

El precio del control de las sociedades cotizadas españolas (1990-2012)

(Preliminar e incompleto)

Elena Márquez de la Cruz
Departamento de Economía Aplicada III
Universidad Complutense de Madrid
Tfno. 00 34 91 394 2435
Fax: 00 34 91 394 2582
emarquez@ccee.ucm.es

Inés Pérez-Soba Aguilar
Departamento de Economía Aplicada III
Universidad Complutense de Madrid
Tfno: 00 34 91 394 2527
Fax: 00 34 91 394 2582
iperezso@ccee.ucm.es

Resumen

La compra de acciones por parte de un inversor comporta no sólo la obtención de una serie de beneficios de carácter financiero, sino que la adquisición de un paquete significativo de acciones (“bloque de acciones”) también puede conferir el acceso al control de la empresa y, por ende, a una serie de rentas derivadas del mismo. Es por ello que la transacción de este tipo de bloques suele hacerse con prima respecto de una transacción ordinaria de acciones.

El objetivo de este trabajo es medir las primas asociadas a la venta de bloques de acciones que impliquen una transacción de control tomando como muestra las operaciones habidas en el mercado de valores español entre 1990 y 2012. Entendemos por operación de control aquellas transacciones que llevan aparejada la entrada en el Consejo de Administración de la empresa objetivo (o bien un reforzamiento de la posición en el mismo si la empresa adquirente ya formaba parte del Consejo antes de la operación). Asimismo, proponemos una serie de variables que permiten explicar la

variabilidad de las primas, relacionadas fundamentalmente con el tipo de operación mediante el que se ha realizado la transacción y algunas de sus características.

Los principales resultados (preliminares e incompletos) que obtenemos muestran que la prima media calculada sobre la muestra de bloques de control triplica la obtenida previamente en el caso español para una muestra de bloques de acciones que no filtraba la muestra teniendo en cuenta si detrás de la transacción había o no un traspaso de control.

JEL: G12, G34, G38

1. Introducción

Uno de los rasgos característicos de la economía española es el alto grado de concentración accionarial que muestran sus empresas cotizadas. Esta característica es compartida por otros países de la Europa continental con un modelo de gobierno empresarial similar, en el que los grandes accionistas tienen un gran peso en la toma de decisiones relevantes en la empresa.

Así, los datos del estudio del Observatorio sobre Gobierno Corporativo de la Fundación de Estudios Financieros (Crespí, 2008) muestran que en el año 2008, los tres accionistas mayoritarios de las empresas que cotizaban en el mercado continuo español acumulaban en valor medio el 50,4% de la participación accionarial; si nos centramos en las empresas del IBEX 35 (que recoge la evolución de las cotizaciones de las empresas con una mayor frecuencia en la contratación y una mayor difusión accionarial), se observa que en dicho año, el 40% tenía un accionista con el control absoluto de la empresa (esto es, con una participación accionarial igual o superior al 50%).

Los motivos que pueden explicar que un accionista decida asumir un menor grado de diversificación y un mayor riesgo específico al adquirir una participación significativa en el capital social de una empresa (lo que se conoce como bloque de acciones) son fundamentalmente dos (Holderness, 2003):

1. Aumentar los beneficios financieros que obtendría derivados de una mejor gestión de la empresa que se controla. Así, cuanto mayor sea la participación que tiene, mayor será el riesgo que asume, y mayores serán los incentivos para realizar una gestión que aumente el valor de la empresa.¹ Estos beneficios, que se concretarían en mayores flujos

¹ Como contrapartida negativa, Demsetz (1997) señala que ese mayor nivel de riesgo específico que asume el accionista mayoritario podría intentar diversificarlo a través de las inversiones que realiza la empresa.

de caja, son compartidos con el resto de los accionistas minoritarios, y vendrían valorados a través de los precios de mercado. El modelo de Shleifer y Vishny (1986) es una referencia clásica para mostrar este tipo de beneficio.

2. Obtener beneficios privados o rentas de control: además de los beneficios financieros, existe otro tipo de beneficios que sólo disfrutaban los propietarios del bloque accionarial y que se derivarían de su posición de control en la empresa, control al que les daría acceso el bloque. Ese control se materializa en el poder de decisión mediante el voto. Estos beneficios son variados pues consisten tanto en el consumo de recursos de la empresa (elevadísimos salarios, retribuciones en especie, etc.), como en beneficios de carácter no pecuniario, que no tendrían por qué reducir la riqueza de los accionistas, tales como la satisfacción que derivaría el fundador de la empresa al mantener su posición como accionista principal. Incluso los beneficios privados pueden ser negativos cuando el coste (pecuniario o no) de mantener el bloque supere los beneficios. Así pues, los beneficios privados pueden ser positivos o negativos, pecuniarios o no pecuniarios, y su valor no vendría recogido en las cotizaciones de mercado.

