas comparado con el de aquéllas que no están sometidas a cotización y han experimentado el mismo suceso puede servir de contraste al hecho de si la transacción en un mercado organizado desalienta las operaciones con información privilegiada. El suceso que en este estudio motiva la posible utilización de información privilegiada no es otro que los anuncios de fusión. En el anuncio de este tipo de eventos confluyen dos circunstancias especiales: normalmente lleva implícito información de importancia para la formación del precio y su contenido posiblemente será conocido por un número relativamente amplio de personas. La contrastación empírica consistió en el enfrentamiento de una muestra de empresas cotizadas con otra de empresas no cotizadas en mercados organizados (*over the counter, OTC*), para fusiones ocurridas en el período 1975-1978. Los resultados indican que más de la mitad de los residuos diarios fueron positivos en cada uno de los cinco días anteriores al anuncio; se observa un importante volumen de negociación basada en información interna con relación a la fusión, comenzando aproximadamente con un mes de anterioridad a la fecha de anuncio, con una infracción sobre la negociación privilegiada en los días 5 al 11 anteriores al anuncio, lo que unido a un aumento en el volumen de contratación refuerza el apoyo a la hipótesis de información privilegiada con anterioridad a las fusiones, más aún cuando la gran mayoría de las operaciones no fueron realizadas por personas supervisadas por la SEC. Asimismo, se ponen de manifiesto diferencias mínimas entre los movimientos de los precios en los mercados OTC y en los organizados, que no son estadísticamente significativas, aunque la subida del CAR fue mayor para las cotizadas en bolsas de valores.

Madden (1981), por su parte, se plantea por vez primera el contraste de la eficiencia del mercado de valores a través de la reacción del precio de los títulos ante la revelación pública de adquisiciones empresariales parciales. El razonamiento utilizado radica en que si los rendimientos para los accionistas de las sociedades adquiridas son anormales fuera del mes del anuncio, supondrá una constatación en sentido negativo de la forma semifuerte de la eficiencia informativa del mercado. Su estudio trabaja con anuncios informales en la prensa financiera y la cumplimentación del modelo 13-D de la SEC por parte de adquirentes de más del 5% de las acciones y permite concluir que se produce un rendimiento anormal positivo y significativo en el mes del anuncio, en el mes precedente y en los tres meses anteriores al suceso. Estas reacciones pueden deberse a la presión de compra que ejerce el adquirente o a la información asociada con un aumento del volumen negociado, y en el mes del anuncio, a la información contenida en el mismo. La debilidad del rendimiento anormal significativo tras el anuncio parece consistente con la hipótesis semifuerte de eficiencia del mercado de valores.

Malatesta y Thompson (1985), en una línea de argumentación similar a la de Maden, encuentran que para una muestra de empresas que indicaron con anterioridad la intención de realizar adquisiciones,

el rendimiento anormal es negativo cuando ocurre el intento, atribuyendo los resultados a que los inversores no están de acuerdo en la asignación de una probabilidad no nula a la ocurrencia de la adquisición. Mikkelson y Ruback (1985), por su parte, recogen una muestra que examina las compras empresariales de acciones de otras empresas, donde se incluyen tomas de control, encontrando que las sociedades objetivo de las compras presentan un rendimiento anormal positivo estadísticamente significativo 60 días antes de la fecha del anuncio.

La cuestión examinada por Demsetz (1986) es si la negociación con información privilegiada supone una compensación secundaria para los accionistas que controlan la sociedad objetivo y, en caso de ser cierto, cuáles son sus características y consecuencias. Una mayor participación en el capital de la empresa supone en principio un mayor poder para obtener representación en el consejo de administración y ejercer influencia sobre el equipo directivo, lo que unido al contacto continuo con los temas de la empresa que el mismo implica, debe suponer un acceso más fácil a la información privilegiada. El interés de estos grandes accionistas por conocer las "buenas noticias" sobre la empresa más que las "malas noticias" supone un incentivo para que éstos establezcan un control efectivo sobre la empresa y su equipo directivo del que al final se deriven consecuencias positivas de las que sea posible obtener ciertos beneficios bajo el ropaje de la información privilegiada. La competencia por sustituir a los accionistas que detentan el control determina el precio de adquirir el mismo; la incapacidad de controlar a los accionistas para alterar sus participaciones accionariales de forma importante y rápida, sin afectar drásticamente los precios de las acciones, conducirá a una limitación efectiva del rendimiento que es posible obtener.

Para el análisis empírico, Demsetz emplea los datos de accionistas internos de la SEC para 1980 y calcula el volumen de negociación privilegiada como un porcentaje de las acciones de los internos para dos conjuntos de empresas obtenidas del trabajo de Demsetz y Lehn (1985). El primer subconjunto contiene 28 empresas que muestran el mayor grado de concentración de la propiedad, en tanto que el segundo contiene 28 empresas que presentan una concentración de la propiedad tan baja que ningún accionista posee más del 0'02% de los títulos. Si la posibilidad de acceso a información interna de la que es posible obtener rendimientos positivos es mayor para los accionistas que poseen relativamente más acciones, la primera submuestra debería revelar mayor participación en el volumen de negociación bursátil por parte de los accionistas internos. De hecho, hay siete veces más implicación en la negociación privilegiada; las acciones realmente intercambiadas por personas clasificadas como internos, que poseían un porcentaje de las acciones del 64%, contrasta con el 9% poseído por el segundo grupo. El acceso a información reservada parece que está relacionado con la importancia de la participación en la propiedad de acciones en la empresa.

Un contraste directo de la importancia de las ganancias por negociación interna, como un incentivo para mantener posiciones de control en la propiedad, podría también ser efectuado al examinar la relación entre *rentabilidad* de la negociación realizada por los internos y la concentración de la propiedad mantenida por ellos; esto evitaría el problema de que la información de la negociación realizada por internos que proporciona la SEC en *volumen* fuera menor a la que realmente tuvo lugar. Desafortunadamente, el autor no dispone de la información relativa a la rentabilidad obtenida por los internos, si bien considera que el riesgo específico de la empresa puede constituir por sí mismo una medida del potencial de ganancia de la negociación interna²²⁷. La información que se deriva de factores comunes de riesgo, tales como la creciente dependencia de los mercados de capitales, será de sobra conocida y anticipada por los partícipes en el mercado; obtener una ganancia con este tipo información será realmente difícil dado que la intensa competencia hará que se revele a todos quienes están bien posicionados para tener la misma información. Por el contrario, el conocimiento por adelantado acerca del cierre con éxito de un nuevo contrato de especial relevancia (información específica) es más probable que esté restringido a las personas de la empresa que participan en dicho contrato; negociar sobre la base de dicha información es probable que sea menos competitiva por parte del resto de inversores y acabe proporcionando un mayor impacto en las ganancias obtenidas por los poseedores o concedores de dicha información. Como la lógica parece indicar, esta información se encontrará con mayor frecuencia en aquellas empresas que muestran un elevado nivel de riesgo específico²²⁸.

