



WP-EC 2012-06

Un análisis de la oferta de acciones en las OPAs españolas

Pedro Durá e Inés Pérez-Soba

Ivie

Working papers
Working papers
Working papers

Los documentos de trabajo del Ivie ofrecen un avance de los resultados de las investigaciones económicas en curso, con objeto de generar un proceso de discusión previo a su remisión a las revistas científicas. Al publicar este documento de trabajo, el Ivie no asume responsabilidad sobre su contenido.

Ivie working papers offer in advance the results of economic research under way in order to encourage a discussion process before sending them to scientific journals for their final publication. Ivie's decision to publish this working paper does not imply any responsibility for its content.

La Serie EC, coordinada por Matilde Mas, está orientada a la aplicación de distintos instrumentos de análisis al estudio de problemas económicos concretos.

Coordinated by Matilde Mas, the EC Series mainly includes applications of different analytical tools to the study of specific economic problems.

Todos los documentos de trabajo están disponibles de forma gratuita en la web del Ivie <http://www.ivie.es>, así como las instrucciones para los autores que desean publicar en nuestras series.

Working papers can be downloaded free of charge from the Ivie website <http://www.ivie.es>, as well as the instructions for authors who are interested in publishing in our series.

Versión: octubre 2012 / Version: October 2012

Edita / Published by:
Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.
C/ Guardia Civil, 22 esc. 2 1º - 46020 Valencia (Spain)

Un análisis de la oferta de acciones en las OPAs españolas*

Pedro Durá e Inés Pérez-Soba**

Resumen

En este trabajo nos centramos, para el periodo 1995-2007, en el análisis de las variables que pueden afectar al comportamiento de los accionistas de las empresas que son objeto de OPA y de cómo la normativa puede influir sobre las decisiones de venta de los agentes implicados.

Para ello revisamos la literatura teórica y empírica donde se propone diversas variables explicativas que posteriormente incluimos en el análisis econométrico multivariante. Además, introducimos variables que tendrían cierta “especificidad” en el mercado español de OPAs: a) la existencia o no de un pacto previo entre algunos accionistas y el comprador; y b) la inclusión en el folleto informativo de OPA de una declaración en la que el comprador expresa su intención de excluir la empresa de la cotización en Bolsa. Los resultados respaldan la importancia de ambas variables, entre otras, a la hora de explicar la oferta de acciones en el mercado de control español.

Palabras clave: OPAs, pactos de venta, exclusión bursátil, prima de control.

Clasificación JEL: G34, G38.

Abstract

In this paper we focus on, for the period 1995-2007, the analysis of the variables that can affect the behavior of target company shareholders in a takeover bid and how legislation can influence the selling decisions of the agents involved.

For this analysis we review the theoretical and empirical literature which proposes various explanatory variables that we include in a subsequent multivariate econometric analysis. Furthermore, we introduce variables commonly observed in the Spanish takeover market: a) the existence, or not, of a prior pact among some of the shareholders and the buyer, and b) a statement in the tender offer prospectus that expresses the buyer's intention to delist the company from the stock exchange. The results support the importance of both variables, as well as others, in explaining stock supply in the Spanish market.

Keywords: tender offers, sales agreements, delisting, bid premium.

JEL classification: G34, G38.

* Este trabajo se ha beneficiado de la financiación recibida por el proyecto MICINN-FEDER ECO2009-09623. Agradecemos los comentarios recibidos al borrador inicial de los asistentes al Workshop sobre "El mercado de control de empresas" organizado por la Cátedra de Finanzas Internacionales de la Universidad de Valencia así como a los asistentes al curso de doctorado del Departamento de Dirección y Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza.

** P. Durá e I. Pérez-Soba: Universidad Complutense de Madrid, Departamento de Economía Aplicada III (Política Económica). Autor de contacto: I. Pérez-Soba, e-mail: iperezso@ccee.ucm.es.

1. Introducción

Este trabajo analiza empíricamente cuáles son las variables que pueden afectar la disposición de los accionistas a vender en una OPA y, por lo tanto, qué variables influyen en la probabilidad de éxito de este tipo de operaciones.

Una de las variables explicativas clave debería ser la prima ofrecida por el comprador. Intuitivamente cabría esperar que a mayor prima, mayor sería la disposición a vender de los accionistas. No obstante, ni la teoría respalda unánimemente esta relación positiva ni la evidencia empírica es concluyente a este respecto.

Así, los trabajos empíricos han ido mostrando a lo largo de tres décadas que es difícil obtener un resultado positivo persistente para la relación entre el tamaño de la prima y la probabilidad de éxito de una OPA, a pesar de que se han ido depurando las especificaciones tanto de la prima como de los modelos empleados en los diversos contrastes. De hecho, los trabajos más recientes no parecen encontrar que dicha relación sea significativa.

Dedicamos el apartado 2 a analizar esta evolución de la literatura empírica y a revisar, asimismo, los diversos modelos teóricos que pueden explicar este resultado, en principio, tan poco intuitivo. También revisamos el soporte teórico que vincula la probabilidad de éxito en una OPA con otras variables explicativas basadas en el comportamiento de los accionistas de una empresa que recibe una oferta de compra, como son la participación que tenga el comprador en el capital social de la empresa objetivo antes de lanzar la OPA, los mecanismos de dilución de los derechos de propiedad de los accionistas que se empleen en la operación o la existencia de acuerdos entre los accionistas mayoritarios de la empresa objetivo y el adquirente.

La incorporación de estas dos últimas variables en el análisis empírico que realizamos se justifica en la evidencia que se pone de manifiesto al estudiar las operaciones del mercado de control español. Los resultados que se obtienen al tenerlas en cuenta permiten proponer importantes y novedosas conclusiones dentro de la literatura empírica, dado que no conocemos estudios empíricos previos que las hayan considerado.

Así, a partir de una muestra de 125 OPAs, cuya elaboración y la de las otras series de las variables dependientes e independientes se explica en el apartado 3, contrastamos dos modelos con diversa metodología econométrica con el fin de comprobar la robustez de los resultados, que presentamos en el apartado 4.

Como mencionábamos, una de las aportaciones principales de este trabajo proviene del estudio empírico que realizamos para el mercado español donde, aparte de contribuir con el caso de nuestra economía a la evidencia obtenida para otras economías, principalmente las anglosajonas, encontramos indicios de una “explicación adicional” sobre la aparente falta de influencia de la prima ofrecida sobre el resultado de la operación, no observada previamente en ningún estudio empírico.

Así, obtenemos el resultado de que la prima no es una variable significativa sobre el porcentaje total de acciones que se ofrecen en una OPA cuando consideramos el conjunto de nuestra muestra. Sin embargo, cuando excluimos del análisis aquellos paquetes de acciones que han llegado a algún tipo de acuerdo previo con el comprador, entonces la prima tiene un efecto positivo y significativo sobre el porcentaje de acciones que se ponen en venta y, por lo tanto, sobre el éxito de la operación.

Este resultado sugiere que la pérdida de relevancia de la prima se podría explicar debido a que aquellos accionistas que llegan a un acuerdo previo con el comprador basan su decisión en otras condiciones, frecuentemente contrapartidas adicionales, a las incluidas en la negociación pública de la OPA.¹ Es decir, esto podría ser un indicio de cómo la llamada “regla de la igualdad de oportunidades” (elegida por el legislador español para regular este tipo de operaciones) se puede transformar de facto en la “regla de mercado”, por la cual los accionistas pueden recibir un trato diferente en una toma de control (Bebchuk, 1994).

Otro de los resultados novedosos de nuestro trabajo se deriva de la obtención de evidencia significativa sobre la influencia que tiene en el comportamiento de los accionistas la inclusión, por parte de los compradores, de determinadas declaraciones en los folletos informativos de OPA. En concreto nos referimos a los planes futuros sobre el mantenimiento o no de la cotización de los títulos de la empresa objetivo, que la legislación española obliga a revelar a los compradores. De tal manera que la declaración de que se tiene el proyecto de excluir de la cotización la empresa objetivo si la OPA tiene éxito (y no se obliga al adquirente a lanzar una nueva OPA) tiene el potencial efecto de disminuir el atractivo de mantener las acciones, e inclina en mayor medida a los accionistas a aceptar la oferta.

Esta nueva variable explicativa que proponemos se podría enmarcar dentro del contexto del conocido modelo de Grossman y Hart (1980), entendiéndola como un “nuevo” mecanismo de dilución de los derechos de propiedad de los accionistas que mantuvieran sus acciones después de la OPA. Es decir, este sería otro mecanismo que podría ayudar a superar el problema del “polizón” que plantean dichos autores.

Tras estos cuatro apartados, finalizamos con un quinto apartado donde se resumen las principales aportaciones y se presentan las conclusiones.

¹ Como ejemplo, cabe citar el caso expuesto en el Hecho relevante nº 4105 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: “Banco Exterior de España (integrado en el grupo Argentaria) ha iniciado conversaciones con la Caixa Geral de Depositos de Portugal en orden a alcanzar un acuerdo que permita a Argentaria la compra de una red de oficinas de dicha entidad en diversas provincias de Portugal; así como la compra, por parte de la Caixa Geral de Depositos, de la participación que Argentaria posee en Banco Simeón, a través de la formulación de la correspondiente oferta pública de adquisición de acciones.”