Existen diversos trabajos empíricos que han analizado cómo medir los beneficios privados del control. El pionero es el de Barclay y Holderness (1989) quienes analizan el precio al que se realiza la compra-venta de participaciones accionariales grandes en EE.UU. Consideran que si el bloque no conlleva beneficios privados, entonces se vendería sin prima. Si los beneficios fuesen positivos, se vendería con prima y si, por el contrario, fuesen negativos, se vendería al descuento.

Otros estudios empíricos han tratado de medir, a partir de entonces, las primas asociadas a participaciones accionariales significativas. Estos trabajos se basan, para distintos países, períodos y fuentes de información, en muestras donde se recogen diferentes tamaños de bloques de acciones, que se suelen limitar generalmente entre el

5% del capital social de la empresa objetivo y el umbral de participación accionarial que suele conllevar un proceso de OPA, que varía según las legislaciones. Estos estudios suponen que estos bloques conllevan control (Barclay y Holderness, 1991,1992; Bethel *et al.*, 1998) y, por tanto, la medición de su prima comportaría la medición del precio del control societario, esto es, la transferencia de beneficios privados (Barclay y Holderness, 1989; Dick y Zingales, 2004).

No obstante, consideramos que tomar como criterio el tamaño de determinados bloques de acciones para suponer una transacción de control podría estar incluyendo en algunos casos bloques que son adquiridos con un fin meramente financiero y no de control, como de hecho se observa en múltiples transacciones. De ser así, la medición del precio pagado por el control podría estar conteniendo el de operaciones en las que no hay ningún pago por él.

Por esa razón, una de las principales aportaciones de este trabajo es el criterio que se establece para determinar si la transacción de un bloque de acciones es o no una operación de control. Así, para medir el precio del control de las sociedades cotizadas, consideraremos que la transacción de un bloque accionarial es una operación de control cuando de la misma se deriva o bien el acceso al Consejo de Administración de la empresa o bien un reforzamiento de la posición del comprador del bloque en éste. Por ello, nuestro criterio para seleccionar las operaciones que conforman la muestra no es un límite cuantitativo del capital social sino que se basa en la información sobre cambios en los Consejos de Administración derivados de una compra de un bloque de acciones.

Además, otro de nuestros objetivos es contrastar si el precio del control difiere en función del tipo de operación de control que se haya realizado y de sus características. Para ello hemos construido una muestra compuesta por transacciones de bloques de control en el mercado bursátil español desde 1990 hasta 2012. A diferencia

de otros trabajos anteriores, incluimos los bloques de control negociados en las operaciones de OPA con el fin de contrastar si hay diferencias significativas en el precio pagado por un determinado tamaño del control en función de si la operación se efectúa bajo la regla de mercado (negociación privada entre el comprador y el vendedor del bloque) o bajo la regla de igualdad de oportunidades (en la que todos los accionistas de la empresa objetivo son tratados en igualdad de condiciones de venta y precio) que rige las OPAs.

También medimos el efecto que una posterior OPA pudiera haber tenido en el precio de la negociación previa del bloque de control en el mercado privado. Los modelos suponen que ambas formas de obtener el control son alternativas y, por tanto, las operaciones en un mercado u otro son independientes. ¿Qué efectos tiene sobre el precio del control cuando las operaciones son dependientes, esto es, cuando hay compras de control de una empresa objetivo en el mercado privado y posteriormente se amplía ese control sobre la empresa en una OPA?

Finalmente, incluimos también el efecto que tiene sobre el valor del control el punto de partida del comprador del bloque en relación con su participación accionarial.

Los resultados preliminares obtenidos hasta el momento de redactar esta primera versión del trabajo permiten avanzar unas primas de control superiores al 9% en el caso del mercado privado de bloques y en torno al 21 % en el caso de las OPAs, esto es, el mercado público (en el que pueden participar todos los accionistas de la empresa objetivo).