²²⁷ Las empresas de alto riesgo sistemático son aquellas cuyas fortunas están ligadas en mayor grado a factores que no influyen en muchas otras empresas.

²²⁸ Los cálculos realizados para un subconjunto de 159 empresas de la muestra de Demsetz y Lehn presentan una mayor correlación entre el ratio de negociación interna sobre negociación total (medido para 1980) y sobre

La correlación positiva entre concentración de la propiedad y riesgo específico de la empresa encontrada en el estudio de Demsetz y Lehn (1985), parece apoyar precisamente la proposición realizada acerca de que la oferta de los propietarios de control está positivamente relacionada con la rentabilidad potencial de ser accionista interno. La interpretación dada sobre esta relación positiva en el estudio de Demsetz y Lehn (1985) versa sobre argumentos de diferente índole. A este respecto, en dicho trabajo se considera que el riesgo específico de la empresa supone un índice de la inestabilidad de la misma, conduciendo a la demanda por parte de los accionistas de control de una mayor recompensa. Esta compensación podría venir de la mano de una mayor concentración de la propiedad que sea capaz de suscitar el aprovechamiento de oportunidades que supongan un aumento del valor de mercado de la empresa y que se traduzcan en una compensación secundaria para los accionistas en forma de información privilegiada; esta compensación complementaria sería indudablemente mayor en aquellas empresas que mostraran unas condiciones de actividad más inestables. Lo cierto es que además de estos beneficios potenciales para los accionistas internos en empresas con un nivel superior de riesgo, también surgen ciertos costes especiales en la medida en que es preciso realizar una actividad de control en la que el resto de propietarios no tienen por qué implicarse. Por supuesto, los accionistas controladores no son sólo las personas que están en posesión de información anticipada. Otros partícipes con acceso a esa información incluye a los empleados clave, banqueros, y quienes realicen negocios con la empresa ¿Están obteniendo una ganancia por negociar con información interna sin mejorar las operaciones de la empresa?²²⁹

Lo que sí parece claro es que tanto si se trata de accionistas como si se trata de otro tipo de partícipes, la negociación con información privilegiada crea oportunidades de ganancia a expensas de los demás. Esas transferencias de riqueza pueden ser contempladas como una parte del coste que soportan los accionistas minoritarios por asegurarse una supervisión más efectiva de la empresa. Dado que este coste falla en mayor grado en los accionistas minoritarios, quienes con mayor frecuencia realizan transacciones, los minoritarios mantendrían su posesión de acciones durante mayores períodos que lo que lo harían en ausencia de negociación privilegiada. Las estrategias de compra y venta no darán una protección perfecta contra la negociación interna dado que imponen costes de iliquidez a los inversores. Las ganancias de negociación interna elevan los problemas de las acciones, no sólo entre internos y "externos", sino también entre accionistas minoritarios que muestran diferentes costes de liquidez. Sin embargo, la legislación en la persecución de reducir las ganancias por negociación interna hace más difícil mantener los intereses de los propietarios de control para emplearse en las tareas de supervisión.

Las transferencias de riqueza asociadas con negociación privilegiada pueden ser menores de lo que se piensa si los externos pueden anticipar este tipo de operaciones. Aunque la tendencia general de una acción para ser negociada intensamente por parte de los internos ofrece una guía plausible para la futura negociación privilegiada, el impacto financiero esperado de la misma en los externos puede ser demasiado pequeño, por transacción, como para garantizar un análisis detallado. De todas formas, será mejor aceptar simplemente la cantidad media de negociación privilegiada que caracteriza una cartera diversificada. En la medida en que los externos puedan y realicen sus previsiones, pueden limitar sus pérdidas para los internos por medio de reducciones en su demanda de acciones, lo más probablemente para confrontarlas con negociaciones sin ventajas informativas. Los inversores descontarían esas acciones, o requerirían unos mayores dividendos de ellas, tal que igualaran las tasas de rentabilidad *obtenidas* tras las pérdidas generadas por la actividad de los internos. Esta implicación de mercados eficientes requiere tasas de rentabilidad *anteriores (gravadas)*, medidas antes de las pérdidas para los internos, que fueran mayores para las acciones de externos que con mayor probabilidad presentasen una negociación desventajosa informativamente para los primeros. La diferencia en las tasas anteriores de

riesgo específico a la empresa (medido sobre el periodo 1975-1980). La correlación es 0'45%, estadísticamente significativa al 99%.

²²⁹ Algunos de ellos no cabe duda que están en cualquier episodio de nueva información. Pero los economistas somos sospechosos ante los hechos de "buffet libre". La apariencia de uno a menudo refleja nuestra incapacidad de observar el precio fácilmente. En este caso, probablemente reflejará nuestra ignorancia de qué se demanda de las personas persiguiendo de forma regular el acceso a información interna. Los empleados claves soportan el riesgo de especialización en su capital humano para la necesidad de la empresa. Los banqueros y otros que realizan importantes negocios con una empresa no sólo reciben información de la empresa sino que también aportan información a la misma. La información interna es una forma de pagar por los servicios de ellos, la cual, en su naturaleza, es difícil de recompensar a través de contratos explícitos.

rentabilidad no serían arbitradas de forma externa por los externos, dado que son necesarias para igualar las tasas de rentabilidad realizadas.

Con una submuestra de 159 empresas de la muestra procedente del trabajo de Demsetz y Lehn (1985), Demsetz encuentra que existe una correlación significativa entre las tasas de rentabilidad de mercado anteriores (*recorded*), medidas sobre el período 1975-80, y el ratio de negociación de internos con relación a la negociación total medida en 1980; los dos parámetros muestran ser estadísticamente significativos a un nivel del 8%. Este resultado apoya la idea de que los inversores descuentan con fuerza las acciones negociadas por los internos, aunque también puede reflejar la ocurrencia de que una parte desproporcionada de la negociación de internos fue realizada con anticipación a las buenas noticias²³⁰.