2. Revisión de la literatura empírica y teórica sobre las variables determinantes de la oferta de acciones en una OPA

2.1. Tamaño de la prima ofrecida

Desde la perspectiva empírica, los resultados de los diversos estudios que analizan el potencial efecto que el tamaño de la prima ejerce sobre las probabilidades de éxito de una OPA han ido atravesando varias etapas. En una primera etapa, que se extiende hasta los primeros años ochenta, la mayor parte de estos estudios, para sorpresa de sus propios autores, no encontraba evidencia de que el tamaño de la prima influyera significativamente en la voluntad de los accionistas para vender sus acciones en una OPA (Hayes y Taussig, 1967; Pellegrino, 1972; Ebeid, 1974 y Hoffmeister y Dyl, 1981).²

En estos trabajos el éxito de las OPAs se vincula fundamentalmente con la resistencia ejercida por el equipo directivo de la empresa objetivo³ tal que, cuando los directivos se oponen a la oferta de compra, las probabilidades de éxito van a disminuir de manera significativa. En cuanto a la prima, Hayes y Taussig (1967) encuentran que ésta es mayor en las operaciones “hostiles”.

En una segunda etapa, que se iniciaría a mediados de los ochenta y se prolonga hasta el final de siglo, los estudios empíricos ponen de manifiesto una relación positiva entre la prima ofrecida y la voluntad de los accionistas a vender sus acciones. Paradójicamente estos resultados empíricos se producen cuando se estaban generando desarrollos teóricos que ponían en duda la existencia de esta relación. Dentro de esta segunda etapa podemos citar los estudios de Walkling (1985) o Jennings y Mazzeo (1993).

El trabajo de Walkling (1985) califica de “*sorprendentes*” los resultados de los trabajos empíricos previos y considera que la “*anomalía de la prima*” que éstos manifiestan se debe a las posibles malas especificaciones del modelo y/o de las variables utilizadas, principalmente la prima. Cuando se especifica correctamente la prima⁴, entonces ésta ejerce una influencia significativa y positiva en las probabilidades de éxito de una oferta de compra. La especificación del modelo parece ser menos trascendente ya que obtiene los mismos resultados utilizando un modelo logit y un modelo lineal. Sus resultados también refuerzan la importancia de la oposición del equipo directivo a la hora de explicar la prima.

En esta etapa otros trabajos como, por ejemplo, el de Jennings y Mazzeo (1993) apoyan la existencia de esta relación positiva entre la prima y el éxito de la operación, ofreciendo

² Aunque también podríamos encontrar, en esta época, alguna excepción a este resultado como el estudio de Quirin (1971).

³ Incluso en algún trabajo como el de Ebeid (1974) va a ser la única variable que tenga influencia significativa en el resultado de las ofertas de compra.

⁴ Walkling (1985) propone que el punto de partida para el cálculo de las primas sea teniendo en cuenta el momento que salen las primeras informaciones de la operación a la luz pública y no cuando se registra en la Comisión del Mercado de Valores.

argumentos que se basan en que las primas altas tienden, por un lado, a reducir la probabilidad de una fuerte resistencia por parte de la dirección de la empresa y, por otro, a disuadir la presentación de OPAs competidoras.

Sin embargo, con la llegada del nuevo siglo se produce un incremento de las investigaciones empíricas —véase Mitchell y Pulvino (2001), Baker y Savasoglu (2002), Branch y Yang (2003) o Branch *et al.* (2005)— en las que se vuelve a obtener el resultado de los años setenta y de los primeros años ochenta. Es decir, no se encuentra evidencia significativa sobre la influencia de la prima ofrecida en la disposición a vender de los accionistas.

Desde el punto de vista teórico, podríamos decir que hasta el trabajo de Grossman y Hart (1980) la teoría señalaba que los potenciales compradores del control de las empresas se enfrentaban a una curva de oferta de acciones con pendiente positiva, tal como intentaban contrastar los estudios empíricos.⁵

No obstante, con el trabajo de Grossman y Hart (1980) se relativiza la importancia del tamaño de la prima ofrecida ya que lo relevante para afectar a la decisión de venta de los accionistas no es la valoración que tiene la empresa con los actuales gestores, sino la valoración que podría alcanzar con la gestión de los nuevos administradores si la oferta de adquisición triunfa. Este simple hecho resalta que el tamaño de la prima pierde, al menos parcialmente, su importancia en la toma de decisiones de los accionistas.

El conocido resultado al que llegan estos autores, consistente en la imposibilidad de que una oferta de compra exitosa pueda ser beneficiosa para el comprador sin la posibilidad de diluir el valor de las acciones no vendidas⁶, se basa en dos importantes supuestos: a) la existencia de información completa y b) la no existencia de accionistas decisivos (“*pivotal*”) para el éxito de la operación, lo que implica que cada uno de los accionistas considera que su decisión no afecta a las probabilidades de éxito de la operación.

La eliminación de cada uno de estos dos supuestos, de manera individual o simultánea, ha dado lugar a un amplia literatura teórica. La conclusión general a la que se llega, tanto en el caso de que la información no sea completa como en el que se supone que algún accionista pueda ser decisivo, es que existen argumentos para justificar la ausencia de una relación positiva entre la prima ofrecida en una oferta de adquisición y la probabilidad de venta de los accionistas afectados.

En los modelos en los que la ***información no es completa***, donde se suele considerar que la información del comprador sobre el posible valor de la empresa en caso de éxito de la

⁵ Este resultado se sostenía en la asunción de diferentes supuestos. Uno de ellos es el de que los accionistas de la empresa objetivo no tienen expectativas homogéneas sobre el valor de la empresa, lo que supone que los precios a los que estarían dispuestos a vender son diferentes. Así, según va subiendo el precio se iría incrementando el porcentaje de los accionistas a los que les interesa la venta.

⁶ Estos autores reconocen que en la práctica el problema del “*free-rider*” no sería tan severo debido a diferentes causas (como, por ejemplo, la diferencia en la valoración entre accionistas y comprador como resultado de diferentes preferencias por el riesgo o diferente información).

operación es superior a la de los actuales accionistas, se necesita introducir hipótesis adicionales para poder general equilibrios que no reproduzcan el resultado de Grossman y Hart (1980). El motivo se encuentra en que los accionistas deducen que el vendedor no va a tener un beneficio esperado negativo y, por tanto, en equilibrio, la mera presentación de la puja actúa como mecanismo revelador de la información privada. En este contexto, pujas mayores podrían indicar mayor valor de la empresa bajo la gestión del comprador y, por ello, no necesariamente incrementaría la propensión a vender de los actuales accionistas que intentarían sacar rendimiento de ese mayor valor.⁷

Como en estos casos el beneficio esperado del adquirente por las acciones compradas sería nulo, los incentivos para presentar la oferta tendrían que provenir de otras fuentes. Una posibilidad es la propuesta en Shleifer y Vishny (1986) o en Hirshleifer (1995) en la que comprador ya tuviera de manera previa un paquete de acciones (“*toehold*”) y, por tanto, el beneficio vendría por la revalorización de dichas acciones (como veremos en el apartado 2.3). Otra posibilidad es la dilución del capital de los minoritarios, ya planteada en el modelo de Grossman y Hart (1980), y es dentro de esta solución donde consideramos en nuestro análisis empírico una variable específica del mercado de control español, representada por la amenaza a la liquidez de las acciones de la empresa objetivo que podría manifestar el comprador en el folleto informativo de la operación (tal y como se propone en el apartado 2.2).

En todo caso, estos equilibrios son difíciles de generar y son muy sensibles a los supuestos que se realizan.⁸ Pero la conclusión general de estos modelos es que el suponer que la información no es completa no basta por sí solo para generar una relación positiva entre el tamaño de la prima y las probabilidades de que los actuales accionistas procedan a la venta, sino que se necesitarían supuestos adicionales.

Cuando se elimina el supuesto de que el comportamiento de un único accionista no tiene ninguna incidencia en las probabilidades de éxito de la operación, pueden aparecer los llamados **accionistas “decisivos”** o “imprescindibles” (“*pivotal*”) que se definen como aquéllos cuya decisión de no vender implica que la operación fracasa, *dado el comportamiento de los demás accionistas* en ese equilibrio.

⁷ En esta línea Durá y Pérez-Soba (2007) desarrollan un modelo en el que los accionistas tienen una información diferente sobre la capacidad de gestión del pujador y en el que un incremento de la prima genera dos efectos de signo contrario: (i) el efecto “convencional” de que un mayor precio incrementa las probabilidades de venta por parte de los accionistas; (ii) el efecto de signo contrario, provocado por la información que los accionistas pueden extraer, en equilibrio, del hecho de que se haya incrementado la prima pues ello les permite actualizar sus conjeturas sobre el valor que la empresa alcanzaría bajo la gestión de los nuevos propietarios. Este hecho explicaría que ante aumentos del precio disminuyesen las probabilidades de venta. Por tanto, el efecto conjunto quedaría indeterminado.

⁸ Para simplificar el problema, hay modelos en los que se realiza el supuesto de que el comprador se enfrenta a una función, exógenamente determinada, que relaciona positivamente la puja con la probabilidad de éxito de la operación. En estos casos, la información del comprador es completamente revelada cuando realiza una oferta (Hirshleifer y Titman, 1990). Para justificar la adopción de este supuesto de exogeneidad se recurre a diferentes argumentos como son: (i) el efecto que la puja podría generar sobre la intensidad de las medidas defensivas adoptadas por los gestores; o (ii) el efecto que las diferentes estructuras impositivas podrían ocasionar sobre la valoración de los accionistas a la hora de vender.