2. Revisión de la literatura sobre los bloques de control

2.1. Los aspectos teóricos

La idea de la existencia de beneficios privados ya viene expuesta en trabajos como el de Fama y Jensen (1983) o Demsetz y Lehn (1985), cuando estudian el efecto que tiene sobre las decisiones del directivo la posesión de una participación accionarial de la sociedad que gestiona. De la percepción de que los beneficios obtenidos por el directivo exceden a los derivados de la participación accionarial que posee, se deduce la presencia de una fuente principal de beneficios de carácter privado. Según Bebchuk (1994), que los aplica a los accionistas mayoritarios en vez de a los directivos, estos beneficios pueden ser desde salarios excesivamente elevados a beneficios de tipo psíquico o de poder de mercado.²

Para Grossman y Hart (1980) los beneficios privados son precisos para incentivar a los potenciales compradores en el mercado de control de empresas a recuperar sociedades mal gestionadas, pues los beneficios financieros (los que se derivan del incremento de la riqueza neta que se obtiene por el aumento de valor de las acciones de la sociedad objetivo, suponiendo que el comprador gestione mejor la sociedad que el grupo al que sucede) son proporcionales a la participación accionarial final y en una oferta de adquisición son teóricamente expropiados por los polizones. De forma que los beneficios privados serían la única recompensa que podrían obtener.

No obstante, la obtención de beneficios privados no es lineal con el tamaño que tenga el bloque de acciones. Así, bajo el supuesto de que la extracción de beneficios privados es ineficiente, Burkart, Gromb y Panunzi (1998) señalan cómo lo óptimo para el comprador de un bloque es adquirir sólo las acciones precisas para obtener el control, pues conforme adquiere más acciones, internaliza (“paga”) en mayor medida el coste del empleo privado de los recursos de la empresa. Esto es, consideran que la función de

² Otro término que se ha acuñado recientemente es el de “tunnelling” (Johnson *et al.* 2000), que se refiere a aquellos beneficios privados que son una mera extracción de recursos y beneficios fuera de la compañía con un efecto de expropiación sobre los accionistas minoritarios.

beneficios privados del comprador es estrictamente creciente y cóncava respecto del tamaño del bloque de control.

En un trabajo posterior (Burkart *et al.* 2000), proponen un modelo en el que analizan las alternativas para transmitir el control societario materializado en un bloque de acciones minoritario ($\leq 50\%$) en un medio de dispersión accionarial. Contemplan la posibilidad de una venta privada de dicho bloque (la regla de mercado) o de su venta mediante una OPA, bajo una regulación en la que se debe extender a todos los accionistas de la empresa objetivo las mismas condiciones de venta que se ofrecen al propietario del bloque (la regla de la igualdad de oportunidades). Una de las conclusiones que obtienen es que la prima a la que se negocia privadamente un bloque estaría reflejando una parte del ahorro que supone no tener que realizar una OPA para alcanzar el control.

También señalan la importancia del poder de negociación que tenga el poseedor del paquete de control a la hora de predecir el tamaño que tendrá la prima. Si tiene un gran poder a la hora de negociar la venta de su paquete accionarial, la prima que obtenga por él será mayor. En el caso del comprador, su poder de negociación aumentará si ya posee acciones de la empresa objetivo.

Asimismo, advierten de la importancia de considerar si hay un único paquete de control o varios en la empresa, pues si hay varios, podría actuar como comprador uno de los propietarios para aumentar su participación accionarial y potencialmente su control porque si no el otro accionista mayoritario puede restringir su habilidad de extraer los beneficios privados que puedan estar disponibles. De forma que hay diversos factores asociados a la operación de compra-venta de un bloque que pueden afectar al tamaño de la prima.

Entre ellos, la literatura teórica también trata de explicar la existencia de primas

negativas en los bloques de control. Así, Bolton y von Thadden (1998) llegan a la conclusión de que los costes y los beneficios de la concentración accionarial aparecen sobre todo cuando la empresa atraviesa una situación económica y financiera mala, es decir, en el estado de la naturaleza malo. Si en esta circunstancia la empresa tiene una estructura accionarial dispersa, difícilmente se logrará llegar a una estructura concentrada porque, según estos autores, internamente ningún accionista querrá hacerse responsable de la empresa y asumir los costes del control; externamente, a ningún comprador le compensa hacerse con el control por el problema del polizón anteriormente mencionado. Si en el estado de la naturaleza malo existe un accionista mayoritario que tiene un bloque grande de control a la venta, el precio al que lo negocie será el mismo que el de las acciones individuales pues el comprador debe ser compensado por la menor liquidez que tendrá tras la compra. Además, el precio pagado por el demandante será menor que su valor *ex post* pues se anticipan en el precio los costes de la necesaria intervención para sacar a la empresa de esa situación.