El estudio de Larcker y Lis (1987, pp. 111-113) presenta un enfoque novedoso basado en la idea de que si los precios de equilibrio de mercado son informativamente eficientes, incorporarán suficiente ruido como para crear incentivos para los negociadores que se involucren en la adquisición de información privada sin coste, siendo esto habitual en las fusiones y adquisiciones, en las que existe una incertidumbre alrededor del resultado que produce un diferencial entre el precio de la acción en la fecha formal del anuncio y el precio ofrecido por la sociedad adquirente. Estos autores mantienen la hipótesis de que existen inversores que realizan operaciones de arbitraje cuando se implican en adquirir información costosa para solucionar parte de la incertidumbre asociada con el valor final de la empresa. Estos inversores intentan generar información que les permita calcular el precio "correcto" del título y, abstrayéndose de la aversión al riesgo, compran tantas acciones como su previsión acerca del precio del título (descontados los costes de transacción) exceda al precio actual de mercado.

De aquí se sugieren dos proposiciones para su contrastación empírica. De una parte, esos inversores mostrarán una capacidad superior para prever las reorganizaciones en las que las recompensas actuales excedan al valor de mercado de la acción, de forma que si los que realizan operaciones de arbitraje están "mejor informados" que el propio mercado, podrían adquirir información relacionada con el éxito o fracaso que en último lugar tendrá la reorganización, así como con la existencia de aumentos del precio tras la operación: si esta clase de inversores tienen información superior con relación a la probabilidad de éxito de la reorganización, sería de esperar que observáramos que toman posiciones largas en las empresas con un éxito, actual o *ex post*, que es mayor que la media determinada por el mercado para dichas empresas. Por otra parte, lo anterior se reflejaría en un rendimiento positivo obtenido por estos inversores en sus carteras de títulos. Su evidencia empírica confirma la capacidad predictiva superior y, con ciertas reservas, los rendimientos positivos.

Además, muchos legisladores han interpretado la preocupación del público por estas actividades ilegales de información privilegiada como un soporte político para propuestas legislativas que restrinjan las tomas de control (Jarrell y Poulsen, 1989, p. 225). Con el fin de aportar alguna evidencia, el estudio de Jarrell y Poulsen (1989) se centra en analizar el precio de la acción y su volumen de contratación para determinar cómo el mercado de información actúa para anticipar las OPAs, así como analizar si es apropiado emplear una negociación de títulos previa a la oferta como evidencia de transacción en presencia de información privilegiada. Para ello completan su información con la observación de algunas características que pueden afectar al fenómeno objeto de estudio como son: la información en los medios de comunicación, la adquisición previa del oferente o la naturaleza amistosa u hostil. Los resultados conducen a que la información de los medios de comunicación en términos de rumores sobre un impedimento hacia la oferta es la variable explicativa más importante, y que las primas no anticipadas son menores y la negociación mayor cuando el oferente tiene una gran participación; en tanto que el hecho de ser amistosa u hostil no revela nada. Concluyen que ciertos factores existentes en el mercado con anterioridad a la oferta desempeñan un papel relevante en lo que de otra forma sería tachado de actuación con información privilegiada.

En su trabajo de 1990, John y Mishra abordan otra línea de explicación totalmente distinta a las anteriores sobre los anuncios de tomas de control, centrada en los mecanismos de transmisión de información al mercado. El análisis de las reacciones de los precios de los títulos abordadas para los

²³⁰ Por otra parte, para las mismas acciones, no existe correlación significativa entre esta medida de la importancia de la negociación de internos y el intercepto del modelo de mercado (estimado para el período 1975-1980 en el estudio de Demsetz y Lehn, 1985), lo que sugiere que se requiere un análisis posterior para aislar los efectos de negociación de los internos de la inversión sin riesgo, una tarea probablemente difícil si ambos reflejan la tasa a la cual la nueva información tiene su impacto en el precio de las acciones.

anuncios empresariales de diferente contenido relativo a decisiones financieras, presentan la evidencia de que transmitieron algún tipo de información privada al mercado de la inicialmente poseída por los accionistas internos; estos estudios, tradicionalmente basados en modelos de señales, y contruidos para explicar la reacción del precio, han presentando algunas limitaciones²³¹. Esta circunstancia lleva a los autores a proponer un modelo "neto de transacciones de internos" como una señal empleada por los accionistas internos *conjuntamente* con la actividad genérica de señalización que es el objeto de la emisión de anuncios por parte de la empresa. La actividad de negociación de los internos sería una de las señales más directas disponibles por parte de ellos para comunicar su información privada al mercado, en un entorno en el que éstos disponen de información superior acerca de las perspectivas futuras de la empresa, resultando de hecho que la revelación de las transacciones de los internos son empleadas activamente por los servicios de inversión como señales de "compra" y de "venta". En su trabajo se modeliza un equilibrio en dónde los internos pueden negociar estratégicamente en busca de su propio interés adhiriéndose a las normas de revelación, dependiendo de su información privada, y esta interactúa con la información contenida en el anuncio empresarial. Los internos aceptan que sus intercambios afecten a su bienestar no solo directamente a través de las ganancias de la negociación sino también indirectamente por medio de la credibilidad de sus actividades de señalización, y por lo tanto la efectividad de su coste.

En este modelo los internos señalizan simultáneamente los anuncios de inversión y sus niveles de participación en la propiedad de la empresa. Dado que los inversiones externos pueden inferir toda la información privada de cualquier señal exclusivamente, los internos no *necesitarán* estrictamente señalar con cualquiera de los dos mecanismos. En su lugar, muchas empresas con información interna de valor emplearán *ambas* señales. Sin embargo, la naturaleza de la mezcla de señales eficientemente elegida puede depender de las características de la empresa que realiza tal señalización. En particular, y dado que los atributos de la información privada podrán influir en la productividad de las nuevas inversiones, se considera si las empresas elegirán infrainvertir (en comparación con los niveles de información completa) o sobreinvertir, en el equilibrio final de señalización eficiente. Por facilidad de referencia, categorizaremos las empresas en tres clases sucesivas basadas en la relación de la productividad marginal de la nueva inversión y la información privada atribuida²³². En el equilibrio de señalización eficiente, en cualquiera de las categorías los internos mantienen posiciones no diversificadas de su propiedad en las acciones de la empresa²³³. El equilibrio final muestra que el efecto anuncio de un aumento de inversión se muestra positivo para las acciones y la deuda de las empresas en crecimiento, en tanto que es negativo para los títulos de las empresas en declive y neutral para las empresas maduras.