La importancia teórica del accionista decisivo reside en que, de nuevo, los modelos que lo incorporan contribuyen a debilitar la relación teórica entre la prima y las probabilidades de éxito de la operación, ya que la disposición de los accionistas a vender no dependería tanto de la cuantía de la prima sino de si se sienten decisivos o no.

La posibilidad teórica de que un accionista sea decisivo depende del tipo de equilibrio que se esté considerando, pero, en principio, como guía podríamos considerar que cuanto mayor sea la participación de un accionista en la empresa objetivo, mayor será la probabilidad de ser decisivo para el éxito de la operación y, por tanto, mayor será el incentivo a vender sus acciones o, al menos, una parte de ellas (para incrementar las probabilidades de éxito de la operación), y retener otra parte (para aprovecharse de las ganancias de la nueva gestión), como en el modelo de Holmström y Nalebuff (1992).

Estos modelos son interesantes pues revelan que al comprador le interesa hacer más probables aquellos equilibrios que inciten a que un mayor número de accionistas sea decisivo pues, de este modo, mayores serán las probabilidades de éxito para una misma prima ofrecida.

Dentro de esta línea de argumentación, Bagnoli y Lipman (1988) muestran que el comprador podría utilizar el límite al cual condiciona el éxito de la operación como mecanismo para incrementar la probabilidad de que los accionistas sean decisivos, incentivando de esta manera la aceptación de su oferta.⁹ También Holmström y Nalebuff (1992) sugieren algunas medidas que harían más probable el éxito de una operación, como por ejemplo un “split” que incremente el número de acciones de la empresa objetivo.

En todo caso, uno de los problemas de este tipo de equilibrios es que son poco verosímiles debido a los problemas de “coordinación”, por ejemplo, en una empresa con muchos pequeños accionistas (Hirshleifer, 1995).

2.2. La “amenaza” de exclusión incluida en los folletos informativos de OPA

Ya hemos comentado que en el modelo de Grossman y Hart (1980) la posibilidad de que el nuevo comprador pueda proceder a “diluir” los derechos de propiedad desempeña un papel crucial para que una toma de control pueda ser exitosa. Por tanto, estos autores sugieren que los accionistas fundadores incorporen en los estatutos de la sociedad la posibilidad de que un potencial nuevo comprador pueda proceder a diluir, hasta el nivel que se considere “óptimo”, el valor de la empresa para los accionistas minoritarios que permanezcan en el capital después de una toma de control¹⁰.

Sin embargo, no es fácil fijar un nivel exacto de “dilución” ni controlar su ejecución, tal como ha sido ampliamente analizado en trabajos como el de Yarrow (1985), quien propone otras

⁹ En nuestro análisis empírico proponemos una variable (MÍNIMO) que recoge este tipo de hipótesis.

¹⁰ Las vías para proceder a llevar a cabo esta dilución podrían ser permitir pagar elevadas retribuciones por la gestión, permitir vender activos a otras compañías propiedad del comprador a precios inferiores al de mercado, vender el producto final de la empresa a otra propiedad del comprador a precios artificialmente bajos, etc.

soluciones, como la de instaurar la venta obligatoria por parte de los pequeños accionistas cuando se superen determinados niveles de aceptación de la operación (complementado con una fuerte protección de los accionistas minoritarios).¹¹

En el caso español, vamos a interpretar como una forma concreta de proceder a la “dilución” de los derechos de propiedad la posibilidad de que el comprador anuncie su intención de proceder a la exclusión de la empresa objetivo de la cotización en Bolsa sin lanzar una nueva OPA. Consideramos que este tipo de anuncio puede ser percibido como una amenaza por parte de los accionistas que reciben la OPA que se concreta en la reducción drástica de la liquidez que se produciría al excluir un valor de la cotización (lo que restaría atractivo al título) y, sobre todo, en la incertidumbre asociada a las condiciones en que se realizaría dicha operación de exclusión al anunciar que se tiene la intención de no lanzar una nueva OPA.¹²

Así, planteamos como hipótesis que ante declaraciones de intenciones tan diferentes como las que se reproducen a continuación, los accionistas difícilmente van a ser indiferentes en su decisión de venta ante una OPA¹³:

A) *“La Sociedad Oferente tiene interés en que las acciones de ZZZ continúen cotizando en las Bolsas donde actualmente lo vienen haciendo...YYY declara que **no tiene intención de proponer la exclusión de cotización de las acciones de ZZZ de ninguna de las Bolsas en las que actualmente cotiza**”.*

B) *“Si, como se espera, la Oferta resulta aceptada por un número elevado de accionistas, la Sociedad Oferente y la Sociedad Afectada **solicitarán**, sin que ello prejuzgue la decisión de la CNMV, **que la decisión de exclusión sea autorizada por la CNMV sin exigir la formulación de una nueva oferta pública de adquisición por parte de la propia Sociedad Afectada sobre las acciones que no acudan a la Oferta**”.*

Se puede observar que mientras en el párrafo A) se establece claramente que el adquirente no tiene la intención de proponer la exclusión, en el párrafo B) el adquirente declara no sólo que quiere excluir los títulos de la cotización sino que, además, tiene la intención de realizarlo sin ejecutar una posterior OPA de exclusión, lo que podría interpretarse como una “amenaza” para los accionistas que no vendan.

¹¹ Desde entonces, la literatura sobre estos temas se ha multiplicado con indudable influencia en los cambios normativos implantados, como puede ser el caso de la Directiva Europea sobre OPAs aprobada en 2004.

¹² Actualmente, con la entrada en vigor en España de la trasposición de la Directiva Europea sobre OPAs, en julio de 2007, este tipo de amenaza se atenúa ya que se introduce la compra-venta forzosa, lo que en la literatura se conoce como el *squeeze out right*. Este procedimiento consiste en que una vez concluida la operación de OPA, si se alcanza un porcentaje de venta superior al 90% del capital social de la empresa objetivo, el comprador puede ejercer un derecho de venta forzosa por parte de aquellos accionistas que no hayan vendido en la OPA, o bien son los accionistas “residuales” los que pueden ejercer un derecho de compra forzosa de sus acciones por parte del que lanzó la oferta de adquisición, en ambos casos al precio al que se ejerció la OPA. En cuanto a la regulación sobre OPAs de exclusión, sigue vigente el mismo criterio que regía en la Ley anterior, según el cual el legislador determina un plazo y unos requisitos respecto al precio que buscan la protección del accionista.

¹³ Ambos párrafos han sido extraídos de folletos informativos de OPAs realizadas en España. La negrilla es nuestra.

Con la normativa española vigente hasta 2007, para proceder a la exclusión de la cotización normalmente se tenía que plantear una nueva OPA (denominada de exclusión) en un plazo determinado después de que finalizara la actual. Este mecanismo, supuestamente, otorgaría ciertas garantías a los minoritarios (tiene que ser aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no se admitiría a un precio por debajo de una OPA anterior, etc.). No obstante, en determinadas circunstancias era posible que se pudiera proceder a la exclusión sin lanzar una OPA de exclusión, lo que dejaba más expuesto al minoritario que no había vendido. Este último sería el caso que muestra el folleto informativo que incluye el párrafo **B**.

Por ello, es de esperar que cuando en una oferta de compra se incluya este tipo de “amenaza” la propensión de los accionistas a vender sea mayor. Esto supone que el comprador mediante el anuncio de sus planes podría acentuar la amenaza que para los minoritarios supone la reducción de la liquidez del valor e influir en su decisión.

Tanto en el caso de esta variable como en el de la que a continuación analizamos, no hemos encontrado trabajos donde se hayan considerado en el análisis empírico, a pesar de que la regla general que suele aplicarse en todas las legislaciones europeas en las que rige el procedimiento de OPA es la de “*full disclosure*” y debería incluirse, por tanto, este tipo de información. En consecuencia, no tenemos resultados con los que comparar los nuestros.

2.3. Pactos de venta

Cuando en la empresa objetivo existe un accionista que posee el control efectivo con su paquete accionarial (también llamado bloque de control) y el resto son accionistas dispersos, la literatura propone otro procedimiento para evitar el problema del polizón: transmitir el control de la empresa mediante la venta privada de dicho paquete al adquirente. Ambas partes preferirán este tipo de venta porque el comprador se ahorra no sólo la compra de acciones (de los minoritarios) que no le sirven para acceder al control y que, además, le privan de una parte de sus beneficios, sino que también se ahorra los costes de lanzar la OPA. Con la venta privada puede maximizar el beneficio de la operación y repartir una parte de éste con el accionista vendedor (Burkart *et al.*, 2000).

En España este tipo de operaciones está muy limitado ya que, a partir de determinados umbrales, la normativa imponía la regla de igualdad de oportunidades *a priori* por la que para adquirir estos bloques se tendría que lanzar una OPA en las que todos los accionistas podrían vender en las mismas condiciones.

Por tanto, considerando este contexto legal, cabría plantear dos escenarios:

- (1) Cuando el tamaño del bloque de control sea superior al 50% del capital social, en cuyo caso el propietario tendrá la certeza de ser el accionista decisivo para que la OPA pueda ser viable. El resto de los accionistas minoritarios actuarán como polizones y la probabilidad de que vendan dependerá de cómo interpreten el valor de la prima que les ofrece el comprador. En principio, podríamos suponer que la estrategia del comprador

sería, entonces, ofrecer una prima que estuviera por debajo del precio del polizón para así atraer menos acciones y disminuir de esta manera el coste total de la operación.