2.2. La literatura empírica

¿Qué nos dice la literatura empírica sobre la valoración de los bloques de acciones? Generalmente, aunque las primas pagadas por estos bloques no son siempre positivas, sí lo son en términos medios en los casos de los países que han sido objeto de estudio. Además, el tamaño de la prima parece ir relacionado con diversas variables relacionadas con la empresa adquirida, las características de la operación de compra-venta del bloque y la legislación que rija las transacciones del control en cada país.

Como hemos mencionado, Barclay y Holderness (1989) son pioneros a la hora de mostrar la existencia de beneficios privados analizando los precios a los que se venden paquetes grandes de acciones. Para ello obtienen unas tasas de retorno

comparando los precios a los que se venden los bloques con el precio de mercado posterior al anuncio de la venta. Su muestra está formada por 63 compraventas de bloques (superiores al 5% del capital social de las empresas del NYSE) realizadas entre 1978 y 1982 en EE.UU. La prima de control media que obtienen se sitúa en el 20% (y la mediana en el 16%), lo que implica que los beneficios privados netos de los paquetes accionariales grandes son positivos. Otros estudios confirman estos resultados positivos para Estados Unidos, como Mikkelson y Regassa (1991), con primas promedio del 9,2% (mediana 5,5%), o Chang y Mayer (1995), con primas promedio del 13,6% (mediana, 10,1%). Tanto Barclay y Holderness (1989) como Chang y Mayer (1995) encuentran que dichos beneficios crecen conforme mayor es el paquete accionarial negociado. Más recientemente, Albuquerque y Schroth (2008) obtienen una prima media del 19,6% para bloques cuyo tamaño oscila entre el 10% y el 50% del capital social de la empresa objetivo. Para el caso italiano, tenemos el trabajo de Nicodano y Sembenelli (2000) quienes obtienen primas medias del 27%.

Como hemos mencionado, en estos estudios se supone que los paquetes accionariales que se negocian implican control necesariamente, por lo que el tamaño mínimo que suelen imponer a las transacciones que van a formar parte de la muestra es lo que legalmente se considere como participación significativa, esto es, aquella sobre la que hay que informar a la Comisión o Agencia supervisora de los mercados de valores. Generalmente suele considerarse el 5% del capital social de la empresa objeto de compra. Así como este criterio pueda resultar adecuado para “filtrar” aquellas operaciones que implican control en economías como la estadounidense, con un grado de concentración accionarial de las empresas cotizadas en torno al 20% (Holderness, 2003), quizá resulte poco satisfactorio en economías como la española donde, como

mencionábamos en la introducción, la media de concentración se sitúa al menos en el doble de la estadounidense.

Más próximo a nuestro criterio para medir el precio del control es el que emplean los estudios que miden los beneficios privados mediante la diferencia entre las tasas de retorno de las acciones que tienen derecho a voto y las que no. En estos trabajos también se obtiene la existencia de beneficios privados positivos significativos, mayores en aquellos países con una legislación menos proteccionista del accionista minoritario. Así, para el caso de EE.UU., Lease *et al.* (1983), sobre una muestra de 30 empresas emisoras de acciones con y sin voto encuentran un rango de primas significativas que oscilan del 1% al 7%. Para el caso italiano, Zingales (1995) encuentra una prima media del 82% y Rydqvist (1988) un 6,5% para Suecia. Los estudios multi-país más conocidos son los de Dyck y Zingales (2004) y Nenova (2003). Los primeros miden los beneficios privados en 39 países donde han podido encontrar suficientes empresas con emisiones de acciones sin voto. Los resultados que obtienen son muy dispersos y su principal conclusión es que las primas por voto están negativamente relacionadas con el grado de protección al inversor en el país. Nenova (2003) encuentra en su trabajo para 18 países, sobre una muestra de 661 empresas con acciones con y sin voto, una amplia variedad de primas de control que oscila entre el 0% de Dinamarca al 36% de Méjico. También concluye que estas diferencias están relacionadas con el tipo de protección que se da al inversor, resultado del tipo de legislación que rija (“Common Law” vs. “French Civil Law”).

Otra parte de la literatura, además de medir la prima de los bloques de acciones o de los votos, busca determinar si estas primas se pueden explicar por variables de diversa índole, tales como las contables, las regulativas o las relativas a las condiciones de la operación. Entre estas últimas, en el trabajo de Holthausen, Leftwich y Mayers

(1987) se prueba empíricamente que cuando el propietario del bloque de control es quien promueve su venta (privada), la prima por el bloque es más baja (llegando incluso a ser negativa) que cuando es el comprador del bloque quien inicia la negociación³.