El modelo genera detalladas implicaciones empíricas derivadas del efecto anuncio de los cambios en inversión y cambios en la participación en el capital por parte de los internos, para los precios de las acciones y de la deuda. Los efectos derivados del anuncio se relacionan con la intensidad de la respuesta del precio a medidas de la información privilegiada, la varianza de los beneficios, y las características de la tecnología de la empresa (en crecimiento, madurez o declive). Variables aproximadas empíricas para

la tecnología de la empresa se pueden construir de las medidas de crecimiento y de los ratio q de Tobin. Los datos actuales disponibles de anuncios de inversiones en capital, participación en la propiedad, y negociación por los internos, se pueden usar para contrastar estas predicciones. En este modelo, los internos tienen una información superior acerca de un único atributo del que depende el VAN de su conjunto de oportunidades de inversión, pudiendo enviar cambios en esta información a los externos a

²³¹ El equilibrio se alcanzaba asumiendo que los accionistas internos no pueden negociar con sus títulos después de emitir una señal exagerada. En unos modelos se supone explícitamente, en otros se fuerza a través de parámetros exógenos de la función del salario directivo o se supone implícitamente. Las restricciones anteriores tienen consecuencias porque: a) hay una gran evidencia significativa de transacciones con información privilegiada alrededor de los anuncios empresariales, y b) si la negociación neta de los accionistas internos está influida por la información privada que ellos tienen, comprender las operaciones que realizan y el contenido de sus informaciones sería importante para estudiar el anuncio empresarial.

²³² Para las empresas *creciendo*, esta relación es creciente; para las empresas *en declive*, esta relación es decreciente; y para las empresas *maduras*, no existe relación.

²³³ Sin embargo, sólo las empresas en crecimiento o declive se desvían de sus niveles de crecimiento óptimos con información completa; las empresas maduras invierten a los niveles de información completa óptima, las empresas creciendo sobreinverten, y las declinando infrainvierten.

través de múltiples combinaciones de revisiones de su participación accionarial (alfa) y de las inversiones anunciadas. Dado que sólo existe un atributo privado y dos señales independientes, la mezcla eficiente de las señales debe por tanto minimizar el coste de señalización en el que se incurre.

Una de las características novedosas del modelo es que la interpretación adecuada de la señal de inversión estaría condicionada con la concurrente negociación de los internos. En otras palabras, si la inversión aumenta señala "buenas noticias" o "malas noticias", dependiendo de la otra señal (la cantidad de negociación del interno). Para las empresas con venta de internos neta, la respuesta del precio de la acción sería negativa, para los otros positiva. En el equilibrio, las empresas señalan tanto con sus revisiones de alfa como con su inversión: cuando la inversión se toma como fija, aumentos no esperados de alfa logran un aumento en los precios de acciones y deuda; sin embargo, cuando alfa es fijo, el efecto anuncio de la inversión es negativo para las empresas en declive y positivo para las que están en crecimiento. Los efectos anuncio detallados también caracterizan cómo la intensidad de respuesta del precio varía con alfa, la varianza de los flujos de caja, la aversión al riesgo del empresario, y la clase de tecnología de la empresa (crecimiento o declive).

Por su parte, el trabajo de Haw *et al.* (1990) intenta analizar la capacidad de la información públicamente disponible para explicar los movimientos *runups* del precio de las acciones de la sociedad objetivo con anterioridad al anuncio de OPA o fusión, dado que son interpretados por algunos legisladores como un fallo del sistema de revelación pública de información. Al centrar su crítica en torno al día en que se anuncia la adquisición, ignoran que los inversores a menudo tienen accesos a fuentes más variadas de información pública que incluyen los anuncios de negociaciones preliminares, compras de pequeños bloques y rumores. Siguiendo la metodología de estudio-evento, sus resultados demuestran que, para su muestra de 121 empresas del período 1967-1980, es importante la actividad del mercado que ocurre antes de que pueda identificarse la primera revelación pública de algún tipo de información sobre la compra potencial.

Jayaraman *et al.* (1991) analizan en la misma línea la posibilidad de que se pueda producir una anticipación a la ocurrencia de una fusión por parte del mercado. Para ello, y a diferencia de otros trabajos, emplean una metodología que se basa en el análisis de la volatilidad implícita en los títulos de las empresas mediante el estudio del comportamiento en el mercado de las opciones sobre esos títulos. El empleo de esta técnica se plantea debido a la creencia de que los estudios basados en el rendimiento previo de los títulos alrededor del período de anuncio produciría una medida del impacto económico de la fusión sólo si se establece como hipótesis que los inversores no han anticipado la ocurrencia de dicho suceso antes del período de anuncio, dado que si ha sido parcialmente anticipado, entonces el rendimiento anormal en el período de anuncio tan sólo mide el efecto de la resolución de la incertidumbre con relación al momento exacto del anuncio, la identidad de la empresa oferente o el precio final de oferta. Por lo tanto, si el mercado anticipa la fusión antes de su primer anuncio los rendimientos de los accionistas de la objetivo en la proximidad de la fecha del mismo no deberían reflejar todo el impacto económico de la fusión.