- (2) Cuando el tamaño del bloque de control sea inferior al 50% cabe pensar en diversas estrategias del comprador para hacer que el accionista más relevante se considere el decisivo con una probabilidad mayor, como podría ser condicionar a un límite mínimo la oferta de acciones en la OPA para que ésta fuese aceptada por el comprador (Bagnoli y Lipman, 1988). También se hace posible la estrategia de que, dependiendo del tamaño del bloque, el comprador negocie con el propietario previamente con el fin de minimizar el coste de la toma de control, y evitar hostilidades y elevaciones posteriores de la prima.

Cuando existe este tipo de negociación se facilita que se intente negociar otras contraprestaciones ajenas a la oferta con el objeto de no extenderlos al conjunto de los accionistas, tal como se ponía de manifiesto en la nota a pie nº 1.

2.4. Participación previa en el capital social de la empresa objetivo

Como hemos visto previamente, una de las conclusiones de Grossman y Hart (1980), que retoman Shleifer y Vishny (1986), es que una fuente fundamental de obtención de beneficios para el comprador en una oferta de adquisición procede de su participación previa (*toehold*) en la empresa objetivo. De esta manera podría beneficiarse del incremento de valor esperado debido a la mejora que lleve a cabo en la gestión, una vez logrado el control de la empresa.

Este procedimiento, que permite aliviar el problema del polizón, es también una estrategia para mejorar la posición negociadora del comprador ante la OPA, pues eleva su probabilidad de éxito —Hirshleifer y Titman (1990), Chowdhry y Jegadeesh (1994)— y disuade a potenciales adquirentes a que no inicien operaciones de adquisición que compitan con la suya (Dewatripont, 1991; Ravid and Spiegel, 1992; Bulow *et al.*, 1999). Así, la probabilidad de éxito de la operación es mayor conforme aumenta la participación inicial del comprador ya que, al disponer desde el comienzo de una fuente de ingresos futuros (la esperada revalorización de su paquete accionarial), le da margen para poder ofrecer un precio por las acciones restantes que sería equivalente al obtenible una vez alcanzado el control de la empresa lo que, si suponemos que ante una situación de indiferencia de los accionistas entre vender o no vender se deciden por vender, aumentará la probabilidad de que los accionistas vendan.¹⁴

Por otra parte, autores como Bulow *et al.* (1999), Burkart (1995) o Singh (1998) señalan cómo el comprador tendrá de hecho incentivos para sobre-pujar en la OPA con el fin de eliminar la competencia y si no fuera el caso, poder vender sobrevalorada su participación posteriormente al rival.

¹⁴ Suponemos que ese coste no excede los costes de la OPA.

Cabe señalar como argumento adicional para sostener que la relación entre participación inicial y cantidad demandada debería ser positiva la hipótesis planteada por Hirshleifer y Titman (1990), quienes apuntan a que conforme mayor sea el tamaño de la participación del adquirente, menor será el número de acciones que demande. De ser así, aumentaría la probabilidad de que los accionistas se considerasen decisivos y ofreciesen sus acciones en la OPA, total o parcialmente, como proponen Holmström y Nalebuff (1992).

3. MUESTRA, VARIABLES Y DATOS

El tamaño final de nuestra muestra es de 125 OPAs realizadas en España entre 1995 y julio de 2007. El periodo temporal ha sido escogido debido a la estabilidad normativa ya que a partir de julio de 2007 empieza a regir la nueva legislación sobre OPAs que traspone la Directiva Europea y en la que, por ejemplo, se incluye la compra-venta forzosa ya comentada. Esta nueva normativa afectaría a la repercusión que podríamos esperar que tuviera lo que hemos denominado la amenaza de exclusión, que es una de nuestras variables explicativas.

Para llegar a este tamaño muestral hemos tenido que descontar del total de OPAs presentadas en España y autorizadas por la CNMV a lo largo del periodo mencionado: i) aquellas OPAs que eran de exclusión; ii) las 16 OPAs en la que no ha habido ninguna aceptación (ya que se deciden por una OPA competidora); y iii) diez ofertas sobre las que no ha sido posible encontrar los datos necesarios.¹⁵

A continuación pasamos a comentar la metodología utilizada para elaborar las series relativas a las variables dependientes y a las principales variables explicativas.

a) Variables dependientes: Proporción de aceptaciones.

En muchos modelos empíricos el objetivo es estimar o predecir las probabilidades de éxito de una OPA. Cuando el número de accionistas es elevado, el porcentaje de acciones ofrecidas podría ser un estimador aceptable de la probabilidad de que un accionista acepte la oferta.

De este modo, en nuestro caso, vamos utilizar como variable dependiente la proporción de acciones que aceptan la oferta sobre el total de acciones al que va dirigida la OPA. Para ello procedemos a descontar del total de acciones aquellas que se encuentran “inmovilizadas”, esto es, las acciones que posee el propio adquirente, la autocartera y los accionistas significativos que expresan su intención de no acudir a la OPA. Así, definimos la variable *CANTIDAD1* de la siguiente manera:

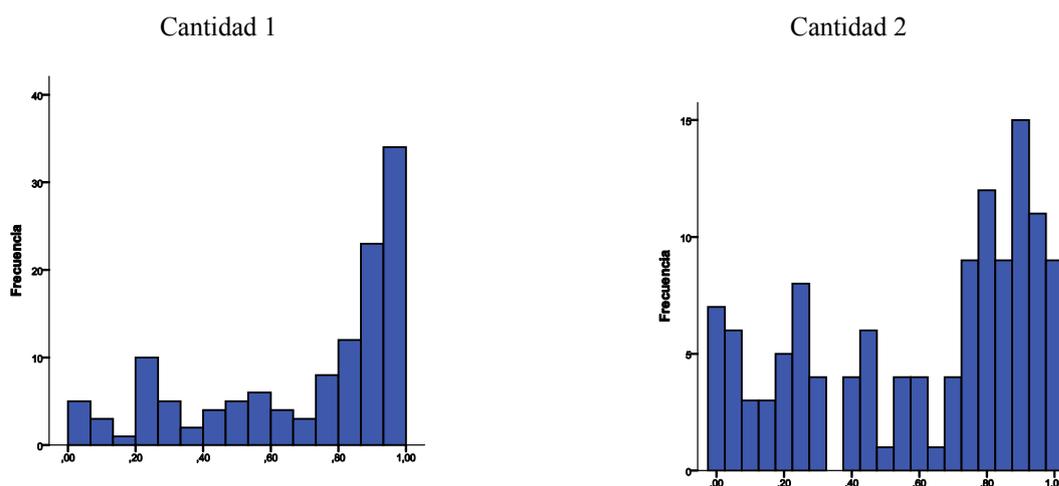
$$CANTIDAD1 = \frac{n^{\circ} \text{ acciones que aceptan la OPA}}{(n^{\circ} \text{ acciones totales} - n^{\circ} \text{ acciones inmovilizadas})}$$

¹⁵ Por ejemplo, algunas cotizaciones históricas de empresas objetivo no cotizadas en la Bolsa de Madrid; también hay algún caso de OPA sobre una empresa no cotizada.

Asimismo, también estamos interesados en saber si tiene alguna influencia en el resultado de la OPA la existencia de pactos entre diversos accionistas mayoritarios y el adquirente para vender sus paquetes de acciones en la OPA. Estos pactos tienen importancia teórica ya que para diversos autores —por ejemplo Shleifer y Vishny (1986), Bebchuk (1994) o Burkart *et al.* (2000)— sería una de las vías de superar el problema del polizón. Desde nuestro punto de vista nos permitiría analizar separadamente el comportamiento de aquellos accionistas que se encuentran fuera de los pactos de venta. Por ello, también construimos la variable *CANTIDAD2* que sería similar a la variable *CANTIDAD1* pero eliminando tanto del numerador como del denominador el número de acciones afectadas por los pactos previos de venta, según se desprende de la información incluida en los folletos informativos y la prensa de negocios:

$$CANTIDAD2 = \frac{(n^{\circ} \text{ acciones que aceptan la OPA} - n^{\circ} \text{ acciones del pacto de venta})}{(n^{\circ} \text{ acciones totales} - n^{\circ} \text{ acciones inmovilizadas} - n^{\circ} \text{ acciones del pacto de venta})}$$

Ilustración 1. Histogramas de CANTIDAD1 y CANTIDAD2



Cuadro 1. Estadísticos descriptivos de CANTIDAD1 y CANTIDAD2

	Media	Mediana	Máx.	Mín.	Σ	Asimetría	Curtosis
CANTIDAD1	0,6999	0,8302	0,9999	0,0009	0,3003	-0,8884	2,4219
CANTIDAD2	0,6001	0,7489	0,9998	0,0000	0,3301	-0,5289	1,7891

Entre los descriptivos de la variable CANTIDAD1 destaca lo elevado de su mediana (un 83%) frente a la media (un 70%) y la concentración de las observaciones en valores superiores al 80%. Respecto a la media de CANTIDAD2, al no incluir los pactos previos de venta, el porcentaje medio de acciones que aceptan la OPAs disminuye hasta el 60% (la mediana es del 75%). La diferencia existente con la media observada previamente con la CANTIDAD1 es estadísticamente significativa, lo cual no debería extrañar. Destaca también cómo las frecuencias de la CANTIDAD2 se distribuyen más homogéneamente que las de la CANTIDAD1.