Albuquerque y Schroth (2008) buscan los determinantes del tamaño de los beneficios privados en variables de tipo contable. Así, los beneficios privados en EE.UU. serán menores conforme mayor sea el tamaño de la empresa (medido por sus activos totales) y el volumen de su deuda a corto plazo. Por el contrario, serán crecientes con la cuantía de activos intangibles y efectivo que tenga la empresa objetivo así como con el rendimiento que ésta haya mostrado en el pasado.

En el caso español, pocos son los trabajos que analizan esta cuestión. Destacamos el de Fernández-Blanco y García (2000) cuyo objetivo es medir los rendimientos extraordinarios que se generan en el mercado ante el anuncio de una compraventa de un bloque de acciones (menor al 25% del capital social de la empresa objetivo). A partir del análisis de 1.500 anuncios encontrados en la prensa económica sobre este tipo de operación durante el período 1987-1995, encuentran mediante el método del estudio de suceso un rendimiento extraordinario del 3%.⁴ Esta cifra es mucho menor que la encontrada en la mayor parte de los estudios, lo que atribuyen al pequeño tamaño de los bloques analizados, que muy posiblemente no conlleven control. De hecho, concluyen que las operaciones tratadas se habrían realizado por simples motivos de inversión eficiente. De las variables propuestas para intentar explicar las primas, sólo el tamaño del bloque es significativo. Ni la personalidad del comprador, ni el comportamiento bursátil previo de la empresa objetivo, ni la posición accionarial

³ Miden la prima comparando el precio bursátil anterior y posterior a la venta del bloque, al igual que después hacen Barclay y Holderness (1989).

⁴ La muestra final está formada por 168 sucesos para 45 empresas compradoras y 378 sucesos para 87 empresas objetivo.

previa del comprador en la empresa objetivo, ni la existencia de una OPA posterior a la compraventa del bloque resultan significativas.

Crespí-Cladera y Gispert (2002) analizan las causas y consecuencias de las compras de bloques de acciones de 88 empresas no financieras cotizadas en España durante el período 1990-1995. Los bloques son significativos, esto es, superiores al 5% del capital social de la empresa y forman parte de la muestra cuando se mantienen al menos desde principio a fin de año. Su principal conclusión es que su muestra de compraventa de bloques de acciones afecta a la composición de los consejos de administración, aunque no encuentran evidencia de que las transacciones se hayan realizado con el fin de mejorar el rendimiento de la empresa. Esto es, no parece que la compraventa de bloques actúe como mecanismo del mercado de control societario, para disciplinar a las empresas peor gestionadas.

En comparación con lo expuesto, la principal contribución de nuestro trabajo es la elaboración de una muestra en la que los bloques de acciones comportan control, esto es, a diferencia de trabajos anteriores, sólo consideramos las operaciones de compraventa de bloques que hayan dado acceso al Consejo de Administración de la empresa objetivo o que hayan reforzado la presencia en éste del comprador, si es que ya formaba parte del mismo. De esta forma intentamos medir con mayor precisión el precio del control y, por tanto, el valor de los beneficios privados. Dado que no es posible componer en el caso español una muestra significativa de empresas que hayan emitido acciones sin voto, consideramos que la vía propuesta es la más apropiada.

A continuación, explicamos detenidamente cómo hemos construido la muestra.

3.- Análisis empírico para el mercado de valores español

3.1.- Construcción de la muestra

La muestra empleada en este trabajo se ha elaborado consultando los *Hechos Relevantes* que publica la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el período 1990-2012. Concretamente, hemos procedido como sigue:

1. Hemos buscado los hechos relevantes relativos a *Operaciones Corporativas/Transmisiones y Adquisiciones de Participaciones Societarias* para el período señalado. Esta búsqueda nos ha llevado a consultar más de 3.600 hechos relevantes. De todos ellos, hemos seleccionado aquellos que se referían a la transacción de bloques de acciones de empresas cotizadas. Para cada una de las operaciones seleccionadas, hemos procedido a buscar bien en el propio hecho relevante publicado o bien en la prensa económica-financiera, el precio al que ha tenido lugar la operación.
2. Hemos realizado la misma operación para el caso de las operaciones del mercado de bloques (en torno a 260 hechos relevantes sobre estas operaciones) y para las OPAs (329 folletos informativos).
3. En el caso del mercado de bloques y las transacciones de participaciones significativas, se han consultado los boletines de cotización correspondientes a la fecha de la operación para obtener el precio al que la transacción tuvo lugar en caso de no constar en la información publicada por la CNMV.
3. Una vez seleccionadas las transacciones del modo descrito, hemos procedido a comprobar cuáles de ellas han dado lugar a cambios en el Consejo de Administración de la empresa objetivo. Para ello, se ha recurrido de nuevo a los *Hechos Relevantes* de la CNMV (en este caso, a los relativos a la *Composición del Consejo de Administración*), a los Informes Financieros Anuales, así como a la prensa económica-financiera.