En su trabajo analizan la fuga de información sobre la compra potencial antes del primer anuncio de OPA o fusión, examinando el comportamiento de los precios de las opciones de compra cotizadas de esas empresas objetivo alrededor del anuncio. La razón para proceder de esta manera se fundamenta en el hecho de que el valor de las opciones de compra depende de la percepción por el mercado de la varianza futura del rendimiento de la acción subyacente, y dado que la varianza aumenta generalmente durante un período en el cual se revela nueva información sobre la empresa, cabría esperar que el precio de las opciones de compra sobre las acciones de la empresa objetivo reflejara este cambio esperado en la varianza con anterioridad al anuncio, si éste resulta anticipado por el mercado. Las opciones nos suministrarán una forma de estimar un cambio en la varianza no observable a través de los precios de las acciones. Adicionalmente, se trae a colación el argumento de que algunos inversores consideran las opciones como una forma de inversión en el corto plazo superior a la inversión en el subyacente, dado que tiene menores costes de transacción, menores márgenes de depósitos y no tienen reglas *uptick* con relación a la venta en descubierto, por lo que los valores de las opciones revelarían información antes que los precios de las acciones. Los resultados del estudio sobre una muestra de títulos y sus opciones cotizadas en la bolsa de Nueva York, de 29 empresas durante los años 1975-1984, parecen corroborar la hipótesis, dado que en el 93% de la muestra las volatilidades implícitas de las acciones aumentan antes del primer anuncio de oferta y disminuyen en el día del anuncio de la primera oferta, con lo que

concluyen que los mercados anticipan un intento de compra antes del anuncio de la primera oferta por parte de la empresa objetivo²³⁴.

Sanders y Zdanowicz (1992) introducen un punto de discrepancia en la fundamentación de anteriores trabajos al sugerir que la evidencia previa sobre la obtención de rendimientos anormales medios en la fecha anterior del anuncio para las sociedades objetivo no puede interpretarse de forma directa como procedentes de la existencia de información privilegiada. En su opinión, estudios como el de Jarrell y Poulsen (1989) cometen el error de aislar el intervalo preanuncio específico sobre el cual la información privilegiada *podría* tener lugar, lo que hace difícil separar otras explicaciones alternativas del aumento del precio. En el estudio realizado por Sanders y Zdanowicz, sin embargo, se distinguen a aquellas empresas que fueron sociedades objetivo de cambios con éxito en operaciones de control y para las cuales la fecha de iniciación del cambio fue posteriormente recogida en un *proxy statement* o 14-D1, durante el período 1978-1986. Además, a diferencia de los trabajos anteriores, emplean como fecha del anuncio público la historia de señal del periódico Wall Street Journal -bien directamente o como rumor- de un intento de cambio en el control. Por último, además de controlar el rendimiento y volumen medio de negociación de los títulos, se examinan las adquisiciones realizadas por internos en el mercado abierto durante el período en el cual podrían haber negociado basándose en información privada relacionada con un cambio inminente en el control. Sus resultados no encuentran ninguna evidencia que apoye la hipótesis de información privilegiada.

En este mismo orden de cosas, y a decir de Aitken y Czernkowski (1992, p. 3), sólo cabe calificar como "explicación anecdótica" el hecho de que cambios significativos en precios y volúmenes de contratación con anterioridad a una toma de control puedan ser calificados como un problema de negociación con información privilegiada (*insider trading*). Su conclusión es que los volúmenes y rendimientos de los títulos inesperados y significativos se deben a la aplicación de una metodología de investigación errónea al no controlar adecuadamente la identificación de las fuentes de información públicamente disponibles. El trabajo de estos autores suministra evidencia de que al ajustar las fechas de los anuncios para tomar en consideración las fuentes de información alternativas disponibles públicamente, se reducen los rendimientos y volúmenes de contratación no esperados con anterioridad a la oferta de toma de control. Con este objeto, se analiza si los aumentos en el precio y en el volumen pueden ser explicados por los informes que las noticias de los medios de comunicación dejan filtrar con anterioridad al anuncio oficial de la toma de control, siguiendo la metodología de Poulsen y Jarrell (1987).

Sobre una muestra de 66 entidades cotizadas en la Bolsa de Australia desde 1981 a 1988, y controlando la posibilidad de otras ofertas contaminantes de la información así como las exclusiones que pudieran plantearse por otras causas, el estudio revela que cuando las fechas de anuncio de tomas de control se ajustan teniendo en cuenta los informes de los medios de comunicación acerca de la empresa objetivo, se reducen tanto el rendimiento no esperado como el indicador de volumen de subida del precio, sugiriendo no sólo que sucede una negociación pre-fusión legítima (basada en la especulación de los medios de comunicación), sino también que el fallo de los anteriores investigadores en controlar este tipo de información puede ser el responsable de parte de la evidencia obtenida.

En el trabajo de Golbe y Schranz (1994), se dan entrada a los requerimientos legales que obligan a la revelación de una oferta antes de que un paquete de acciones de control sea adquirido por los oferentes y estimulan a pagar un extra a arbitrajistas antes del anuncio de la oferta. Por contra, cuando no hay restricciones legales un oferente neutral ante el riesgo puede adquirir dicho paquete de control pagando a cada accionista el valor bajo la dirección actual más los costes privados de venta (tales como impuestos y otros costes de información o de transacción). En algunas circunstancias la firma oferente tiene incentivos para pagar a arbitrajistas de manera que los accionistas con los menores costes de venta provean las acciones necesarias al oferente para adquirir el paquete de control. La información privilegiada crea la oportunidad para los arbitrajistas de ofrecer a los accionistas no informados un precio suficiente para inducirles a vender. Los costes de venta más bajos de los arbitrajistas reducen el precio mínimo de oferta con éxito si los arbitrajistas compran las acciones pivote que garantizan el control. La

234 Otro trabajo que emplea la técnica de la determinación de la volatilidad implícita de las acciones mediante el análisis de las opciones sobre las mismas, con el fin de examinar si sirven para determinar las candidatas a adquisición es el de Acker y Attfiel (1996).

dirección de la empresa objetivo tiene similares incentivos para explotar las diferencias en las valoraciones de las acciones provenientes de la existencia de diferentes costes de venta.

La enmienda Williams Act de la Securities Exchange Act de 1934 impone este tipo de restricciones. El incentivo para la empresa oferente para filtrar información antes del anuncio depende de: 1) la cantidad de dilución que el oferente anticipa (el precio *back-end* impuesto por el sistema legal); 2) el grado en el que el precio *back-end* de la oferta comprende o incluye los incrementos en los precios que surgen a causa de las operaciones adicionales realizadas por los arbitrajistas antes del anuncio; 3) los costes privados de venta de las acciones pivote; 4) el tamaño de la cuota de propiedad que mantiene el oferente. El modelo sugiere que el incentivo para "sobornar" antes del anuncio está negativamente relacionado con el grado de expropiación permitido por el sistema legal. Asimismo el incentivo del oferente para este soborno está negativamente relacionado con el grado en el cual el precio *back-end* comprende cualquier *runup* anterior al anuncio, porque esto incrementa el coste de la oferta. Si el oferente sabe que la negociación anterior al anuncio causará que el precio *back-end* suba lo necesario para que el intento deje de ser beneficioso, no habrá pagos a arbitrajistas. En general, un oferente tiene más incentivos para pagar a arbitrajistas cuanto mayores sean los costes privados del accionista pivote, y cuanto menor sea la participación en la propiedad por parte del oferente en la empresa objetivo.