Habría que realizar una precisión en relación con el tratamiento de las OPAS parciales (23% de la muestra) en el cálculo de estas dos variables anteriores. Existiría la opción de elegir las acciones ofrecidas y las acciones realmente intercambiadas. Hemos utilizado las acciones ofrecidas ya que es la variable que más se acerca al concepto teórico utilizado para aproximar el comportamiento de los accionistas.¹⁶

La diferencia entre la definición de CANTIDAD1 y CANTIDAD2 da lugar a una variable “dummy” que tomaría el valor uno en aquellas operaciones en las que haya existido un pacto previo y cero en el resto. A esta variable la llamamos PACTOD y la utilizaremos como variable dependiente para observar si existen diferencias de comportamiento en los accionistas no afectados por los acuerdos entre el comprador y accionistas significativos en aquellas operaciones en las que han existido pactos y en las que no. En nuestra muestra han existido 63 operaciones (el 50,4% del total) en las que han existido pactos de este tipo.

b) Variables independientes

b.1. Primas ofrecidas

Para el cálculo de la prima ofrecida se compara el precio incluido en la OPA con el precio previo de mercado al que llamamos precio de referencia. Esto es,

$$PRIMA = (\text{Precio OPA} - \text{Precio Referencia}) / \text{Precio Referencia}$$

La cuestión principal es cómo calcular el precio de referencia para lo cual existen diferentes alternativas. Desde los trabajos de Hoffmeister y Dyl (1980) o Walkling (1985) existen fuertes argumentos para elegir el momento en el que se hace pública la primera información sobre la OPA en lugar de la fecha en que se registra la OPA en la Comisión del Mercado de Valores. Hemos seguido este criterio y para determinar ese momento hemos procedido a consultar: a) en la CNMV los registros oficiales de “Hechos Relevantes” anteriores a la fecha del anuncio oficial de OPA, tal como hacen Hoffmeister y Dyl (1981); y b) en la prensa especializada, debido a que en varios casos aparece

¹⁶ En nueve de las 29 OPAs parciales no se disponía del dato exacto del número de acciones ofrecidas. En estos casos se ha realizado una estimación basándonos en la información de la que hemos dispuesto (reglas de prorrateo incluidas en los folletos, porcentaje de prorrateo, adjudicación mínima en el tramo lineal, tamaño del tramo lineal y acciones adjudicadas).

información pública en la prensa antes de que se registre oficialmente su anuncio en la CNMV. Este doble criterio es también empleado por Walkling (1985).

Una vez obtenida la fecha del primer anuncio público le restamos 15 días para obtener el precio de mercado. Esto se realiza para intentar eliminar fluctuaciones en el valor debido a posibles rumores o filtraciones. Diversos trabajos indican que los 10 o 12 días anteriores al conocimiento de una OPA se producen fluctuaciones anormales en las cotizaciones de la empresa afectada. A la variable resultante la llamamos *PRIMA*.¹⁷

Como se puede observar en la Cuadro 2, la media de las primas que hemos obtenido para las operaciones realizadas entre 1995 y 2007 se sitúa en el 22,6% (mediana 18,8%) lo cual supone una cifra superior a las obtenidas en otros trabajos empíricos realizados para el mercado español, si bien los periodos temporales no coinciden. Entre ellos podemos citar el 14% (Ocaña *et al.* 1994, 1997) para el período 1990-1993; el 10% entre 1985-1993 de Fernández y García (1995); el 15% entre 1988-1994 de Fernández y Gómez-Ansón (1999) o el 15% de Eguidazu (1996). Una razón que puede explicar en parte estas diferencias se basaría en el mayor número de OPAs competidoras que se han lanzado desde el año 2000.

En el Cuadro 2 también mostramos los descriptivos de las primas considerando si ha existido un pacto previo o si estamos en operaciones con presencia de una amenaza. Se observa que la media de las primas en las operaciones en las que existe un pacto previo (19,4%) es inferior a la media de las operaciones en las que no existe un pacto (25%). Lo contrario ocurre con la presencia de amenaza, las primas son más bajas en operaciones sin amenaza (20,3%) que en las operaciones con ella (25%). En todo caso estas diferencias, aunque importantes cuantitativamente, no son significativas.

Cuadro 2. Estadísticos descriptivos para la variable *PRIMA*

		Media	Mediana	Quant. (p=0,75)	σ	Obs.
TOTAL		0.2268	0.1881	0.3874	0.3528	125
<i>PACTOD</i>	0	0.2599	0.1883	0.3565	0.2768	62
	1	0.1941	0.1820	0.4042	0.4139	63
<i>AMENAZA</i>	0	0.2033	0.1744	0.2975	0.3166	62
	1	0.2498	0.2000	0.4255	0.3862	63

¹⁷ También hemos utilizado la primas calculadas a 10 y 30 días y los principales resultados cualitativos no varían en relación con los descritos en el siguiente apartado.

b.2. Existencia de amenaza de exclusión

Para elaborar esta serie nos hemos basado exclusivamente en la información incluida en los folletos informativos registrados en la CNMV intentando identificar, a partir de la declaraciones realizadas, las intenciones de los adquirentes de proceder: i) a retirar de la cotización el título; y ii) a realizar dicha exclusión sin lanzar una OPA de exclusión.¹⁸

Así, hemos procedido a clasificar las OPAs en dos categorías atendiendo a la intención más o menos explícita del adquirente de proceder a la exclusión de la cotización sin realizar una nueva OPA:

- **Sin amenaza:** En esta categoría incluimos todas aquellas OPAs (63, el 50,4% de la muestra) en las que el adquirente expresa con claridad y sin ambigüedad su intención de que, o bien no excluirá la empresa, o bien, en caso de que la excluyera lo haría a través de una OPA de exclusión. En estos casos la variable *AMENAZA* toma el valor cero. El párrafo A) reproducido en el apartado 2.2 constituye un buen ejemplo de este tipo.
- **Con amenaza:** En las operaciones en que existe algún grado de amenaza (62 OPAs, el 49,6% de la muestra) la variable *AMENAZA* tiene valor uno. En este grupo se incluyen: **i)** aquellas OPAs en las que el adquirente expresa su intención de intentar excluir el título sin lanzar una nueva OPA —como ejemplo de esta clase de amenaza nos remitimos al párrafo B) incluido en el apartado 2.2—; y **ii)** las operaciones en las que el adquirente no explicita la “manera” en que se procedería a instrumentar la exclusión. En el caso ii) la amenaza sería menos “fuerte” aunque sigue estando presente ya que no se puede descartar la posibilidad de una exclusión sin una nueva OPA. A continuación se incluye un ejemplo real de este tipo.

“En caso de que la Oferta tenga resultado positivo, es firme intención de las Sociedades Oferentes proceder a promover la exclusión de cotización de las acciones de la Sociedad Afectada en el plazo más breve posible y, en todo caso, dentro de los seis meses siguientes a la liquidación de la Oferta, cumpliendo con los trámites establecidos en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991”

La hipótesis propuesta se podría expresar de la siguiente manera: *sin alterar el resto de condiciones, el comprador podría perseguir un incremento de las probabilidades de éxito de la OPA a través de la inclusión de una “amenaza” de este tipo en las declaraciones de intenciones contenidas en el folleto informativo.*

¹⁸ En esta formulación estamos suponiendo que las OPAs de exclusión suponen realmente una mayor garantía para los pequeños accionistas. No entramos en las dificultades que, en presencia de información privada, se plantean para la fijación del precio en este tipo de operaciones. Incluso el precio de mercado previo a la operación plantea, en equilibrio, diferentes problemas para tomarlo como referencia. Aunque el contexto analizado no sea el específico de la normativa española, estas dificultades quedan reflejadas, por ejemplo, en los trabajos de Bebchuk y Kahan (1989) y Goshen y Wiener (2003).

b.3. Otras variables explicativas

- *INICIAL*: recoge el porcentaje del capital de la empresa objetivo que posee el comprador antes de lanzar la OPA. En un total de 76 operaciones el comprador tenía alguna participación que oscila entre menos del 1% y más del 99% con una mediana del 23,50% (la media es del 26,60%).
- *HOSTIL*: se trata de una variable que toma el valor 1 cuando el equipo directivo muestra algún tipo de oposición a la operación. En nuestra muestra sólo el 10% de las operaciones cuenta con oposición.
- *MINIMO*: esta variable recoge el porcentaje de acciones al que el comprador condiciona el éxito de la operación. En un total de 55 operaciones (el 44% de la muestra) el comprador introduce una condición de este tipo. La media de las operaciones en las que se introduce este mínimo es del 47% y la mediana del 50%. No obstante el intervalo es muy amplio oscilando entre 3,9% y el 80%. La media cuando consideramos todas las operaciones sería, evidentemente, más baja: 20,76%.

En el Cuadro 3 recogemos los estadísticos descriptivos de las variables cuantitativas “Inicial” y “Mínimo”.

Cuadro 3. Estadísticos descriptivos de las variables INICIAL y MÍNIMO

	Media	Mediana	Máx.	Mín.	σ	Asimetría	Curtosis
INICIAL	0,2660	0,2350	0,99	0,00	0,2986	0,903	-0,345
MÍNIMO	0,2076	0,0000	0,80	0,00	0,2798	0,925	-0,719

A su vez mostramos la tabla de correlaciones entre las variables dependientes (Cuadro 4).