4. Consideramos como criterio para cribar las miles de operaciones analizadas el propuesto por Berle (1958), quien define el control como la capacidad de elegir a los consejeros. Como corolario, conlleva la capacidad de influir al Consejo de Administración y posiblemente de dominarlo, siendo su función fundamental elegir a una directiva. Sólo las operaciones que han implicado cambios en el Consejo forman parte de la muestra.

5. Para las operaciones que cumplen con el requisito anterior, recurrimos a la Bolsa de Madrid para obtener las cotizaciones diarias anteriores a la fecha de realización de la operación para así calcular las primas de control como se explica a continuación.

Así, la muestra que empleamos en el momento de redacción de este trabajo consta de 194 observaciones, que son aquéllas para las que, cumpliendo con el requisito citado, disponemos de toda la información necesaria.

Dado que nuestro objetivo es medir el precio que se paga por el control en España, nuestra muestra estará formada por operaciones finalizadas de compra de bloques de acciones, en las que figure la identidad del comprador y que como resultado de la operación dicho adquirente acceda al Consejo de Administración de la empresa objetivo o refuerce su posición en éste.

Con este filtro descartamos aquellas transacciones anunciadas y no realizadas y aquéllas realizadas pero cuyo fin ha sido meramente financiero, hechas con el propósito bien de dotar de liquidez a las acciones de la empresa objetivo en los mercados secundarios, bien especular con el valor desde una posición estratégica reforzada por el tamaño del bloque o bien por hacerse con el paquete accionario por motivos de composición de la cartera exclusivamente.

3.2.- Cálculo de las primas de control

3.2.1.- Análisis preliminar

Como primera aproximación, la prima ofrecida se obtiene comparando el precio pagado por el bloque 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 Walking (1985) se ha considerado que lo adecuado era elegir el momento en el que se hace pública la primera información sobre la futura transacción, en el caso de estos autores, una oferta de adquisición, en lugar de la fecha en que se registra en la Comisión de Valores. Por lo que hemos seguido este criterio y para determinar ese momento hemos procedido a consultar: a) en la CNMV los registros oficiales de “Hechos Relevantes”, tal como hacen Hoffmeister y Dyl (1980); y b) en la prensa especializada, debido a que en varios casos aparece información pública en la prensa antes de que se registre oficialmente su anuncio en la CNMV. Este doble criterio es también empleado por Walking (1985).

Una vez obtenida la fecha del primer anuncio público le restamos 10 y 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 le llamamos *PRIMA*.

La Tabla 1 muestra los principales estadísticos tanto del tamaño de los bloques objeto de transacción como de las primas calculadas a 10 y 15 días desde la fecha de anuncio de la operación (*T*). Como se puede observar en la Tabla 1, el tamaño medio de los bloques de control se situó por encima del 22% si se consideran las 194 operaciones incluidas en la muestra, llegando a más del 47% en el caso de las OPAs (con una

mediana del 51%) y situándose levemente por encima del 9% en el caso de la transmisión de paquetes accionariales.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos

Panel A: TAMAÑO DEL BLOQUE				
	TOTAL	OPAS	PARTICIPACIONES ACCIONARIAS	MDO DE BLOQUES
Media	0.22991208	0.47277058	0.095615478	0.103075
Mediana	0.1236	0.51	0.051	0.0763
Desviación típica	0.24669781	0.25454156	0.091610201	0.074706152
Máximo	0.982	0.982	0.45306	0.2097
Mínimo	0.00248	0.0202	0.00248	0.05
Panel B: PRIMA DE CONTROL T-10				
	TOTAL	OPAS	PARTICIPACIONES ACCIONARIAS	MDO DE BLOQUES
Media	0.1389743	0.21262617	0.100241323	0.04015235
Mediana	0.06458481	0.22187742	0.025568182	0.02069405
Desviación típica	0.41339275	0.2775459	0.475407037	0.096590816
Máximo	2.82010581	0.90262172	2.820105806	0.169370049
Mínimo	-0.92545156	-0.76923077	-0.92545156	-0.050148746
Panel C: PRIMA DE CONTROL T-15				
	TOTAL	OPAS	PARTICIPACIONES ACCIONARIAS	MDO DE BLOQUES
Media	0.14618082	0.22845494	0.103415277	0.020610161
Mediana	0.05633957	0.21899736	0.026823135	0.018896051
Desviación típica	0.41325134	0.28616871	0.471147612	0.026867561
Máximo	2.77023497	0.92424242	2.770234973	0.053240741
Mínimo	-0.92532895	-0.7	-0.925328947	-0.008592201
	TOTAL	OPAS	PARTICIPACIONES ACCIONARIAS	MDO DE BLOQUES
n° operaciones	194	69	121	4