Dado que los arbitrajistas generalmente tienen menores costes de venta, venderán a un precio inferior que los accionistas con mayores costes privados de venta, por lo que se realizarán algunas ofertas valiosas que de otra manera no seguirían adelante en presencia de negociantes informados. De esta manera, las operaciones realizadas bajo los auspicios de información privilegiada permiten que tengan lugar algunas ofertas que generan beneficios. Adicionalmente, la operativa informada antes del anuncio no permite ofertas no generadoras de valor.

En el mismo ámbito de análisis de las consecuencias de ciertas regulaciones legales, Agrawal y Jaffe (1995) centran su estudio en los efectos de la *short-swing rule* recogida en la sección 16b de la Securities Exchange Act de 1934. Una transacción *short-swing* es aquella que comprende una compra y su posterior venta (o venta seguida de compra) dentro de un período de seis meses. Esta sección 16b obliga a devolver los beneficios obtenidos a través de estas operaciones a la propia empresa. La ventaja de esta disposición legal es que es muy fácil de llevar a efecto, ya que no hay ningún requerimiento o prueba de que la transacción responde a la tenencia de información privilegiada. Además, la aplicación de esta disposición no consume recursos de la SEC ya que esta acción puede llevarse a cabo por cualquier accionista; sin embargo este planteamiento conduce a un inevitable problema de *free riding* o polizón: los accionistas no tienen incentivos para realizar tales acciones si los esfuerzos son aportados de forma íntegra mientras que los beneficios son repartidos entre todos los accionistas. Lo usual es que este tipo de acciones sean llevadas a cabo por juristas pertenecientes al Official Summary. Si efectivamente se incurre en violación de esta ley, el jurista sólo necesita comprar una acción y emprender el procedimiento. Se plantean asimismo posibles causas por las que esta regla puede que no funcione: en primer lugar, que este tipo de operaciones sólo sean llevadas a cabo cuando las expectativas de compensación a recibir por el abogado sea superior a su inversión en tiempo y dinero; en segundo, no se impiden adquisiciones de acciones anteriores al anuncio de determinados eventos y su posterior venta una vez transcurridos 6 meses y un día. Sin embargo, existen acontecimientos que pueden no escapar a esta violación de la regla: las fusiones. Esto es debido a que una fusión obliga a la venta de todas las acciones en circulación de la empresa objetivo. De esta manera alguien que compró acciones dentro del periodo comprendido entre la fecha de la fusión y los seis meses anteriores, es literalmente cazado por esta regla 16b. Además, esta regulación se aplica tanto a ofertas de acciones por acciones como a ofertas de dinero por acciones. Se destacan sin embargo, circunstancias excepcionales que evitan esta regla comoque el poseedor de información privilegiada se vea obligado a vender involuntariamente o que vote explícitamente contra el acuerdo de fusión. El objetivo del trabajo es desenmarañar el efecto de la mencionada sección 16b de las demás regulaciones; para ello examina el período en el que ésta era la única regla operativa que es desde enero de 1941 hasta octubre de 1961, momento en que entró en pleno vigor la regla 10b-5. La evidencia encontrada no es del todo contundente: las transacciones se redujeron significativamente en durante los años 1941-1961 en los momentos antes del anuncio (evidencia que refrenda la sección 16b), mientras que la reducción antes de la realización efectiva de la fusión únicamente ocurrió durante los años 1941-1955. Una conclusión obvia es que los directivos con información anticipada del anuncio de fusión (por supuesto, antes del anuncio) debieran tener un incentivo para diferir al máximo la venta de sus acciones, cuestión que la regla 16b no puede impedir; sin

embargo, no existe una caída más significativa de las ventas de acciones por parte de los directivos ni en el año ni en el mes anterior al anuncio, y ni siquiera cuando la fusión demostró generar rendimientos positivos. Además, se observa que los directivos tampoco reducen sus ventas en el periodo comprendido entre el anuncio y la fusión efectiva de la empresa objetivo. Estos resultados inducen asimismo a plantear algunos puntos de reflexión como son los relativos a la existencia de amigos y parientes de los directivos que no están sujetos al cumplimiento de la sección 16a (declaración de sus transacciones a la SEC) y que pueden incrementar sus compras antes de las fusiones, compensando las disminuciones en el volumen de compras detectado por parte de los directivos. Además, se supone éstos comunican sus transacciones a la SEC, lo que no siempre se cumple. La restricción por parte de las compañías a sus empleados de comerciar con las acciones de las empresas o los acuerdos relacionados con los procesos de fusión, son otros aspectos incluidos dentro de esta reflexión final.

En otro orden de investigación Bettis (1995) propone un contraste para validar rumores de tomas de control amistosas. Si las regulaciones sobre el uso de la información privilegiada están diseñadas para prevenir que los poseedores de este tipo de información realicen cualquier tipo de transacción basada en información privilegiada de la que puedan disponer. Dichas normas, como la Disclose Refrain Rule, que requieren que los *insiders* revelen cualquier tipo de información privada antes de que realicen sus operaciones o si no que se abstengan de realizarlas, o la regla 10b-5 de 1934 de la SEC, son efectivas, los poseedores de información privada sobre una posible adquisición de su empresa no comerciarán con las acciones de su propia empresa. De esta manera, la efectividad de estas regulaciones se convierte en una cuestión fundamentalmente empírica, y la respuesta a ella es un tema fundamental para el contraste de validez de rumores que se plantea, que descansa sobre la evidencia de que los *insiders* que conocen que su empresa va a ser objetivo de una toma de control no van a negociar con sus propias acciones. El procedimiento consistirá en analizar la actividad (o la falta de ella) de los tenedores de información privilegiada para contrastar la validez de los rumores sobre toma de control. Si los *insiders* han comprado o vendido acciones durante el periodo del rumor, el rumor probablemente carece de mérito. Si, por el contrario, no se observa un volumen significativo de operaciones por los *insiders* y tales operaciones son esperadas, probablemente el rumor tenga credibilidad. La utilidad del contraste es demostrada usando sendos ejemplos del mundo real en los cuales funcionó correctamente refutando o confirmando la correspondiente oferta.