Cuadro 4. Correlaciones entre las variables independientes

	Prima	Pacto	Inicial	Hostil	Mínimo
Amenaza	0,173	0,104	0,087	-0,057	0,082
Prima		-0,057	-0,107	0,175	0,173
Pacto			-0,572**	-0,111	0,486**
Inicial				-0,165	-0,627**
Hostil					0,139

** La correlación es significativa al 1%.

Como se puede apreciar, existe una correlación positiva significativa entre las variables “*Pacto*” y “*Mínimo*”. Este resultado podría estar poniendo de manifiesto que el comprador estaría utilizando el límite al cual condiciona el éxito de la operación como mecanismo para, por una parte, afianzar el compromiso del pacto con los accionistas decisivos (Bagnoli y Lipman, 1988) y, por otra, reforzar la credibilidad del cumplimiento de dicho pacto ante el resto de los accionistas. Las correlaciones negativas significativas entre las variables “*Mínimo*” e “*Inicial*” y “*Pacto*” e “*Inicial*” serían la otra cara de la moneda en el sentido de que, conforme mayor es la participación accionarial inicial que tiene el comprador en la empresa objetivo, menor es la necesidad de garantizar el éxito de la operación mediante pactos con los accionistas mayoritarios o la utilización de límites mínimos para forzar la aparición de accionistas decisivos.

4. METODOLOGIA Y RESULTADOS DEL MODELO EMPÍRICO

Como se ha comentado, el modelo que desarrollamos trata de explicar la proporción de acciones que *aceptan* una determinada oferta de adquisición. Para ello utilizamos diversas variables explicativas sugeridas por la literatura empírica y teórica como la prima ofrecida (*PRIMA*), la cantidad inicial de acciones que posee el comprador (*INICIAL*), la resistencia del equipo directivo (*HOSTIL*) y si el comprador condiciona el éxito de la operación a la obtención de una cantidad mínimo de acciones (*MINIMO*). Además, utilizamos otras variables que, basándonos en la normativa española vigente hasta 2007, hemos considerado que podrían influir en el comportamiento de los accionistas: la existencia de una declaración sobre la intención de excluir la empresa objetivo de la cotización en los mercados de valores (*AMENAZA*) y la existencia previa de un pacto de venta entre el comprador y una parte de los accionistas de la empresa objetivo (*PACTO*).

De este modo se plantean diferentes modelos que responden al tipo genérico,

$$CANTIDAD_i = f(PRIMA, INICIAL, HOSTIL, MINIMO, AMENAZA, PACTO), \quad i = 1,2$$

No obstante, existen argumentos para considerar que la variable *PRIMA* se determina de manera “simultánea” con la *CANTIDAD* de acciones ofrecidas y, por tanto, a efectos de estimación tendría el carácter de endógena. Por ello, en el Cuadro 5 se presentan los resultados obtenidos con dos tipos de metodología según asumamos que la *PRIMA* es exógena (en cuyos caso realizamos la estimación por mínimos cuadrados, “*ls*” en el cuadro) o endógena (donde procedemos a realizar la estimación por el método de mínimo cuadrado en dos etapas, *2sls*). Este último método implica la estimación previa de un modelo para la prima expresado en su forma reducida, es decir, en función de todas las variables exógenas del modelo. Adicionalmente, a las variables explicativas comentadas previamente, utilizamos como variables instrumentales otras variables que la teoría o estudios empíricos sugieren que tendrían influencia en la prima. En concreto, la existencia o no de una oferta competidora (“*Competidora*”); la limitación de la oferta de adquisición a

un cantidad máxima de acciones ("*Parcial*"); la pertenencia del comprador al mismo sector que la empresa objetivo ("*Horizontal*"), que podría indicar posibles "sinergias", o el carácter del comprador ("*Comprador no familiar*").¹⁹

Como variables dependientes se utilizan dos variables que representan la proporción de acciones vendidas, *CANTIDAD1* y *CANTIDAD2*. Como se ha comentado la diferencia reside en que la segunda excluye las acciones que participan en los pactos de venta previos.

Como se observa en el Cuadro 5, la capacidad explicativa de los modelos que utilizan como variable dependiente *CANTIDAD1* es mayor (se sitúa entre el 30% y 37%) que la de los modelos en los que la *CANTIDAD2* es la variables dependiente (entre 23% y el 30%)²⁰.

Los principales comentarios respecto de los resultados obtenidos son los siguientes: En cuanto a la variable *INICIAL* se puede observar que su coeficiente es positivo y significativo sobre la variable dependiente, tanto cuando usamos la *CANTIDAD1* como la *CANTIDAD2* y con independencia de si consideramos la prima exógena como endógena. Esto implica que cuanto mayor sea la participación inicial del comprador en el capital de la empresa objetivo mayor será la propensión de los accionistas a aceptar su oferta. El valor numérico del coeficiente estaría indicando que si el comprador eleva en 10 puntos su participación en el capital de la empresa ello induciría a que la oferta de acciones se incremente, en media, entre 3 y 4,9 puntos según el modelo que estemos considerando.

En lo que se refiere a la variable *HOSTIL* la predicción teórica sería que su coeficiente fuese negativo ya que la oposición del equipo directivo incidiría en el fracaso de una oferta de adquisición reduciendo las acciones que aceptan. En nuestro modelo, esta variable no presenta una influencia significativa, con lo que no se encontraría apoyo a la hipótesis de que la resistencia del equipo directivo afecta al comportamiento de los accionistas, al contrario que en los trabajos empíricos previamente comentados.

No obstante, hay que tener en cuenta que la especificación de nuestro modelo podría estar minusvalorando este efecto y eso podría ocurrir por varias vías. Por ejemplo, sólo tenemos en cuenta aquellas OPAs que se mantienen hasta que se pronuncian los accionistas, por lo que es posible que hayan existido OPAs que se hayan retirado o incluso que ni siquiera se hayan presentado ante la constatación de una fuerte oposición por parte de la dirección de la empresa objetivo. Estas OPAs, por tanto, no estarían siendo consideradas en estos resultados. Por otro lado, la literatura empírica también ha reflejado cómo la oposición del equipo directivo podría tener otras repercusiones como la de elevar la prima finalmente

¹⁹ Mostramos los resultados de la regresión en el apéndice. Como referencias en la literatura para las variables empleadas cabe citar el trabajo de Chowdhry y Jegadeesh (1995) para la variable "*Inicial*", Holmen y Knopf (2004) para "*Hostil*", Bagnoli y Lipman (1988) para "*Mínimo*", Grossman y Hart (1980) si consideramos la "*Amenaza*" un mecanismo de dilución, Nicodamo y Sembenelli (2000) para "*Pacto*", Bulow *et al.* (1999) al tratar las OPAs competidoras, Volpin (2002) cuando se considera la clase accionarial y Eckbo (1983) cuando se trata el efecto de las sinergias en las primas de las fusiones y adquisiciones horizontales.

²⁰ Para estos comentarios utilizamos el estadístico R^2 ajustado y al GR^2 ajustado en los modelos estimados por "ls" y "2sls", respectivamente.

ofrecida. Si esto fuese así el efecto de la oposición de los directivos se vería recogido a través de la variable *PRIMA* y no en la variable *HOSTIL*. Por último, hay que tener en cuenta el escaso número de operaciones catalogadas como hostiles en nuestra muestra (un 10%) cuya explicación puede estar también en las explicaciones anteriores.

Cuadro 5. Modelos explicativos de la oferta de acciones

Cantidad 1: (proporción de acciones que aceptan incluyendo las de pactos previos).

Cantidad 2: (proporción de acciones, entre las que no se incluyen las de pactos previos).

LS, estimación por mínimos cuadrados ordinarios.

2SLS, estimación por mínimos cuadrados en dos etapas con las Variables Instrumentales: *Competidora, Parcial, Comprador no familiar, Horizontal*.

125 observaciones

	CANTIDAD 1 (A)		CANTIDAD 2		CANTIDAD 1 (B)	
	<i>Ls</i>	<i>2sls</i>	<i>Ls</i>	<i>2sls</i>	<i>ls</i>	<i>2sls</i>
<i>C</i>	0.329 *** (4.98)	0.241 ** (2.62)	0.200 *** (3.14)	0.101 (1.08)	0.235 *** (3.27)	0.100 (0.66)
<i>PRIMA</i>	0.087 (1.51)	0.427 (1.60)	0.300 *** (4.25)	0.681 ** (2.30)	0.328 ** (2.46)	0.721 * (1.81)
<i>INICIAL</i>	0.297 *** (2.75)	0.337 *** (2.84)	0.444 *** (3.86)	0.489 *** (3.93)	0.367 *** (3.37)	0.458 *** (3.08)
<i>HOSTIL</i>	0.014 (0.16)	-0.017 (-0.20)	0.050 (0.59)	0.016 (0.20)	0.018 (0.22)	0.011 (0.13)
<i>MINIMO</i>	0.294 *** (3.32)	0.237 * (1.91)	0.419 *** (3.61)	0.354 ** (2.59)	0.311 *** (3.51)	0.307 ** (2.56)
<i>AMENAZA</i>	0.140 *** (3.18)	0.119 ** (2.25)	0.132 ** (2.56)	0.109 * (1.78)	0.138 *** (3.20)	0.127 *** (2.64)
<i>PACTO</i>	0.277 *** (4.53)	0.328 *** (4.70)	0.110 (1.63)	0.168 ** (2.19)	0.378 *** (5.34)	0.506 *** (2.94)
<i>PACTOD*PRIMA</i>	—	—	—	—	-0.342 ** (-2.38)	-0.707 (-1.11)
<i>R2 ajust</i>	0.345		0.302		0.372	
<i>GR2 ajust</i>		0.350		0.232		0.352
<i>Sargan test</i>		3,810		2.046		2.731
<i>Hausman test</i>	1.423		-1.404		-1.048	

*, **, ***, significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente

Entre paréntesis estadísticos t calculados con errores estándar consistentes con Heterocedasticidad (White).