Con respecto a las primas de control calculadas, la prima media obtenida para las operaciones realizadas entre 1990 y 2012 se sitúa en el 13.89% (mediana 6.45%), valor notablemente superior a la prima obtenida en los trabajos anteriormente realizados para el mercado español. No obstante, las primas media varían en función del tipo de operación que da lugar al control. Así la prima media de las operaciones realizadas por “Block Trade” es inferior a la obtenida en la muestra de operaciones de participaciones accionariales y de operaciones OPA. Concretamente, en el mercado de bloques, hemos detectado sólo 4 operaciones que han dado lugar a cambio de control con una prima media a 10 días levemente superior al 4%; sin embargo, la prima media a 10 días en el caso de la transmisión de paquetes accionariales se sitúa por encima del 10%, superando

el 21% en las OPAs⁵. En el caso de los bloques, el trabajo de Fernández-Blanco y García (2000) obtiene una prima media del 3%, muy inferior a la encontrada cuando se filtran las operaciones de bloques de acciones con el criterio de que éstas den acceso al control, tal como se define en este trabajo. En el caso de las OPAs, otros trabajos empíricos realizados para el mercado español utilizando el método de estudio de suceso obtienen también cifras inferiores: un 10% en el periodo 1985-1993 (Fernández-Blanco y García, 1995), el 14% para el período 1990-1993 (Ocaña *et al.*, 1997) y el 15% entre 1988-1994 (Fernández y Gómez-Ansón, 1999). Eguidazu (1996) obtiene el 15% calculando una tasa retorno entre el precio pagado en la OPA y un promedio de las cotizaciones de las cincuenta sesiones anteriores.

La operativa que rige en cada uno de estos mercados explica en buena medida la diferencia entre los resultados obtenidos (**en fase de elaboración**).

3.2.2.- Estudio de suceso y prima de control

Este análisis está en proceso de elaboración

3.3.- Variables explicativas de la prima de control en España

Proponemos como variables explicativas:

- a) Tamaño del bloque objeto de transacción.
- b) Tipo de operación que da lugar al control (y operativa del mercado en que se realiza).
- c) Paquete accionarial previo del comprador.
- d) Sector
- e) Grado de liquidez de las acciones de la empresa objetivo.
- f) *Performance* de la empresa objetivo.

Este análisis está en proceso de elaboración

⁵ Las primas medias a 15 días son levemente superiores a las obtenidas a 10 días, manteniéndose la pauta mostrada por la prima a 10 días en relación con el tipo de operación que da lugar al control.

4.- Conclusiones

El objetivo fundamental de este trabajo es calcular el precio del control en el mercado de valores español durante el período 1990-2012. A diferencia de otros trabajos previos, se han incluido en la muestra sólo aquellas transmisiones de bloques accionariales que han dado lugar a cambios en el Consejo de Administración de la empresa objetivo. La elaboración de la muestra es pues una de las aportaciones de este trabajo ya que, hasta donde llega nuestro conocimiento, no hay ningún trabajo anterior para el caso español en el que se filtren las operaciones con el criterio descrito y con el objetivo mencionado. Aunque el análisis empírico está en proceso de elaboración, el análisis descriptivo inicial muestra que la prima de control media es claramente superior a la obtenida en trabajos anteriores para el caso español, si bien sigue siendo inferior a la obtenida para el caso del mercado norteamericano. La prima media varía en función de si el control se logra a través de la transmisión de una participación accionarial, de una operación en el mercado de bloques o de una OPA. Creemos que la operativa del mercado estaría detrás de este resultado.