El trabajo de Schwert (1996) plantea una situación muy habitual en las ofertas de control. En concreto, cuando se planifica la oferta de una compañía, y con anterioridad a que se pueda anunciar la misma, el precio de la empresa objetivo empieza a subir, coincidiendo además con un volumen de negociación inusualmente elevado. El oferente no ha estado comprando las acciones de la empresa y además no existe evidencia fiable que muestre que ha realizado dichas compras ¿Se deberá seguir con la oferta como inicialmente estaba planificada? ¿Sería preciso ajustar la estrategia de oferta de acuerdo con los últimos acontecimientos? ¿Cómo reaccionarán los accionistas y directivos de la empresa objetivo a la oferta ahora que el precio de las acciones ha subido? Esto constituye un escenario hipotético que sin embargo se ha repetido en numerosas ocasiones en el periodo 1975-91. La teoría de los mercados eficientes o de las expectativas racionales supone que el mercado agrega la información de muchos inversores y el precio reflejará las buenas noticias acerca de la acción. El otro punto de vista es que el oferente tiene información que no se refleja adecuadamente en el precio de las acciones de forma que se justifica el pago de una prima sustancial para ganar el control de la empresa objetivo, y debe ignorarse la subida si se considera que únicamente refleja parcialmente la información de la que él ya dispone. Es muy habitual además encontrar subidas en los precios de las acciones anteriores al anuncio de la oferta (*runup*) que pasan a ser considerados como parte de la prima que los oferentes van a pagar. Por término medio dicho *runup* es aproximadamente la mitad de la prima pagada en las tomas de control con éxito; la otra parte de la prima es el *markup* o incremento en el precio de la acción que comienza el día en que el primer anuncio se realiza ($\text{prima} = \text{runup} + \text{markup}$). El objetivo del trabajo es analizar que causa las subidas preoferta (*runups*) y cómo afectan a la prima total. El estudio empírico se aplica a 1814 tomas de control con éxito o no ocurridas durante el periodo 1975-91 con empresas cotizadas en la listadas en la Bolsa de Nueva York y en la Bolsa de América.

El contraste llevado a cabo tras la oferta muestra escasa evidencia sobre la sustitución de los *runups* preoferta y los *markups* tras la oferta de manera que las primas finales pagadas para adquirir la empresa objetivo cuando ha habido *runups* de consideración en el precio de las acciones antes de la oferta es acumulado en la prima final. En la medida en que el *insider trading* causa un *runup* pre-oferta y

que el oferente y las empresas objetivo no pueden detectar la causa del *runup*, el oferente pagará más por la empresa objetivo.

Por último, en el trabajo de Chakravarty y McConnell (1997) se analiza el caso de transacciones ocurridas en el mercado alrededor de la adquisición de Carnation Company por Nestlé en 1984. Durante el verano de ese año y antes del primer anuncio público de las discusiones sobre la compra de Carnation Company por Nestlé, que tuvo lugar el 3 de septiembre de 1984, Ivan Boesky adquirió aproximadamente el 5% de las acciones de la empresa objetivo (1,7 millones de acciones). Ante la sospecha de que dichas transacciones tuvieron lugar bajo el paraguas de la posesión de información privilegiada, la Securities Exchange Commission procedió contra Boesky. Todos los datos judiciales a que el proceso dio lugar son utilizados en este caso para investigar la forma en que la información privilegiada es incorporada en los precios de las acciones y para analizar su efecto sobre dos aspectos básicos de la liquidez del mercado: el diferencial y la profundidad del mercado. Utilizando como punto de partida información diaria e incluso horaria (intradía) sobre la evolución de los precios de la sociedad objetivo, los resultados mostraron que las transacciones llevadas a cabo por Boesky con información privilegiada indujeron o motivaron un aumento en los precios de Carnation. Una mayor disección del tamaño del conjunto de operaciones realizadas indica que fueron las transacciones de gran tamaño las que efectivamente motivaron tal aumento de precio. Otra de las grandes cuestiones analizadas fue la influencia de las actuaciones llevadas a cabo bajo información privilegiada sobre la liquidez del mercado. En este sentido, se consideró tanto el diferencial de precios a los que los creadores de mercado están dispuestos a comprar (*bid price*) y a vender (*ask price*), como la profundidad del mercado (*market depth*) o número de acciones disponibles en cada compra o venta (*bid depth* y *ask depth*, respectivamente). El argumento para considerar las dos dimensiones es que es perfectamente concebible que aunque no cambie el diferencial, la profundidad del mercado disminuya. El resultado es que las operaciones de Boesky no tuvieron efectos adversos significativos sobre los diferenciales tanto cotizados como efectivos; las transacciones llevadas a cabo por Boesky, además, tampoco manifestaron efectos negativos sobre las profundidades de mercado (tanto de oferta como de demanda), y dependiendo del nivel de confianza finalmente escogido, se podría incluso encontrar un efecto positivo sobre dichas profundidades. Finalmente, también se encontraron que las operaciones de Boesky atrajeron operaciones por parte de otros inversores; en los días en los que Boesky operó, el volumen de negociación total fue dos veces superior al normal, correspondiendo de ese incremento un 50% a las operaciones de Boesky y el resto a las operaciones de otros inversores.

4. CONCLUSIONES.

El trabajo presentado ha pretendido hacerse eco de las operaciones de reconversión empresarial que se han venido sucediendo cada vez con una mayor frecuencia y en mayor volumen desde la década de los ochenta. Dentro de la amplia fenomenología que puede venir comprendida dentro de estas operaciones de reconversión destacan por su especial importancia las tomas de control y sus principales manifestaciones en forma de adquisiciones parciales, fusiones y ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs). En el amplio abanico de explicaciones teóricas elaboradas en torno a las tomas de control, merecen un especial interés aquéllas que centran su atención en la posibilidad de que las ganancias asociadas a este tipo de operaciones puedan provenir de actuaciones individuales llevadas a cabo bajo el manto de la tenencia de información privilegiada acerca del suceso que un futuro más o menos próximo va a suceder, el cual no es otro que la toma de control. Con estos argumentos resulta destacable el esfuerzo realizado por el legislador en su intento de impedir las negociaciones llevadas a cabo bajo los auspicios de información cuya tenencia es sin duda asimétrica entre sus poseedores y el resto de inversores. Desde una perspectiva fundamentalmente teórica, la posibilidad de utilizar información privada acerca de las tomas de control es recogida en dos hipótesis de carácter alternativo: o bien se produce la fuga de dicha información y ciertos inversores la aprovechan en su propio beneficio mediante una actuación delictiva o bien el mercado descuenta esta información incluso antes de anunciarse públicamente, de lo que se deriva la eficiencia informativa fuerte del mercado. La evidencia empírica recogida fundamentalmente para el mercado norteamericano abarca multitud de metodologías, fenómenos objeto de investigación, disposiciones legales y muestras de empresas. Los resultados obtenidos en todos ellos no son en absoluto concluyentes, si bien un importante número de estudios refleja tanto una sensible elevación del precio de cotización de las acciones de la empresa objetivo en los