La siguiente variable es la denominada *MÍNIMO* de la cual podemos esperar un efecto positivo sobre la oferta de acciones. La razón de esta predicción teórica se encuentra en que se eleva la probabilidad de que dichos accionistas se consideren en una posición de accionista “decisivo” (*pivotal*). Nuestros modelos empíricos apoyan este resultado ya que en todos los casos el coeficiente es positivo y significativo, tal como se observa en el

Cuadro 5. De este modo, cuanto mayor sea el mínimo al que se condiciona el éxito de la operación, mayor será la propensión de los accionistas a vender. Desde el punto de vista cuantitativo se podría decir que por cada 10 puntos en que el comprador eleve el mínimo la oferta de acciones se incrementaría entre 2,4 y 4,2 puntos, dependiendo del modelo.

La variable **AMENAZA** es una de las novedades que aporta nuestro trabajo. Como hemos explicado, esperaríamos que la existencia de este tipo de amenaza en una OPA impulsara la venta de acciones. Efectivamente este es el resultado que se observa en el Cuadro 5 en el que el coeficiente de la **AMENAZA** es positivo y significativo en todos los modelos, ya sea con la **CANTIDAD1** como con la **CANTIDAD2**, ya sea considerando la prima exógena como endógena. El resultado cuantitativo estaría indicando que, dependiendo del modelo, la existencia de una amenaza implicaría un incremento en las acciones ofrecidas que se encontraría entre 11 y 14 puntos con una media de 12,75 puntos. A modo de ilustración podríamos considerar que una oferta de compra sin amenaza que obtenga un aceptación del 40% y que, por tanto, fracasaría si ha vinculado el éxito a la obtención del 50%, podría haber tenido éxito incluyendo una amenaza de este tipo, ya que implicaría un incremento del grado de aceptación hasta el 52,75% del capital.

Este es un importante resultado ya que pone a disposición del adquirente un instrumento adicional para influir de manera decisiva en el comportamiento de los accionistas de las empresas a las que va dirigida la oferta de compra. Es importante también el destacar que la modificación de la normativa de OPAs en España, que entró en vigor en julio de 2007, prácticamente elimina este mecanismo al introducir los derechos de compra-venta forzosos (*squeeze out right*).

La otra variable que representa una innovación en este trabajo para el caso español es la variable **PACTO** que, como hemos comentado, tendría un valor de uno en aquellas operaciones en las que ha existido un pacto con anterioridad a la culminación de la OPA entre el vendedor y una parte de los accionistas. Creemos que por sí sola no introduce una gran aportación en la explicación del comportamiento de los accionistas, aunque sí lo hace cuando la combinamos con la variable prima.

Así, observamos que en los modelos en los que la variable dependiente es la **CANTIDAD1** los coeficientes del **PACTO** son positivos y significativos, lo cual no debería extrañar ya que en aquellas operaciones en las que hay pacto una parte de los accionistas ya se ha comprometido a vender. Más interesante es analizar cuál es el impacto de la existencia de pactos en el resto de los accionistas que no participan de dicho acuerdo. Esto se puede observar utilizando la variable dependiente **CANTIDAD2** pues excluye a los accionistas que han alcanzado el pacto. El resultado es mixto ya que, en este caso, el coeficiente es positivo y significativo cuando consideramos la prima como variable endógena pero cuando la tratamos como exógena pierde la significatividad. Por tanto, podríamos decir que existe cierta evidencia de que la existencia de pactos entre el comprador incrementa la propensión a vender del resto de los accionistas, aunque no es muy concluyente.

Finalmente, en lo que se refiere a la *PRIMA*, la variable que ha dado lugar a mayores controversias tanto teóricas como empíricas, la evidencia que se obtiene, aunque tampoco es concluyente, sí aporta algunos resultados de gran interés.

En primer lugar, cuando observamos el modelo etiquetado en el Cuadro 5 como “CANTIDAD 1 (A)” observamos que la prima tiene coeficiente positivo pero no es significativamente diferente a cero, tanto en el caso que consideramos la prima exógena como cuando la consideramos endógena. Este primer resultado apunta a que la prima no afectaría a la decisión del conjunto de los accionistas sobre si aceptar una determina OPA o rechazarla. Como hemos visto en los trabajos empíricos este no es un resultado extraño ya que ha sido encontrado frecuentemente, aunque también el contrario. Desde el punto de vista teórico tampoco es extraño ya que hemos apuntado a que pueden existir diversas fuerzas actuando en sentido contrario que se podrían anular entre ellas.

No obstante, cuando observamos el modelo en el que la variable dependiente es la “CANTIDAD 2”, es decir, cuando estamos analizando el comportamiento sólo de aquellos accionistas que no han participado en un pacto previo con el vendedor, entonces los coeficientes de la prima son positivos y esta vez significativos. Es decir, la prima tiene capacidad explicativa cuando se trata de los accionistas que no participan en pactos de venta. En este caso un incremento del tamaño de la prima induciría a una proporción mayor de accionistas a vender (así un incremento de 10 puntos en la prima elevaría entre 3 y 6,8 puntos el porcentaje del capital que aceptaría la oferta).

Con el modelo que hemos etiquetado en el Cuadro 5 como “CANTIDAD 1 (B)” llegamos a un resultado consistente con el anterior. La única diferencia con el modelo “CANTIDAD 1 (A)” es que introducimos una nueva variable que resulta de multiplicar la variable *PACTO* por la variable *PRIMA*. Al introducir este cambio el resto de resultados cualitativos no se altera en relación con lo comentado con anterioridad, con la única excepción de la variable *PRIMA*.

Ahora el coeficiente individual de la prima está recogiendo el efecto que tiene esta variable pero únicamente en aquellos casos en que la variable *PACTO* es igual a cero. Por tanto, este coeficiente recoge el efecto de la prima sobre los accionistas, pero sólo de aquellas operaciones en las que no han existido pactos entre el comprador y alguno de los accionistas. Como se observa, el coeficiente de la *PRIMA* sigue siendo positivo pero ahora, y a diferencia de lo que ocurría en el modelo “Cantidad 1 (A)”, es significativo. Esto supone que, en aquellas operaciones en la que no ha existido un pacto, una mayor prima induce a un mayor número de accionistas a aceptar la oferta.

Asimismo, para observar el efecto de la prima en aquellas operaciones con pacto habría que sumar al coeficiente de la prima el coeficiente de la nueva variable “*Pacto x prima*” y analizar si la suma es significativamente diferente de cero. El resultado, que no se incluye en el Cuadro 5, es que la suma de los dos coeficientes no es significativa. De este modo, este modelo nos ofrece el resultado de que la prima no tiene efecto en aquellas operaciones

en las que existe un pacto previo entre algunos accionistas y el comprador mientras que por el contrario sí ejercería un efecto positivo en aquellas operaciones que carecen de un pacto de este tipo.

Nuestro resultado de que la prima sólo tiene capacidad explicativa sobre el comportamiento de los accionistas en aquellas operaciones en las que no existen pactos se podría relacionar con algunos de los resultados obtenidos en la literatura empírica. Así, por ejemplo, Walkling (1985) encuentra que la prima es significativa sólo en las operaciones en las que la dirección de la empresa objetivo muestra resistencia a la operación, mientras que no lo es cuando el equipo directivo es neutral o colabora con el comprador. Naturalmente puede haber acuerdos entre accionistas y compradores tanto si el equipo directivo coopera con el comprador como si no lo hace. Pero suele ser más probable que cuando existen pactos importantes entre accionistas el equipo directivo coopere o por lo menos no muestre sus oposición (en nuestra muestra sólo en un tercio de las operaciones en las que el equipo directivo se opone al comprador existen acuerdos entre éste y una parte de los accionistas).

5. CONCLUSIONES

En este trabajo se desarrolla un modelo empírico explicativo de la oferta de acciones de la empresa objetivo que se genera en una OPA. Utilizamos las OPAs realizadas en España entre 1995 y julio de 2007, fecha en la que entra en vigor la nueva normativa de OPAs.

Entre las aportaciones principales se encuentra el análisis del efecto que tienen sobre el comportamiento de los accionistas dos variables que afectan al mercado español de OPAs de este período, dada la normativa vigente en esos momentos: (i) la existencia de lo que hemos llamado “amenaza” y (ii) la existencia de un pacto previo entre el comprador y una parte de los accionistas. Consideramos que los resultados que se obtienen pueden ser de gran interés.

Así, respecto de la variable “amenaza”, el modelo empírico muestra que en las operaciones en las que se declara la intención de retirar de la cotización bursátil a la empresa objetivo sin lanzar una OPA de exclusión, la propensión de los accionistas a vender se incrementa de manera significativa (cuantitativamente se estima en el entorno de 12,7% del capital que acepta la oferta). La significatividad de este resultado se mantiene con independencia del tipo de modelo utilizado. Parece, por tanto, que la inclusión de este tipo de mecanismo de dilución ha ejercido una influencia importante en el comportamiento de los accionistas de las sociedades objetivo. Actualmente, con las modificaciones legislativas introducidas en julio de 2007, prácticamente se anula la posibilidad de que los adquirentes puedan seguir utilizando este mecanismo para incrementar la propensión a la venta de los accionistas afectados.