El siguiente paso en este trabajo es realizar un cálculo alternativo de las primas de control mediante el uso de la metodología del estudio de suceso para, a continuación, analizar cómo las primas obtenidas dependen de un conjunto de variables tales como el tamaño del bloque, el funcionamiento del mercado en el que se realiza la transacción o la participación accionarial previa del comprador.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBURQUERQUE, R. y SCHROTH, E. (2008), *Determinants of the Block Premium and of Private Benefits of Control*, Working Paper nº 202/2008, European Corporate Governance Institute.
- BARCLAY, M.J. y HOLDERNESS C.G. (1989): “Private benefits from control of public corporation”, *Journal of Financial Economics* 25 (2), pp.371-395.
- BARCLAY, M.J. y HOLDERNESS C.G. (1991), “Negotiated block trades and corporate control”, *Journal of Finance* 46, pp. 861-878
- BARCLAY, M.J. y HOLDERNESS C.G. (1992), “The law and large-block trades”, *Journal of Law and Economics* 35, pp. 265-294
- BEBCHUK, L.A. (1994), “Efficient and inefficient sales of corporate control”, *The Quarterly Journal of Economics* CIX (439), pp. 957-993
- BERLE, A.A. (Jr.) (1958), “”Control” in corporate law”, *Columbia Law Review* LVIII (8), pp. 1212-1225
- BETHEL, J.E., PORTER, J. y OPLER, T. (1998), “Block Shares Purchases and Corporate Performance”, *Journal of Finance* LIII (2), pp 605-634.
- BOLTON, P. y THADDEN, L.E. von (1998), “Blocks, liquidity and corporate control”, *The Journal of Finance* LIII (1), pp. 1-25
- BURKART, M., GROMB, D. y PANUNZI, F. (2000), “Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control”, *The Journal of Finance* 55 (2), pp. 647-667
- BURKART, M.; GROMB, D. y PANUNZI, F. (1998),”Why higher takeover premia protect minority shareholders”, *Journal of Political Economy* 106 (1), pp. 172-204

- CRESPI, R. (2008), *Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español*, Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros
- CRESPI, R. y GISPERT, C. (2002), “Causes and Consequences of Block Share Purchases. Evidence from Spanish non-Financial Firms”, *Journal of Management and Governance* 6, pp. 235-254
- DEMSETZ, H. (1997), *La Economía de la empresa: siete comentarios críticos*. Madrid: Alianza (Alianza Economía; 24).
- DEMSETZ, H. y LEHN, K. (1985) “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy* 93 (6), pp. 1155-1177
- DYCK, A. y ZINGALES, L. (2004), “Private benefits of control: An international comparison”, *Journal of Finance* 59, pp. 537-599
- EGUIDAZU, S. (1996), “Gobierno de la empresa”, *Revista de La Empresa-Icade* 39, pp. 11-31.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law & Economics* XXVI (2), pp. 301-325.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M. y GARCÍA MARTÍN, C. J. (1995), “El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones”, *Revista Española de Economía* 12 (2), pp. 219-240.
- FERNÁNDEZ, A.I. y GÓMEZ-ANSÓN, S. (1999), “Un estudio de las Ofertas Públicas de Adquisición en el mercado de valores español”, *Investigaciones Económicas* XXIII (3), pp. 471-495.
- FERNÁNDEZ-BLANCO, M. y GARCÍA, C.J. (2000), “La compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español”, *Investigaciones Económicas* 24 (1), pp. 237-267

- 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* II (1), pp. 42-64.
- HOFFMEISTER, J. R. y DYLL, E. A. (1981), "Predicting Outcomes of Cash Tender Offers", *Financial and Management* 10, pp. 50-58.
- HOLDERNESS, C.G. (2003), "A survey of blockholders and corporate control", *Economic Policy Review* 9, 1, *Federal Reserve Bank of New York*, pp. 51-63
- HOLTHAUSEN, R.W.; LEFTWICH R. y MAYERS, D. (1987): "The effects of large block transactions on security prices: A cross-sectional analysis", *Journal of Financial Economics* 19, pp. 237-268.
- JOHNSON, S., LAPORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2000), "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings* 90 (2), pp. 22-27
- LEASE, R., Mc CONNELL, J.J. y MIKKELSON, W.H. (1983), "The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 439-471
- MIKKELSON, W.H. y REGASSA, H. (1991), "Premiums paid in block transaction", *Managerial and Decision Economics* 12 (6), pp. 511-517
- NENOVA, T. (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 325-351
- NICODAMO, G. y SEMBENELLI, A. (2000), *Private benefits, block transaction premia, and ownership structure*, Unpublished WP, University of Haifa.
- OCAÑA, C.; PEÑA, I. y ROBLES, D. (1997), "Preliminary evidence on takeover target returns in Spain: a note", *Journal of Business Finance and Accounting* 24 (1), pp. 145-153.

RYDQVIST, K. (1996), "Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights", *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 1407-1425.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94 (3), pp. 461-488.

WALKLING, R. A. (1985), "Predicting Tender offer Success: A Logistic Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (4), pp. 461-478.

ZINGALES, L. (1995), "What determines the value of corporate votes", *The Quarterly Journal of Economics* 110, pp. 1047-1073