momentos anteriores al anuncio de la toma de control como un significativo aumento en el volumen de negociación de dichos títulos. En definitiva, estos trabajos vienen a relacionar la existencia de estos fenómenos con la utilización de información privada por parte de inversores que de alguna manera conocen la misma con anterioridad a la fecha del anuncio. Por el contrario, otro gran grupo de investigaciones no alcanza tal conclusión o bien pone en entredicho la metodología y la misma forma de contrastar la atribución de rendimientos y volúmenes de negociación anormales a la mera posesión de información privilegiada. Sin lugar a dudas, la utilización de la información cada vez mejor proporcionada por los mercados de valores, la aparición de normas más eficaces que intenten restringir de oforma más efectiva el uso de información privilegiada, unido a la utilización de procedimientos de investigación más depurados, serán de gran valía para esclarecer la hipótesis del uso de información privilegiada como determinante de los procesos de toma de control.

BIBLIOGRAFÍA.

- Acker, D. y Attfield, C. (1996): "Volatility implied by option prices: The case of takeover bids", *Discussion Papers*, nº 96/426, marzo, University of Bristol. Department of Economics, Bristol.
- Agrawal, A. y Jaffe, J.F. (1995): "Does section 16b deter insider trading by target managers?", *Journal of Financial Economics*, vol. 39, nº 2-3, octubre-noviembre, pp. 295-319.
- Aitken, M. y Czernkowski, R. (1992): "Information leakage prior to takeover announcements: The effect of media reports", *Accounting and Business Research*, vol. 23, nº 89, verano, pp. 3-20.
- Bettis, C. (1995): "A test of the validity of friendly takeover rumors", *Financial Analysts Journal*, vol. 51, nº 6, noviembre-diciembre, pp. 53-57.
- Chakravarty, S. y McConnell, J.J. (1997): "An analysis of prices, bid/ask spreads, and bid and ask depths surrounding Ivan Boesky's illegal trading in Carnation's stock", *Financial Management*, vol. 26, nº 2, verano, pp. 18-34.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985): "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, nº 6, diciembre, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. (1986): "Corporate control, insider trading, and rates of return", *American Economic Review*, vol. 76, nº 2, mayo, pp. 313-316.
- Fama, E.F. (1970): "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, mayo, pp. 383-417.
- Finnerty, J.E. (1976): "Insiders and market efficiency", *Journal of Finance*, vol. 31, nº 4, septiembre, pp. 1141-1148.
- Freixas, X. (1989): "Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros", *Moneda y Crédito*, nº 190, pp. 11-34.
- Golbe, D.L. y Schranz, M.S. (1994): "Bidder incentives for informed trading before hostile tender offer announcements", *Financial Management*, vol. 23, nº 4, invierno, pp. 57-68.
- Haw, I-M.; Pastena, V.S. y Lilien, S.B. (1990): "Market manifestation of nonpublic information prior to mergers: The effect of ownership structure", *Accounting Review*, vol. 65, nº 2, abril, pp. 432-451.
- Jarrell, G.A. y Poulsen, A.B. (1989): "Stock trading before the announcement of tender offer: Insider trading or market anticipation?", *Journal of Law and Economics and Organization*, vol. 5, nº 2, otoño, pp. 225-248.
- Jayaraman, N.; Mandelker, G. y Shastri, K. (1991): "Market anticipation of merger activities: An empirical test", *Managerial and Decision Economics*, vol. 12, pp. 439-448.
- Jensen, M.C. y Ruback, R.S. (1983): "The market for corporate control. The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.
- John, K. y Mishra, B. (1990): "Information content of insider trading around corporate announcements: The case of capital expenditures", *Journal of Finance*, vol. 44, nº 3, julio, pp. 835-855.
- Keown, A.J. y Pinkerton, J.M. (1981): "Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation", *Journal of Finance*, vol. 36, nº 4, pp. 855-869.
- Kryzanowski, L. (1979): "The efficacy of trading suspensions: A regulatory action designed to prevent the exploitation of monopoly information", *Journal of Finance*, vol. 34, nº 5, diciembre, pp. 1187-1200.

- Larcker, D.F. y Lys, T. (1987): "An empirical analysis of the incentives to engage in costly information acquisition. The case of risk arbitrage", *Journal of Financial Economics*, vol. 18, pp. 111-126.
- Madden, G.P. (1981): "Potential corporate takeovers and market efficiency: A note", *Journal of Finance*, vol. 36, nº 5, diciembre, pp. 1191-1197.
- Malatesta, P.H. y Thompson, R. (1985): "Partially anticipated events. A model of stock price reactions with an application to corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, nº 2, junio, pp. 237-250.
- Mikkelson, W.H. y Ruback, R.S. (1985): "An empirical analysis of the interfirm equity investment process", *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 523-553.
- Prat Rodrigo, M. (1990): *El uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE.UU. 1933-1988)*, Editorial Deusto, Bilbao.
- Riley, J.G. (1979): "Informational Equilibrium", *Econometrica*, vol. 47, nº 2, marzo, pp. 331-59.
- Sanders, W. Jr. y Zdanowicz, J.S. (1992): "Target firm abnormal returns and trading volume around the initiation of change in control transactions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, nº 1, marzo, pp. 109-129.
- Schwert, G.W. (1996): "Markup pricing in mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, nº 2, junio, pp. 153-192.
- Spence, A.M. (1973): "Job market signaling", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, nº 3, agosto, pp. 355-74.