También aportamos la evidencia empírica española sobre el efecto que tiene la prima sobre la oferta de acciones, cuestión controvertida sobre la que no existe un resultado claro, ni en

la literatura teórica ni en la empírica. En nuestro caso los resultados son especialmente interesantes cuando combinamos esta variable precio con la existencia de un pacto entre el comprador y una parte de los accionistas en la oferta de acciones, otra novedad de nuestro trabajo. Así, cuando consideramos el conjunto de los accionistas, la prima no tiene efectos significativos sobre la propensión de los accionistas a vender. Sin embargo, cuando tenemos en cuenta sólo a aquellos accionistas que no participan de los pactos previos, entonces la prima tiene una influencia positiva y significativa. Es decir, una mayor prima incrementa la oferta de acciones que proviene de los accionistas que no tienen pactos con el comprador. Este es un resultado llamativo que podríamos catalogar de trascendente y que merece un intento para proponer una posible explicación. Una hipótesis que podríamos lanzar, para explicar esta pérdida de relevancia de la variable precio en aquellos accionistas que llegan a un acuerdo previo con el comprador, se basaría en que los accionistas del pacto adoptarían su decisión teniendo en cuenta otras posibles contrapartidas además de las incluidas en las condiciones de la oferta pública de adquisición²¹. Si esta fuera la explicación, los resultados obtenidos se podrían considerar como un ejemplo de una práctica que transforma la llamada “regla de igualdad de oportunidades”, por la que todos los accionistas deberían recibir una igualdad de trato ante un cambio en el control, en la llamada “regla de mercado” —Bebchuk (1994)—, por la cual el comprador negocia contrapartidas diferentes con los propietarios de bloques significativos de acciones de la empresa objetivo.

²¹ Véase, por ejemplo, lo recogido en la nota al pie de página n.º 1.

APÉNDICE

Resultado de la primera etapa del contraste por MCO en dos etapas

Variable dependiente: PRIMA

N= 125

Variable	Coefficiente	t (prob.)
C	0.197540	1.470277 (0.1442)
INICIAL	-0.167062	-1.051981 (0.2950)
HOSTIL	0.014651	0.128516 (0.8980)
MINIMO	0.176590	1.207741 (0.2296)
AMENAZA	0.006247	0.085543 (0.9320)
PACTO	-0.189133	-2.049974 (0.0426)
COMPETIDORA	0.213256	1.982585 (0.0498)
PARCIAL	-0.071204	-0.716457 (0.4752)
COMPRADOR NO-FAMILIAR	0.129613	1.598068 (0.1128)
HORIZONTAL	0.031364	0.453539 (0.6510)
R ²	0.112999	
Test de Sargan	3,810	

En la primera etapa se estima, mediante MCO, la variable prima al suponer que pueda ser endógena. Lo hacemos mediante un modelo expresado en su forma reducida, esto es, utilizando como variables explicativas todas las variables exógenas del modelo y otras variables instrumentales que se proponen en la literatura.

El coeficiente de la variable “competidora” es positivo y significativo. Este resultado estaría de acuerdo con lo esperado y muestra claramente como la competencia de ofertas competidoras juega a favor de los accionistas de la empresa objetivo. Asimismo, es un argumento a favor de la táctica de buscar “caballeros blancos” por parte del equipo directivo de la empresa objetivo (aunque también podrían existir otros objetivos diferentes).

Asimismo, la variable “Pacto” es también significativa pero, en este caso, con signo negativo, es decir, en aquellas ofertas en las que algún o algunos accionistas mayoritarios pactan con el comprador la venta de sus paquetes accionariales la primas, en promedio, tienden a ser menores. Este resultado es coherente con la hipótesis explicada en el texto consistente en que los accionistas que llegan a un pacto con el oferente podrían acordar otras contraprestaciones ajenas a las incluidas en la OPA. El resto de variables incluidas resultan ser no significativas.

Cabe señalar, por último, que el contraste de Sargan no rechaza que la hipótesis nula de que los diferentes modelos incluidos en el texto estén bien especificado y que las variables instrumentales escogidas sean instrumentos válidos. En concreto el estadístico de Sargan, que se distribuye como una $\chi^2(3)$ bajo la hipótesis nula, en el modelo con Cantidad1 toma un valor de 3,810.

BIBLIOGRAFÍA

- Bagnoli, M. y Lipman, B. L. (1988), "Successful takeovers without exclusion", *The Review of Financial Studies*, Vol. 1, nº 1, pp. 89-110.
- Baker, M. y Savasoglu, S. (2002), "Limited arbitrage in mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, pp. 91-115.
- Bebchuk, L. A. (1994), "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, nº 4, pp. 957-993.
- Bebchuk, L. A. y Kahan, M. (1989), "Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done About it?" *Duke Law Journal*, Vol. 27, pp. 27-53.
- Branch, B.; Wang, J.; Yang, T. (2008) "Takeover Success Prediction: Neural Networks vs. Logistic Regression Models", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17, p. 1186-1193.
- Branch, B. y Yang, T. (2003), "Predicting Successful Takeovers and Risk Arbitrage", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 42, nº 1/2, pp. 3-18.
- Bulow, J., Huang, M. y Klemperer, P. (1999), "Toeholds and takeovers", *Journal of Political Economy*, Vol. 107 (3), pp. 427-454.
- Burkart, M. (1995), "Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contest", *Journal of Finance*, Vol. 50, pp.1491-1515.
- Burkart, M., Gromb, D. y Panunzi, F. (2000), "Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control", *The Journal of Finance*, Vol. 55, nº 2, pp. 647-667.
- Chowdhry, B. y Jegadeesh, N. (1994), "Pre-tender offer share acquisition strategy in takeovers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, pp. 117-129.
- Dewatripont, M. (1991), "On takeover contest and stock price dynamics", *Working Paper* nº 91-4, Institut D'Anàlisi Econòmica, Universitat Autònoma de Barcelona.
- Durá, P. y Pérez-Soba, I. (2007), "La amenaza de exclusión bursátil en una OPA ¿Un mecanismo de dilución de los derechos de propiedad?", *Documentos de Trabajo E-prints*, nº: 6118, Universidad Complutense de Madrid.
- Ebeid, F. J. (1975), "The Inter-Firm Corporate Cash Tender Offer: Operating, Market and Bid Characteristics of the Target Firms", *The Journal of Finance*, Vol. 30, nº 4, pp. 1147-1148.
- Eckbo, B. (1983), "Horizontal mergers, collusion and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp. 241-273.
- Goshen, Z. y Wiener, Z. (2003), "The Value of the Freezeout Option", *Working Paper*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, nº: 260, New York.
- Grossman, S. J. y Hart, O. D. (1980), "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, nº 1, pp. 42-64.
- Hayes, S. L. y Taussig, R. A. (1967), "Tactics of Cash Takeover Bids", *Harvard Business Review*, Vol. 45, nº 2, pp. 135-148.
- Hirshleifer, D. (1995), "Merger and Acquisitions: Strategic and Informational Issues", en: *Handbook in Operations Research and Management Science* (eds. R. A. Jarrow, et al.), Vol. 9, North-Holland, Amsterdam.

- Hirshleifer, D. y Titman, S. (1990), "Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 295-324.
- Hoffmeister, J. R. y Dyl, E. A. (1981), "Predicting Outcomes of Cash Tender Offers", *Financial and Management*, Vol. 10, pp. 50-58.
- Holmen, Martin and John D. Knopf (2004): "Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n°1, pp. 167-191.
- Holmström, B. y Nalebuff, B. (1992), "To the raider goes the surplus? A reexamination of the free-rider problem", *Journal of Economic & Management Strategy*, Vol. 1, n° 1, pp. 37-62.
- Jennings, R. H. y Mazzeo, M. A. (1993), "Competing bids, target management resistance, and the structure of takeover bids", *The Review of Financial Studies*, Vol. 6, n° 4, pp. 883-909.
- Mitchell, M. y Pulvino, T. (2001), "Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage", *The Journal of Finance*, Vol. 56, n° 6, pp. 2135-2175.
- Nicodamo, G. and Sembenelli, A. (2000), "Private benefits, block transaction premia, and ownership structure", Unpublished working paper, University of Haifa.
- Pellegrino, J. (1972), Causes of Inter-firm Tender Offers: An Empirical Study, 1962-1968, Northwestern University.
- Quirin, B. E. (1971), An Analysis of Factors Affecting Responses to Cash Takeover bids for Listed US industrial Corporation, 1958-1969, Stanford University.
- Ravid, S.A. y Spiegel, M. (1992), "On Toeholds and Bidding Contests", Working Papers, Graduate School Of Business, Columbia University.
- Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, n° 3, pp. 461-488.
- Singh, R. (1998), "Takeover bidding with toeholds: The case of the owner's curse", *Review of Financial Studies*, Vol. 11, pp. 679-704.
- Volpin, P. (2002), "Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy" *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, 61-90.
- Walkling, R. A. (1985), "Predicting Tender offer Success: A Logistic Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, n° 4, pp. 461-478.
- Yarrow, G. K. (1985), "Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process", *Journal of Industrial Economics*, Vol.34, n° 1, pp. 3-16.



Ivie

Guardia Civil, 22 - Esc. 2, 1º
46020 Valencia - Spain
Phone: +34 963 190 050
Fax: +34 963 190 055

Website: <http://www.ivie.es>
E-mail: publicaciones@ivie.es